

ДМИТРИЙ КОНДРАТОВ

Есть ли будущее у евро?

Европу создаст валюта.

Ж. Рюефф (1896—1978)

Управляющий Банка Франции К. Нуайе охарактеризовал Европу как «экстраординарное предприятие» в истории человечества, в рамках которого за пятьдесят лет существования были достигнуты невиданное взаимодействие и взаимозависимость стран-участниц¹. Хотя процесс европейской интеграции развивался не без трудностей, впервые за тысячелетия Европа стала мирной и процветающей. Отправной точкой этого опыта стало подписание в 1957 году Римского договора о создании Общего рынка, который представлял собой простой таможенный союз шести стран. Впоследствии этот союз развивался и обогащался. Новый этап его развития был связан с подписанием в 1986 году Единого европейского акта и в 1993-м — Маастрихтского договора, наметившего точный календарь создания в рамках ЕС Экономического и валютного союза (ЭВС), в котором обеспечивалось бы свободное пе-

редвижение товаров, услуг, капиталов и рабочей силы². Были также приняты так называемые маастрихтские критерии, или критерии конвергенции, участия стран ЕС в ЭВС, в рамках которых вводилась единая валюта — евро³.

Развитие зоны евро

Введенный в рамках ЭВС в 1999 году, евро за четырнадцать лет своего существования приобрел статус одной из ведущих мировых валют. В 1999-м

² См. **Ch. Noyer**. La stabilité financière en Europe et dans le monde. — www.banque-france.fr/fr/institut/2010/copenhagen.pdf

³ Евро заменил (1:1) ЭКЮ — европейскую валютную единицу (European Currency Unit), которая использовалась в валютной системе объединенной Европы с 1979 по 1998 годы. Надо отметить, что ЭКЮ была именно валютной единицей, использовалась только в безналичных платежах и не устранила национальные деньги. Евро был представлен мировым финансовым рынкам в качестве расчетной валюты в 1999 году, а 1 января 2002 года были введены в наличное обращение банкноты и разменные монеты. Евро управляется и администрируется Европейским центральным банком (ЕЦБ), созданным по образцу Бундесбанка. Стоит привести один интересный факт: штаб-квартира ЕЦБ находится во Франкфурте-на-Майне — малой родине финансовой империи Ротшильдов.

¹ См.: **Ch. Noyer**. De Maastricht à l'Europe actuelle et future. — www.banque-france.fr/fr/institut/telechar/discours/discours_09_05_2007.pdf; **ibid.** La politique monétaire de l'Eurosystème: une vision interne. — www.banque-france.fr/fr/institut/telecyar/discours20071007.pdf

евро был введен в безналичный оборот, а с 2002 года — в наличный оборот в странах—членах зоны евро. Вначале таковыми стали 11 из 15 членов ЕС (см. Табл. 1). Великобритания, Дания и Швеция воспользовались своим правом не участвовать в ЭВС с 1999 года, составив группу стран так называемой второй волны членов ЭВС. В последующем население этих стран высказалось за сохранение национальной валюты. Греция не попала в начальный список из-за несоблюдения критериев конвергенции, она вошла в зону евро 1 января 2001 года. С начала 2007 года к зоне евро присоединилась Словения — первая из 10 стран, ставших членами ЕС в 2004 году.

Также с 1 января 2008-го Кипр и Мальта, а затем, соответственно с 1 января 2009-го и 2011 года, Словакия и Эстония вошли в зону евро. Таким образом, членами ЭВС являются сегодня 17 стран Евросоюза из 27. С 2015 года после возможного включения в состав зоны евро Чехии и Польши число ее членов возрастет до 19.

Переход на единую валюту обеспечил странам зоны евро ряд преимуществ⁴:

- евро привел к устранению риска валютнообменных операций и снижению транзакционных издержек, связанных с внутризональной торговлей;

- евро способствовал ценовой стабильности: за последние пять лет уровень инфляции в зоне евро фактически не превышал 2 процентов в год, что является главной целью Европейского центрального банка (ЕЦБ); одновременно с этим стабилизировались и инфляционные ожидания;

- четко сформулированный приоритет в деятельности ЕЦБ — стабильность цен — позволил значительно уменьшить размер премии за риск,

который отражается в уровне процентных ставок; в результате плодами стабильности в полной мере пользуются европейские предприятия и домашние хозяйства, поскольку планка долгосрочных процентных ставок установилась на исторически низком уровне, что создает весьма благоприятные условия для финансирования инвестиций и экономического роста в целом⁵;

- евро способствует ускорению финансовой интеграции в ЕС: сегодня многие сегменты финансового рынка характеризуются достаточной глубиной и ликвидностью, что способствует лучшему распределению ресурсов и рисков;

- сегодня евро играет роль второй в мире (после доллара) валюты, обслуживающей международный торговый и финансовый оборот⁶.

Прямое воздействие евро на рынок капиталов с момента его введения проявилось в следующих аспектах:

- исключены валютные риски и в значительной степени устранены организационно-технические, правовые и регулирующие препятствия на территории зоны евро, которые в прошлом приводили к сегментации и разобщенности национальных рынков;

- европейский финансовый рынок стал более крупным и однородным, чем предшествовавшая ему совокупность национальных финансовых рынков;

- при кредитовании и инвестировании в зоне евро приоритетное значение стала приобретать оценка кредитного, а не странового риска.

⁵ См.: **J.-C. Trichet**. Closing Remarks at the Conference Organised by the European Commission and the Federal Reserve Bank of New York «The Euro and the Dollar: Pillars in Global Finance». New York, 17 April, 2007. — www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070417.en.html; **idem**. Keynote Luncheon Remarks at the Conference «Transatlantic Roundtable on Finance and Monetary Affairs» at the invitation of the European Institute. Washington (DC), 13 April, 2007. — www.ecb.int/press/key/date/2007/html/sp070413.en.html

⁶ См. **J. Attali**. La crise se commence. — <http://fr.euronews.net/2010/05/07/>

⁴ См. «Incidence de l'euro sur les échanges et les flux de capitaux et rôle international de l'euro». — «Bulletin mensuel de la BCE». 2008 (www.banque-france.fr/fr/eurosys/telnomot/bce/bs_10_anni_bce).

Таблица 1

Этапы развития зоны евро, 1999–2011 годы

Страна	Год
Австрия	1999
Бельгия	1999
Германия	1999
Ирландия	1999
Испания	1999
Италия	1999
Люксембург	1999
Нидерланды	1999
Португалия	1999
Финляндия	1999
Франция	1999
Греция	2001
Словения	2007
Кипр	2008
Мальта	2008
Словакия	2009
Эстония	2011

Источник: «ECB. Annual Report» за 2011 год.

Таким образом, евро оказал позитивное влияние на экономику ЕС и в известной мере позволил предотвратить отрицательные последствия финансового кризиса. Но при этом нельзя забывать, что история экономического союза является также и хроникой нарушения правил: Италию и Грецию не следовало принимать в зону евро; Францию и Германию в 2003 году надлежало оштрафовать за несоблюдение бюджетной дисциплины. Статья 125 Лиссабонского договора гласит, что ни ЕС, ни страны-члены не отвечают за обязательства отдельных стран-членов. И все-таки весной 2010 года страны ЕС согласились на создание объемистого «пакета спасения» для Греции с кредитом в 110 миллиардов евро, хотя прежде коллективная помощь категорически исключалась. Чтобы успокоить граждан, был введен механизм санкций, а в мае 2010 года раскрыт дополнительный «спасательный зонтик» в форме гарантированных кредитов на сумму

в 750 миллиардов евро из бюджета ЕС, МВФ и EFSF. Этот «зонтик» уже самим фактом своего существования должен успокоить финансовые рынки и ни в коем случае не мог быть увеличен, а срок его действия — продлен. Тем не менее в январе 2011-го встал вопрос о его увеличении на 85 миллиардов евро для кредитования Ирландии. В феврале того же года последовал очередной опасный шаг: было объявлено, что старые обещания не продлевать действие «спасательного зонтика» будут снова нарушены. Интересы спасения стран ЕС многослойны. Прежде всего выигрывают «спасаемые государства» и иностранные кредиторы — например немецкие и французские банки. В долгосрочном плане растущая задолженность многих стран ЕС не сможет регулироваться путем увеличения «зонтика». Если слабые страны не смогут или не захотят в долгосрочном плане консолидировать свои бюджеты, а сильным в финансовом плане странам придет-

ся постоянно финансировать слабые государства, то ЕС станет не валютным, а скорее трансфертным союзом. Это значит, что в экстремальных случаях в ЕС должно перераспределяться 800 миллиардов евро в год, при этом на долю Германии будет приходиться до 260 миллиардов евро.

Введение евро совпало с ускорением процесса финансовых инноваций, что расширило возможности банковского кредитования, а также повысило склонность банков брать на себя высокие риски. Однако усиление

ответы на них определяются особенностями монетарной политики ЕЦБ и деятельности Евросистемы, объединяющей ЕЦБ и центральные банки (ЦБ) стран зоны евро.

Сегодня зона евро сталкивается с двумя главными вызовами: с ускорением процессов глобализации и демографическими проблемами, связанными в первую очередь со старением европейского населения. В этих условиях главная цель монетарных органов должна заключаться в усилении сопротивляемости европейской эконо-

номики различным шокам. Для этого следует продолжать структурные реформы со стороны правительств, особенно направленные на повышение гибкости рынков труда, бороться с монополизацией рынков товаров и услуг и стимулировать НИОКР. При этом эф-

Сегодня зона евро сталкивается с двумя главными вызовами: с ускорением процессов глобализации и демографическими проблемами, связанными в первую очередь со старением европейского населения.

финансовой турбулентности показало, что ситуация может радикально измениться, когда возможности рыночного финансирования сужаются (а иногда и вовсе исчезают), и накопленные в предшествующий период риски материализуются. Недавние финансовые потрясения серьезно усилили уязвимость канала передачи денежно-кредитной политики, то есть связи между ключевыми процентными ставками ЕЦБ и ставками на межбанковском рынке.

Будущее развитие зоны евро во многом зависит от ответов на следующие вопросы: имеет ли валютная интеграция долгосрочный характер? каковы перспективы расширения зоны евро? может ли евро стать моделью для других регионов мира? может ли ЭВС привести к большей политической интеграции? В свою очередь

эффективное участие государственного финансирования является одним из факторов успешности реформ.

Одновременно на фоне долгового кризиса усиливаются противоречия между участниками зоны евро. С одной стороны, растет недовольство ее крупнейших государств, которым приходится направлять значительные средства на спасение более слабых членов Евросоюза от банкротства. В свою очередь, постепенно усиливается разочарование от участия в европейском интеграционном проекте и в странах-должниках, вынужденных под давлением развитых стран зоны евро принимать непопулярные среди населения меры по урезанию социальных расходов и сокращению бюджетных дефицитов. Подобные разногласия ослабляют интеграционные связи в зоне евро

и способны, в случае продолжения долгового кризиса, привести к ослаблению позиций единой европейской валюты.

Проблема суверенных долгов будет оказывать негативное воздействие на экономику не только на этапе ее посткризисного восстановления, но и в более долгосрочной перспективе. Как считают некоторые эксперты, даже несмотря на ожидаемое сокращение бюджетных дефицитов развитых стран зоны евро в ближайшие годы, объем долговой нагрузки на их экономики продолжит нарастать, пусть и более медленными темпами, чем в 2007—2011 годах. Так, по расчетам сотрудников Организации экономического сотрудничества и развития, отношение размера государственного долга к ВВП в этих странах достигнет к 2025 году 106 процентов, увеличившись по сравнению с 2010-м на 10 процентных пунктов. Снижению или хотя бы поддержанию на стабильном уровне данного отношения будет препятствовать значительный объем социальных обязательств в развитых странах, к масштабному сокращению которых они сегодня не готовы. В развивающихся странах зоны евро, напротив, будет наблюдаться тенденция к постепенному уменьшению долговой нагрузки. Отношение госдолга к ВВП составит в них в 2025 году порядка 60—70 процентов⁷.

Следует ожидать, что долговые проблемы ведущих развитых стран будут выступать в долгосрочном периоде одним из главных дестабилизирующих факторов для глобальной экономики и финансовых рынков. В частности, значительную опасность для устойчивой мировой ва-

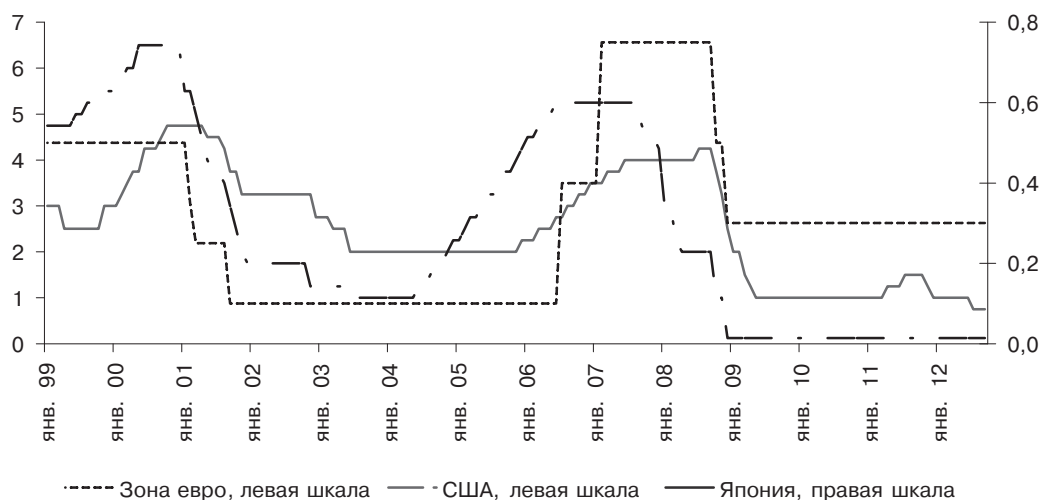
лютно-финансовой системы будет представлять дальнейший рост государственного долга в США, объем которого, по некоторым оценкам, составит к 2020 году порядка 120—130 процентов ВВП. При этом очевидно, что по мере роста долговой нагрузки развитых государств их способность противостоять возникающим кризисным ситуациям путем принятия новых программ поддержки экономик будет неуклонно сокращаться.

Нарастание нестабильности в государственных финансах, порождающее чувство неопределенности, изменит структуру трансграничных потоков капитала, сократив в ней долю долгосрочных инвестиций в пользу коротких спекулятивных вложений. Для европейских банков это будет означать ограничение возможностей по привлечению длинных ресурсов, необходимых для осуществления инвестиционно-кредитования реального сектора экономики.

Таким образом, к 2013 году во многих ведущих западных государствах сложилась, по сути, патовая ситуация, когда потребительский и инвестиционный спрос со стороны частного сектора, обремененного долгами, растет очень медленно, а правительства в условиях ухудшения состояния государственных финансов почти не имеют возможностей по его поддержанию. Выход из этой ситуации потребует переориентации западных экономик на новые факторы роста, что, очевидно, будет процессом долгим и сложным.

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

⁷ См. «OECD Economic Surveys: Euro Area». Paris, 2012. P. 48.



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

Рисунок 1. Ставка рефинансирования в зоне евро, США и Японии, 1999–2012 годы (процентов годовых)

Одной из важных характеристик деятельности ЕЦБ и Евросистемы в целом является то, что она осуществляется на основе четырех принципов: независимости, транспарентности, ответственности и операционной децентрализации. Принцип независимости ЕЦБ и 17 центробанков стран зоны евро записан в тексте Маастрихтского договора. Независимость Евросистемы означает, что при осуществлении своей деятельности ЕЦБ и ЦБ стран зоны евро не получают никаких инструкций от органов ЕС и национальных правительств. Институциональная и оперативная независимость Евросистемы предполагает прозрачность принимаемых решений, что особенно важно для ЕЦБ, так как от этого зависит доверие к его монетарной политике и соответственно к евро. Ответственность ЕЦБ, зафиксированная в тексте Маастрихтского договора, предполагает регулярное заслушивание доклада управляющего ЕЦБ Европарламентом, его неформальные встречи с Еврогруппой министров финансов стран зоны евро, а также публикацию отчетов

об эволюции экономической конъюнктуры и макроэкономических прогнозов⁸. После принятия важнейших решений президент и вице-президент ЕЦБ обязательно организуют пресс-конференции, на которых детально комментируют принятые решения, что является уникальной практикой для центробанков. Вместе с тем ЕЦБ не публикует протоколы своих заседаний⁹.

Решения, принятые Советом управляющих ЕЦБ, практически реализуются ЦБ стран зоны евро. Такая децентрализованная система доказала свою эффективность в августе и сентябре 2011 года, когда наблюдались трудности на межбанковском рынке. Тесные связи между национальными

⁸ См.: P. Arestis, G. Chortareas. Monetary Policy in the Euro Area. — «Journal of Post Keynesian Economics». 2006. Vol. 28. № 3; G. Caporale, A. Cipollini. The Euro and Monetary Policy Transparency. — «Eastern Economic Journal». 2002. Vol. 28. № 1; P. Surico. The Monetary Policy of the European Central Bank. — «The Scandinavian Journal of Economics». 2007. Vol. 109. № 1.

⁹ См. «The ECB's Monetary Policy Stance during the Financial Crisis». — «Monthly Bulletin of ECB». 2010. № 1. — www.ecb.int/pub/pdf/mobu/mb201001en.pdf

центробанками позволили лучше понять и быстро ответить на потребности банков в средствах для рефинансирования¹⁰.

Введение евро и проведение единой монетарной политики способствовали значительному сокращению разрыва в уровнях инфляции между странами зоны евро с 6 процентных пунктов в 1990-х годах до 3,3 — в 2012-м (этот показатель очень близок к показателю разрыва между 14 городскими статистическими зонами в США). Сократился также разрыв в темпах экономического роста стран зоны евро, хотя в 2012 году он достигал 9 процентных пунктов.

Начиная с 1999 года Евросистема меняла процентные ставки 36 раз, в том числе 18 раз снижала их и 18 раз повышала, доведя в 2012-м до 0,75 процента¹¹. Это происходило реже, чем у ФРС США (см. Рис. 1). В целом частота изменений процентных ставок определяется экономической ситуацией и ее изменениями. Как показывают исследования, в промышленно развитых странах процентные

ставки пересматриваются в среднем каждые 5 месяцев, в ЕЦБ этот показатель составляет почти ту же величину — 4,7 месяца¹².

Является ли евро мировой валютой?

Роль евро как международной валюты во многом определяется действием следующих пяти факторов¹³.

Внешняя торговля товарами и услугами стран зоны евро. Экономика зоны евро более открыта, чем экономика США и Японии. В 2011 году внешнеторговый оборот (экспорт и импорт товаров и услуг) зоны евро составил 42 процента ВВП, тогда как в Японии — 32, а в США — 28 процентов. Доля зоны евро в мировом экспорте достигла 24,4 процента против 9,7 — у США, 4,0 — у Японии и 8,3 процента у стран—экспортеров нефти. С 1998 года (предшествовавшего введению евро) показатель открытия экономики зоны евро возрос на 11 процентных пунктов за счет быстрого расширения торговли с новыми странами—членами ЕС и Китаем. Стоимость взаимной торговли товарами между странами зоны евро по отношению к ВВП возросла с 26 процентов в 1998-м до 33 — в 2011 году; для торговли услугами соответствующий показатель увеличился с 5 до 7 процентов. В 2011 году торговый оборот в рамках зоны евро составлял около половины всего внешнеторгового оборота зоны евро (см. Рис. 2).

Создание валютного союза и введение единой валюты способствовали увеличению взаимного обмена между членами союза, поскольку уменьшили волатильность обменных курсов валют

¹⁰ См. «L'action des banques centrales». — «Documents et débats». (Paris). 2010. №. 3 (www.banque-france.fr/fr/doc_debat/numero_3/pdf).

¹¹ Напомним, что когда нужно было оживить экономику зоны евро, ЕЦБ трижды за два года (2011—2012) снижал ставку, установив ее на уровне ниже инфляции, поскольку риск спада воспринимался более остро, чем возможный рост цен. Другими словами, для стимулирования экономики зоны евро ЕЦБ готов был даже нести дополнительные издержки. Скорее всего, это оправдано, поскольку центральные банки в большинстве стран — в первую очередь «кредиторы последней инстанции», для которых стабильное экономическое развитие важнее, чем собственная прибыль. Именно поэтому во многих странах, помимо достижения чисто финансовых целей (поддержание цен и валютного курса), на них возлагаются и задачи, связанные с поддержкой экономики в целом. И тогда уже центробанки заинтересованы с максимальной эффективностью использовать те механизмы и инструменты, которыми они располагают, чтобы с их помощью обеспечить решение задач, стоящих перед экономикой.

¹² См. «The ECB's Monetary Policy Stance during the Financial Crisis».

¹³ См. A. Bertuch-Savuels, P. Ramlgan. L'euro, monnaie mondiale? — «Problèmes économiques». 2007. № 2926. P. 41—45.

и связанную с этим неопределенность. В последние годы появились многочисленные эмпирические исследования, в которых анализировалось влияние введения евро на объем взаимного обмена товарами между странами зоны евро. В целом было установлено, что введение евро ускорило рост взаимного обмена в среднем на 2—3 процентных пункта. Наиболее сильное влияние введение евро оказало на обмен промышленным оборудованием и предметами потребления, а наименьшее — на обмен продовольствием.

Анализ экспорта европейских предприятий за долгий период показал, что в первое время после введения евро возросли число и разнообразие товаров, экспортированных в страны зоны евро, тогда как объем экспорта, который существовал до введения евро, увеличился в меньшей степени. Со временем использование евро изменило способы фиксации экспортных цен, что приводило к их выравниванию и уменьшению выгод, получаемых за счет дифференциации цен. Таким образом, введение евро позволило снизить транзакционные издержки и частично — внутренние цены, что пошло на пользу потребителям стран зоны евро.

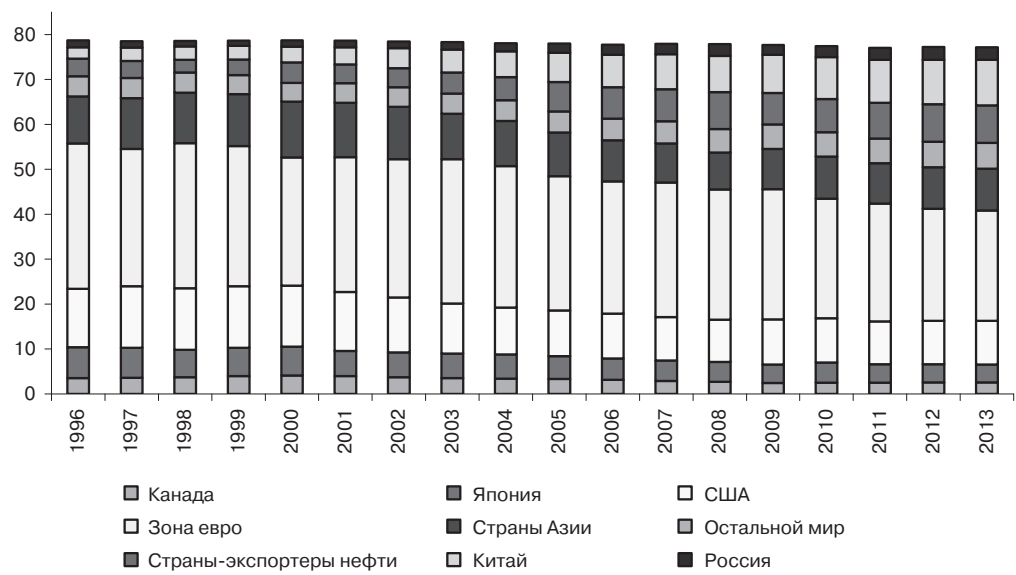
Исследования показывают, что введение евро способствовало повышению конкурентоспособности европейских компаний на новых рынках¹⁴. Сегодня страны зоны евро рассматриваются как наилучшая экспортная база, способная привлечь большое число предприятий из соседних стран. Более интегрированная зона евро не только позволяет компаниям извлекать выгоды от экономии на масштабе, но и способствует обострению конкуренции, что приводит к увеличению объема производства при более низких ценах. Однако это

позитивное влияние евро проявляется в разных странах зоны евро по-разному, в зависимости от качества их институтов, доступа к новой технологии и развития НИОКР.

Рост конкурентоспособности экономики зоны евро имеет большое значение в условиях появления новых субъектов на мировых рынках. Так, за последнее десятилетие доля Китая в мировом экспорте возрастала в среднем на 13 процентов в год, тогда как доля зоны евро уменьшалась на 1,7 процента в год (исключение составляют Ирландия и Германия, доля которых в мировом экспорте увеличивалась). Снижение доли зоны евро в мировом экспорте частично объясняется выходом на мировой рынок стран с низкими издержками на оплату труда, а частично тем, что страны зоны евро отказались от трудоемких производств, усилив свою специализацию на производстве капиталоемкой продукции.

Евро и международные потоки капиталов. Зона евро является открытой и в финансовом отношении: ее международные авуары и обязательства составляли в 2011 году 150 процентов ВВП против 115 — у США и 90 — у Японии. За период 1999—2011 годов международные авуары и обязательства зоны евро возросли в целом на 60 процентов, хотя этот рост был в разных странах неодинаковым. В 2000—2011 годах доля стран зоны евро, рассматриваемых как экспортеров и импортеров прямых иностранных инвестиций (ПИИ), в мировом потоке ПИИ составляла 57 процентов. В 2001—2011 годах в руках резидентов стран зоны евро находились 34 процента мирового портфеля акций и 44 процента мирового портфеля облигаций. Учитывая тот факт, что доля зоны евро в мировом ВВП не превышает 25 процентов, можно сделать вывод: евро играет важную роль в международном движении капиталов, особенно в рамках самой зоны.

¹⁴ См. A. Posen. The Euro at Five: Ready for a Global Role? Wash. (DC), 2005.



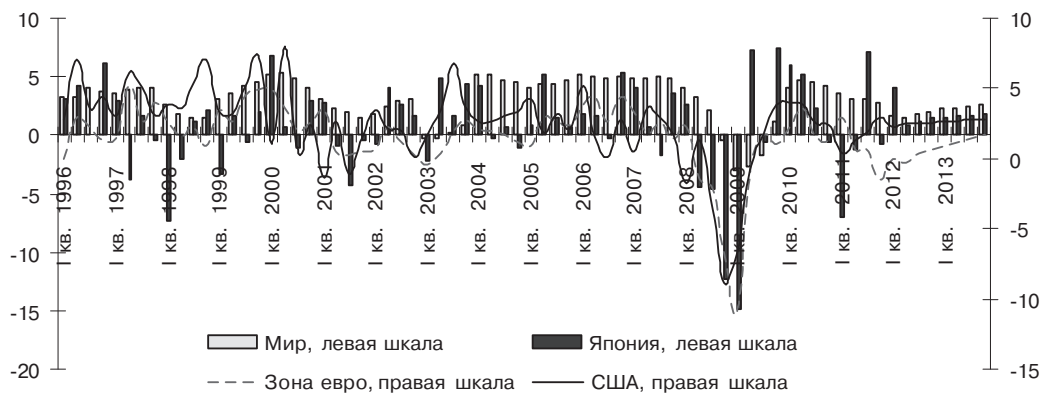
Примечание: 2013 год — прогноз.

Источник: Данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).

Рисунок 2. Крупнейшие страны (регионы) мира по экспорту товаров и услуг, 1996–2013 годы (процентов)

В последние годы деятельность, связанная с ПИИ, принимает форму трансграничных слияний и поглощений, львиная доля которых приходится на компании ЕС и США. Доля слияний и поглощений промышленных компаний в рамках зоны евро в общей численности таких операций зоны евро возросла с 20 процентов в 1993–1998 годах до 35 процентов в 1999–2011

годах. Операции по слиянию и поглощению в зоне евро осуществляли промышленные компании Норвегии, Канады, Японии и США. Что касается операций по слиянию и поглощению в секторе услуг, то здесь доля операций внутри зоны евро в рассматриваемый период снизилась с 37 до 27 процентов, тогда как доля компаний сферы услуг других стран увеличилась.



Примечание: 2012–2013 годы — прогноз.

Источник: Данные Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>).

Рисунок 3. Темпы роста реального ВВП в мире, зоне евро, США и Японии, 1996–2013 годы (процентов к предыдущему году)

На перемещение капиталов между странами зоны евро повлияли такие факторы, связанные с введением евро, как: а) снижение транзакционных и постоянных издержек; б) снижение операционных издержек, связанных с финансированием за счет банковских кредитов и эмиссии облигаций. Таким образом, введение евро способствовало увеличению потоков ПИИ в зоне евро на 15 процентов, тогда как это влияние на приток ПИИ из третьих стран оценивается в 7 процентов. При этом влияние евро на численность трансграничных слияний и поглощений промышленных компаний в зоне евро оценивается в 160 процентов, а на численность соответствующих операций вне зоны евро — в 80 процентов.

Индивидуальные сбережения часто размещаются в портфели различного типа — в акции различных компаний, в облигации и фонды коллективных вложений, управляемые профессионалами. Если финансовые инструменты выпущены за рубежом, то вложения в них считаются трансграничными, которые подвергаются валютному риску. Введение евро устранило валютный риск для трансграничных вложений в рамках зоны евро и способствовало созданию общих торговых платформ (*plates-formes de negotiation communes*) — таких, как, например, биржа «Europext», возникшая от слияния фондовых бирж Парижа, Амстердама, Брюсселя и Лиссабона, а также интеграции пострыночной инфраструктуры. Все это снизило барьеры для трансграничных портфельных инвестиций. Среди других факторов, ускоряющих перемещение капиталов в форме портфельных инвестиций в мировых масштабах, можно назвать уровень ожидаемых доходов, волатильность активов в разных странах, предпочтение, отдаваемое национальным активам, прогнозы

экономического роста, особенности институциональной структуры, старение населения в странах, интенсивность двусторонних торговых связей, культурные связи и т. д.

В 1997—2011 годах доля трансграничных авуаров в рамках зоны евро, которыми владеют резиденты зоны, увеличилась на 16 процентных пунктов для акций и на 46 — для облигаций. Все важные регионы мира, в том числе резиденты Великобритании, Дании и Швеции, также увеличили свои портфельные вложения в активы зоны евро. Как показывают эмпирические исследования, введение евро стимулировало перемещение портфельных инвестиций как резидентов, так и нерезидентов зоны евро в активы, номинированные в евро.

Размер и уровень открытости экономики. Чем крупнее и динамичнее экономика, тем потенциально больше ее влияние на мировую экономику. Зона евро, имея большую численность населения, чем США, и почти такую же экономику, в состоянии обеспечить евро важную международную роль.

Однако темпы экономического роста стран зоны евро отстают от темпов роста мировой экономики: в 2011 году они составили в среднем всего 1,5 процента против 3,2 процента в остальных странах. Более высокие темпы роста могут повысить привлекательность стран зоны евро для инвесторов, а также доверие к их экономике и евро, что, как правило, приводит к увеличению притока долгосрочного капитала (см. Рис. 3).

Стабильность цен и обменного курса. Чем выше стабильность цен и обменного курса в стране-эмитенте, тем ниже затраты и риски на финансовых рынках и выше доверие к валюте. ЕЦБ наделен большими полномочиями и обладает независимостью в

поддержании стабильности цен. По данным ЕЦБ, инфляция и инфляционные ожидания в зоне евро являются низкими и стабильными, а волатильность номинального и реального эффективного валютного курса евро невысока (см. Рис. 4).

Однако, несмотря на единую денежно-кредитную политику Европейского центрального банка, в 2012 году в валютном объединении наблюдались существенные различия в темпах инфляции: от 3,4—4,0 процентов в Италии и Эстонии до 1,4—1,6 процента во Франции и Германии. Расхождения в темпах инфляции неизбежны вследствие сохраняющихся структурных диспропорций и представляют собой один из ключевых механизмов

адаптации национальных экономик к различного рода шокным воздействиям (см. Рис. 5).

В последнее время руководство ЕЦБ связывает усиление инфляционного давления с действием таких факторов, как рост мировых цен на нефть, повышение налогов на добавленную стоимость (НДС) в Германии с 1 января 2012 года, увеличение денежной массы в обращении и объемов кредитования. К этому добавляется и такой фактор, как усиление требований наемных работников о повышении заработной платы. Недавно М. Драги, управляющий ЕЦБ, призвал социальных партнеров умерить свои требования на переговорах о повышении оплаты труда.



HICP — Harmonised Index of Consumer Prices — гармонизированный индекс потребительских цен. Индикатор инфляции в зоне евро, рассчитываемый как средневзвешенное индексов потребительских цен в странах—членах валютной зоны.

Источник: Данные Европейского центрального банка (<http://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?DATASET=0&sf1=4&FREQ=M&sf3=4&CURRENCY=Z65&sf4=4&node=2018795> и http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=122.ICPM.U2.N.000000.4.ANR).

Рисунок 4. Номинальный и реальный эффективный валютный курс евро (первый квартал 1999 года = 100), гармонизированный индекс потребительских цен и базовая инфляция в зоне евро (в процентах к предыдущему году), 1996—2012 годы



Источник: Электронная база данных ОЭСР (<http://stats.oecd.org/index.aspx?>) и Евростата (<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teicp000&plugin=1>).

Рисунок 5. Динамика гармонизированного индекса потребительских цен в некоторых странах зоны евро, 1996–2012 годы (процентов к предыдущему году)

Предполагается, что в 2013–2014 годах уровень инфляции в зоне евро будет составлять не более 2 процентов, а возможное превышение этого показателя будет краткосрочным. Одним из факторов усиления инфляционного давления специалисты называют увеличение денежной массы (агрегата М3) и объемов кредитования. С 2010 года рост денежной массы был связан в основном с восстановлением объема ипотечного кредитования и в меньшей степени — с увеличением кредитов (рост составил 4,4 процента и 3,1 процента в 2011 и 2012 годах соответственно), предоставляемых предприятиям. В марте 2012-го темп роста денежного агрегата М3 составил 3,2 процента. По мнению М. Драги, увеличение М3 и объема кредитов обусловило «обилие ликвидности»

в зоне евро, хотя количественно определить «излишек» очень трудно¹⁵. Одним из показателей, с помощью которого можно судить о чрезмерной ликвидности, является сравнение темпов роста М3 и номинального ВВП (в идеале эти показатели должны совпадать — см. Рис. 6). Начиная с 2002 года в зоне евро разрыв между этими показателями составляет около 4 процентных пунктов (в пользу темпов М3).

Развитие и интеграция финансового рынка, который обеспечивает достаточную ликвидность, уменьшает транзакционные издержки, снижает неопределенность, риски и стоимость хеджирования и приводит к понижению процентных ставок. Он также способствует повышению производительности и темпов экономическо-

¹⁵ Следует, в принципе, указать, что, когда объемы международного использования европейской валюты значительно превышают объем европейского ВВП и в ряде случаев поддерживаются операциями третьих стран на неевропейском рынке, ЕЦБ должен быть готов к неожиданному появлению «лишних» евро (которые были, например, вытеснены другими иностранными валютами) и иметь механизмы, во-первых, «включающие» такие евро в обеспечение функционирования экономики и, во-вторых, позволяющие при необходимости снять излишнюю ликвидность с рынка, не создавая паники и не допуская обвальных падений валютного курса и котировок бумаг.

го роста и укреплению доверия к евро. Финансовые системы стран зоны евро традиционно основывались на банках, и их финансовые рынки были менее развитыми и интегрированными, чем в США. Однако в последние два десятилетия интеграция европейских финансовых систем ускорилась, особенно с принятием в марте 2000 года Плана действий в области финансовых услуг, который предполагает устранение законодательных и рыночных барьеров при оказании трансграничных финансовых услуг. Растущая интеграция финансовых рынков в рамках ЕС проявляется в значительном увеличении рынка корпоративных и государственных облигаций, в возросшей интеграции фондовых рынков, уменьшении разрыва в уровнях процентных ставок в странах зоны евро, формировании общей рыночной инфраструктуры, расширении многообразия финансовых инструментов.

Тем не менее европейские финансовые рынки еще не полностью интегрированы. Рынки долговых ценных бумаг и розничных финансовых услуг остаются менее развитыми, чем в США¹⁶, рынок коммерческих ценных бумаг в зоне евро слабо скоординирован, правила деятельности национальных фондовых бирж недостаточно гармонизированы¹⁷.

Правовые системы, регулирующие выпуск ценных бумаг, не стандартизированы, что затрудняет обмен между ценными бумагами разных

стран. Системы клиринга и расчетов по ценным бумагам также различаются между странами. В результате различаются правила учета и другие требования к ведению операций, что обуславливает высокие издержки по международным сделкам. Различия в налоговых системах и в правилах защиты потребителей сдерживают развитие иностранных инвестиций. Кроме того, в зоне евро отсутствует единая система банковского надзора, что препятствует оптимизации деятельности международных банков.

Одной из проблем, которую предполагается решить в ближайшие годы, является недостаточная интеграция инфраструктуры рынков, в частности систем платежей и расчетов. Несколько инициатив в этом направлении реализуются. Так, в ноябре 2006 года европейские ассоциации предпринимателей (работающих на рынках облигаций и акций) подписали Европейский кодекс поведения при платежах и расчетах (*European Code of Conduct for Clearing and Settlement*), предложенный Европейской комиссией. Для развития панъевропейского рынка краткосрочных долговых ценных бумаг реализуется инициатива «Short-Term European Paper» (STEP), которая базируется на ряде стандартов, зафиксированных в конвенции STEP «Market Convention», принятой в июне 2006 года. К марту 2007-го в рамках указанной инициативы были запущены 35 программ на сумму 201 миллиард евро.

¹⁶ Расчеты за 2000—2011 годы показали, что размер рынков капитала составил 450 процентов ВВП в США против 220 процентов ВВП в зоне евро.

¹⁷ Согласно Лиссабонскому договору формирование единого фондового рынка ЕС должно быть завершено в 2015 году, а рынка финансовых услуг — в 2016 году. До конца 2014 года Евросоюз намерен принять все восемь запланированных в этой области директив. Они, в частности, будут регулировать такие вопросы, как борьба с неправомерным использованием особого рыночного и инсайдерского положения; гармонизация бухгалтерских стандартов и гарантий, запрашиваемых финансовыми учреждениями в качестве залогового обеспечения; порядок работы пенсионных фондов; отчетность корпораций для фондовых бирж; правила пруденциального надзора за деятельностью финансовых конгломератов; реформа рынка инвестиционных и посреднических услуг в страховом бизнесе; правила проведения финансовых сделок по телефону и через Интернет.

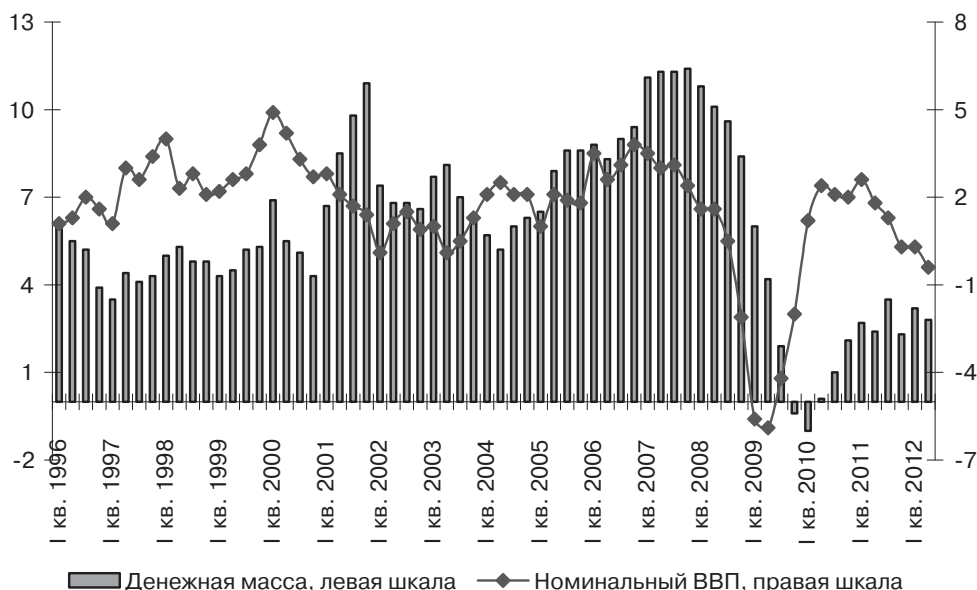
Медленнее всего процесс интеграции развивается на европейском рынке розничных банковских услуг и продуктов, хотя и здесь наметился определенный прогресс. Европейское банковское сообщество инициировало проект создания Единой европейской платежной зоны (SEPA). Кроме того, ряд показателей свидетельствует о росте трансграничной банковской деятельности, в частности рост числа слияний и поглощений между банками разных стран, повышение в финансовом портфеле банков доли активов других стран зоны евро.

Международный статус евро

Валюта является международной, если резиденты используют ее как внутри страны эмиссии, так и за ее пределами. В отношении евро это означает использование его за пределами зоны евро. Эмитирующая международную валюту страна или группа стран получает определенные поли-

тические и экономические выгоды, связанные с ростом международного престижа и глобального влияния. Экономические выгоды проявляются в более низких транзакционных издержках и процентных ставках и более высокой доходности финансовых учреждений. Эти выгоды обусловлены возрастанием экономической активности и эффективности внутренних рынков капитала; большей возможностью финансирования дефицита платежного баланса по текущим операциям собственной валютой, что устраняет необходимость наращивания резервов в иностранной валюте.

После четырнадцати лет введения евро эта валюта быстро и прочно утвердилась как вторая по значению международная валюта в мире. В настоящее время евро по своей роли намного превосходит не только европейские валюты, которые он заменил, но и фунт стерлингов и японскую иену. Это произошло несмотря на то, что ЕЦБ не пытается активно расширять применение евро за границей.



Источник: Евростат (http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=mny_agg_q&lang=en; http://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=namq_gdp_k&lang=en).

Рисунок 6. Темпы роста денежной массы (М3) и номинального ВВП (процентов к предыдущему году), 1996–2012 годы

Одним из свидетельств надежности евро является усиление его роли как мировой валюты. В июле 2012 года ЕЦБ опубликовал очередной доклад о международной роли евро, в котором представлены данные о месте евро в мировой валютной системе за период с середины 2010-го до конца 2011 года. Основные данные этого доклада приведены в Таблице 2.

В дополнение к этим данным можно привести результаты специального исследования Банка международных расчетов, проведенного в декабре

2010 года, в соответствии с которыми сделки по обмену евро на доллары составляли 28 процентов традиционных сделок на валютном рынке и 46 процентов на рынке производных валютных инструментов. Доля евро в операциях с процентными дериватами возросла с 65 процентов в 2004-м до 82 процентов в 2011 году. Частично это повышение объясняется тем, что с апреля 2004-го по апрель 2011 года номинальный курс евро по отношению к доллару и британскому фунту возрос на 20,6 и 32,7 процентов соответственно.

Таблица 2

**Основные показатели, характеризующие роль евро
как мировой валюты на конец 2011 года**

Основные показатели	Доля на конец 2011 года, процентов
Доля евро в валютных резервах	25,0
Доля евро на международном рынке долговых ценных бумаг	25,7
Доля евро на международном рынке займов и депозитов	
международные займы, предоставленные банками стран зоны евро небанковским учреждениям вне зоны евро	21,8
международные займы, предоставленные банками из стран вне зоны евро небанковским заемщикам в зоне евро	17,3
международные депозиты небанковских учреждений из стран вне зоны евро в банках зоны евро	22,4
международные депозиты небанковских учреждений зоны евро в банках стран вне зоны евро	22,8
Доля евро на международном валютном рынке:	
общий оборот на валютном рынке	19,5
ежедневная сумма взаимных расчетов в рамках CLS	20,7
Доля евро в расчетах по торговле товарами и услугами:	
расчеты по экспорту товаров из стран зоны евро в страны вне зоны евро	66,7
оплата товаров, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	50,2
расчеты по экспорту услуг из стран зоны евро в страны вне зоны евро	61,9
оплата услуг, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	61,4
Доля стран, привязывающих свою национальную валюту к евро	51

Примечание: CLS (Continuous Linked Settlement) — система непрерывных взаиморасчетов, действующая в рамках СВИФТ — межбанковской электронной системы передачи информации и осуществления взаимных платежей.

Источник: «European Central Bank. International Role of the Euro-2011». Frankfurt-am-Main, ECB, 2012. — www.ecb.int/pub/pdf/other/euro-international-role201207en.pdf.

Наибольшего прогресса евро добился в области международных финансов, а наименьшего — в области международных торговых операций. С географической точки зрения евро играет роль международной валюты в основном в странах, которые имеют региональные и политические связи с зоной евро, включая новые страны —

члены ЕС и страны зоны франка. Эти страны составляют около одной трети стран, которые привязывают курс своей национальной валюты к евро или доллару. Остальные две трети привязывают курс своей валюты к доллару. ◆

(Окончание следует)