

Евро — на пути к глобализации

Будущее использование европейской единой валюты будет определяться факторами, в основном не зависящими от разработчиков политики

*Аксель Бертух-Самуэлс
и Пармешвар Рамлоган*

КОГДА более восьми лет назад был выпущен в обращение евро, о его будущей международной роли говорили с большой надеждой и ожиданиями. Некоторые даже рассуждали о том, что в один день он сможет подменить собой доллар как наиболее важную международную валюту. Нет сомнений в том, что чисто технически введение евро увенчалось полным успехом. Евро быстро и прочно утвердился как вторая по значению в мире международная валюта. В настоящее время он по своему значению намного превосходит не только европейские валюты, которые он собой заменил, но и фунт стерлингов и японскую иену, другие основные международные валюты. И даже несмотря на то, что Европейский центральный банк (ЕБЦ) не пытается активно расширять применение евро за границей, его роль продолжает расти.

Валюта является международной, если резиденты используют ее как внутри страны эмиссии, так и за ее пределами. Местная валюта, напротив, используется только в стране эмиссии. В случае евро под международным использованием понимается использование валюты резидентами за пределами стран, входящих в зону евро. Положительным аспектом этого является то, что эмитирующая валюту страна или группа стран получает политические и экономические преимущества, располагая сильной международной валютой. В политическом отношении страна или группа стран обретает международный престиж, и ее глобальное влияние возрастает. Экономические выгоды включают более низкие транзакционные издержки и процентные ставки и более высокую прибыльность финансовых учреждений, обусловленные возросшей экономической активностью и эффективностью внутренних рынков капитала; возможность финансирования дефицита по счету текущих операций собственной валютой страны, что устраняет необходимость наращивания резервов в иностранной валюте; и эмиссионный доход благодаря выпуску страной беспроцентных требований к самой себе в обмен на товары и услуги.



Здание евро во Франкфурте, Германия.

Однако превращение валюты в международную также влечет за собой риски и ответственность. Хотя важное значение имеет проведение правильной макроэкономической политики для сохранения стабильности цен и обменного курса, страна становится более уязвимой перед колебаниями потоков капитала, которые могут порождать финансовую и макроэкономическую нестабильность и ограничивать выбор возможных мер политики. В то же время определение денежно-кредитного целевого показателя становится более трудной задачей, так как часть валюты находится за границей, что осложняет проведение денежно-кредитной политики.

Как евро используется в настоящее время

Превращение евро в международную валюту не было гладким. С функциональной точки зрения наибольшего прогресса евро добился в области международных финансовых операций, особенно как валюта, в которой выражены международные долговые ценные бумаги, и наименьшего — в области международных торговых операций. С географической точки зрения евро по-прежнему играет роль международной валюты в основном в странах, которые имеют региональные и политические связи с зоной евро, включая государства-члены Европейского союза (ЕС), которые еще не приняли евро, новые государства-члены ЕС и страны зоны франка КФА в Африке. Некоторые могут утверждать, что ограниченная географическая роль евро означает, что он до сих пор еще не вышел на уровень доллара.

Насколько же сопоставимо использование евро в качестве международной валюты с использованием доллара в этой роли? Что касается *официальной* сферы, то приблизительно одна треть стран, которые в той или иной форме привязывают курс своей валюты, использует евро в качестве ориентира. К их числу относятся в основном государства-члены ЕС, не входящие в зону евро, новые или перспективные государства-члены ЕС и франкоговорящие страны Африки. Большинство из остальных двух третей стран — в Азии, Африке, Латинской Америке



и на Ближнем Востоке — использует доллар в качестве ориентира. Это находит отражение в том, что по состоянию на конец сентября 2006 года валютные резервы, выраженные в долларах, составляли почти две трети мировых официальных валютных резервов, состав которых известен (см. рис. 1). Резервы, выраженные в евро, составляли одну четвертую всех резервов, а резервы в иенах и фунтах стерлингов — в совокупности только 7 процентов. Доля евро возросла при уменьшении доли доллара и иены. Развивающиеся страны имеют большую долю резервов в евро, чем промышленно развитые страны, что отражает преобладание резервов в евро в странах, соседствующих с зоной евро, а также в франкоговорящих странах Африки.

В частной сфере евро обогнал доллар по объему выпус-

ка выраженных в нем международных облигаций и векселей (определяемых как выпуски в иностранной валюте и выпуски в местной валюте для нерезидентов). Действительно, чистый объем выпуска в евро рос быстрее, чем в других валютах, и к концу сентября 2006 года на выпуски в евро приходилась почти половина всего мирового объема непогашенных облигаций и векселей (см. рис. 2). На конец 2005 года в Центральной Европе и странах Балтии в среднем 83 процента непогашенных международных облигаций было выражено в евро (Lane and Milesi-Ferretti, 2006), в то время как в странах Азии и Латинской Америки выпуски в евро оставались крайне небольшими.

В международной банковской сфере, по состоянию на конец июня 2006 года, 39 процентов всех ссуд и 28 процентов всех депозитов было выражено в евро, в сравнении с 41 процентом и 48 процентами, соответственно, в долларах. Вновь боль-

шинство операций приходилось на страны Европы, не входящие в зону евро; евро не широко используется в международных банковских операциях вне Европы. На валютных рынках в настоящее время евро является второй по объему операций валютой после доллара, а наиболее часто встречающейся валютной парой является евро-доллар, что указывает на то, что евро представляет собой важную ведущую валюту в валютных операциях. Из тех ограниченных данных о выставлении счетов-фактур, которые поступают от ЕЦБ, следует, что евро является самой важной валютой торговых расчетов в Европе между странами зоны евро и странами, не входящими в зону евро, но почти не используется в международных торговых операциях за пределами зоны евро (см. рис. 3). Отчасти это может быть связано с тем, что расчеты в торговле сырьевыми товарами традиционно производятся в долларах.

Безусловно, во многих странах вблизи зоны евро он также используется наряду с национальной валютой или вместо нее, что называется *евроизацией*. Эта растущая тенденция очевидна для всех функций денег: средства платежа (наличными и в кредит), средства сбережения (на банковских депозитах) и расчетной единицы (договоры о займе). Неудивительно, что многие домашние хозяйства в этом регионе находят евро привлекательным. Многие страны Восточной и Юго-Восточной Европы преследуют цель присоединения к ЕС (что влечет за собой принятие евро после выполнения ряда критериев), и займы в евро часто выдаются под более низкую процентную ставку. Однако в основном нехеджированные займы и кредиты в евро сделали эти страны более уязвимыми перед колебаниями в настроениях инвесторов, не в последнюю очередь в силу того, что резиденты подвергаются валютным рискам.

Факторы, влияющие на использование евро

Роль евро как международной валюты во многом определяется следующими четырьмя факторами.

Размер и открытость экономики. Чем крупнее и динамичнее экономика, тем потенциально больше ее влияние на глобальную экономику, что отчасти объясняется тем фактом, что размер и открытость экономики высоко коррелированы с потоками капитала и торговыми потоками. Зона евро, имея большую численность населения, чем Соединенные Штаты, и совокупную экономику, которая является относительно открытой и почти такой же крупной (или потенциально даже более крупной, если рассматривать весь ЕС), вполне может обеспечить евро важную международную роль.

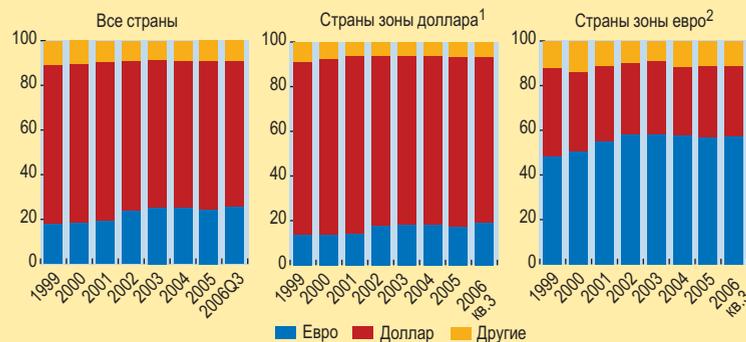
Однако темпы экономического роста стран зоны евро отстают от темпов роста остального мира, составив в среднем только 1,4 процента в 2003–2005 годах, в сравнении с 5,7 процента в остальных странах мира. Более высокие темпы роста повысили бы привлекательность стран зоны евро для инвесторов, а также доверие к их экономике и самому евро и, возможно, привели бы к увеличению притока капитала более долгосрочного характера. Важную роль также сыграет политика, ведущая к укреплению основ экономического роста, включая устойчивое качественное улучшение баланса государственного сектора и структурные реформы, направленные на повышение производительности и использования рабочей силы.

Стабильность цен и обменного курса. Чем выше стабильность цен и обменного курса в стране-эмитенте, тем ниже затраты и риски на

Рисунок 1

Второй в резервах

Хотя доля евро в инвалютных резервах возросла во всех странах мира, в основном она увеличилась в странах, имеющих связи со странами зоны евро. (Процент от общего числа выделенных резервов)



Источник: МВФ и Lim (2006).

¹Страны Азии и Западного полушария, а также другие страны, курс валюты которых в основном привязан к доллару.

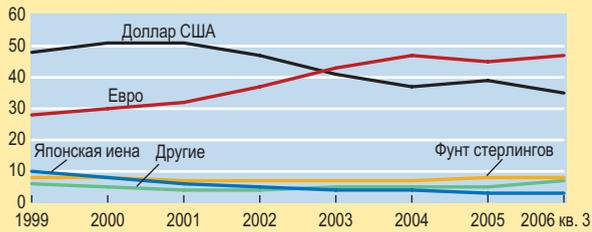
²Страны вокруг зоны евро, а также несколько стран Африки.

Рисунок 2

Вышел в лидеры по облигациям

Отмечается огромный рост использования евро как валюты, в которой осуществляется выпуск международных облигаций и векселей.

(В проц. от общего объема непогашенных международных облигаций и векселей)



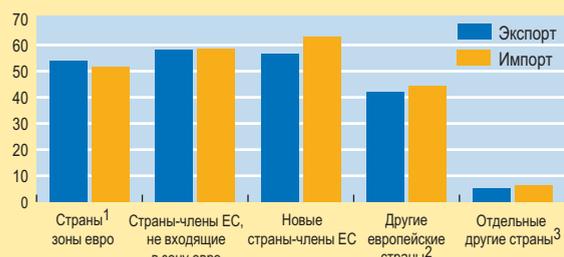
Источник: Банк международных расчетов.

Рисунок 3

Воздействие на торговлю незначительно

Объем торговых операций в евро за пределами его зоны влияния остается скромным.

(Использование евро в процентах от всей торговли)



Источники: Европейский центральный банк; расчеты персонала МВФ.

¹Отдельные страны.

²БЮР Македония и Украина.

³Австралия, Индонезия, Япония, Пакистан, Корея и Таиланд. Данные по этим странам относятся к 2003 году.

финансовых рынках и выше доверие к валюте. Маастрихтский договор наделил ЕЦБ большими полномочиями и предоставил ему операционную независимость, для того чтобы он мог поддерживать стабильность цен, и до настоящего времени ЕЦБ демонстрирует весьма высокие результаты своей деятельности. Инфляция и инфляционные ожидания в зоне евро являются низкими и стабильными, а волатильность обменного курса также была невысокой. Сам евро облегчает проведение денежно-кредитной политики и сохранение ценовой стабильности в зоне евро, стимулируя развитие денежного рынка.

Развитие и интеграция финансового рынка. Важное значение имеет наличие высоко развитых и интегрированных финансовых рынков. Такие рынки обеспечивают ликвидность, уменьшают транзакционные издержки, снижают неуверенность и риск, а, следовательно, и стоимость хеджирования, и ведут к понижению процентных ставок. Они также усиливают производительность и экономический рост и укрепляют доверие к евро. Все эти факторы влияют на то, насколько широко евро используется как глобальная валюта для сбережений, инвестиций и заимствования.

Финансовые системы стран зоны евро традиционно основывались на банках, и их финансовые рынки были менее развитыми и менее интегрированными, чем в Соединенных Штатах. Однако в последние два десятилетия европейские фи-

нансовые системы постепенно трансформируются, а с введением евро и принятием в марте 2000 года Плана действий в области финансовых услуг (ПДФУ) этот процесс ускорился. Задачей плана является создание единого рынка финансовых услуг путем ликвидации нормативных и рыночных препятствий оказанию международных финансовых услуг, что будет способствовать свободному движению капитала в рамках ЕС.

Дальнейшее развитие и интеграция европейских финансовых рынков проявляется несколькими способами. Во-первых, в Европе значительно выросли рынки корпоративных и государственных облигаций, а со времени введения евро они стали намного более ликвидными. Во-вторых, имеются свидетельства возросшей интеграции фондовых рынков в зоне евро. Усилилось солидарное движение котировок акций, выросла доля общеевропейских фондов на совокупном фондовом рынке, а участники рынка при определении цены акций уделяют больше внимания характеристикам отрасли или компании, нежели характеристикам конкретной страны. В-третьих, сократилась разница между процентными ставками в различных странах, входящих в зону евро. Трансформируются рыночные инфраструктуры, расширился диапазон финансовых инструментов и повысилась их сложность и возрос объем сделок.

Тем не менее европейские финансовые рынки еще не полностью интегрированы. Рынки долговых ценных бумаг и розничного финансирования остаются слабо концентрированными, рынок коммерческих ценных бумаг слабо развит, а национальные фондовые биржи недостаточно гармонизированы. Остается несколько препятствий большей интеграции финансового рынка. Во-первых, правовые системы, регулирующие выпуск ценных бумаг, не стандартизованы между странами, что обуславливает наличие большой разновидности ценных бумаг, которые не могут легко обмениваться друг на друга. Во-вторых, системы клиринга и расчетов по ценным бумагам различаются между странами. В результате этого различаются правила учета и другие требования к ведению операций, и издержки по международным транзакциям являются относительно высокими. В-третьих, различия в налоговой структуре, защите потребителей и коммерческом праве по-прежнему сдерживают развитие международных финансовых инвестиций. В-четвертых, раздробленная система надзора препятствует международной оптимизации работы банков и не является эффективной с точки зрения затрат. Со временем полная реализация ПДФУ должна привести к устранению этих препятствий и поспособствовать формированию значительно более эффективного и интегрированного общеевропейского финансового рынка.

Привычки и инерция. Экономия, обусловленная ростом масштаба, снижение транзакционных издержек и удобства, связанные с наличием более широкого спектра инструментов финансового рынка, служат сильным стимулом для экономических агентов продолжать пользоваться существующей доминирующей валютой. Например, фунт стерлингов продолжал оставаться главной мировой валютой в первой половине XX века, то есть еще долгое время после того, как Британия утратила принадлежавший ей в XIX веке статус ведущей военной и экономической державы. Доллар постепенно подменял собой фунт в качестве основной международной валюты и стал доминирующей валютой только после Второй мировой войны, когда стабильность фунта была сильно подорвана, а нью-йоркские финансовые рынки получили достаточное развитие, чтобы соперничать с лондонскими. С этой точки зрения пройдет еще немало времени, прежде чем евро станет действительно жизнеспособной альтернативой доллару.

Что нас может ждать в будущем

Для того чтобы евро стал действительно глобальной валютой, он должен будет расширить границы своего применения в международных операциях, выйдя за пределы непосредственно прилегающего к зоне евро региона. В долгосрочной перспективе способность евро справиться с этой задачей будет во многом зависеть от того, насколько будут преодолены структурные и другие препятствия экономическому росту и развитию финансовых рынков в Европе. Важную роль также сыграет способность Европы выступать единым фронтом на международной арене, в том числе по международным финансовым вопросам.

Обещающим признаком для евро является то, что со времени его введения чистый приток иностранного капитала в зону евро повысился, на что указывает более чем двукратное увеличение за период с 1999 по 2006 годы объема чистых активов, принадлежащих нерезидентам. Особенно быстро они увеличились в период 2002–2004 годов, когда чистый приток в зону евро рос быстрее, чем в Соединенные Штаты. Эти тенденции частично могут отражать изменения обменного курса (курс евро по отношению к доллару рос в течение всего периода 2002–2006 годов, кроме перерыва в 2005 году), но могут также указывать на то, что зона евро остается конкурентоспособной в плане привлечения инвестиций. Принятый в США в 2002 году Закон Сарбеинс-Оксли — в частности, его раздел 404, который требует сертификации внутреннего контроля, — вероятно, снизил привлекательность для иностранных компаний рынков капитала США как места котировки их акций. Доказательством этого служит увеличение числа иностранных компаний, прекративших котировку своих акций на фондовых биржах США и уменьшение числа первоначальных публичных предложений акций (ИПО) иностранными фирмами в Соединенных Штатах, а также тот факт, что лондонская биржа обогнала нью-йоркскую как предпочтительное место размещения ИПО иностранными фирмами. Размещение ИПО также возросло на биржах стран континентальной Европы, особенно на альтернативных биржах для менее крупных компаний (что также верно в случае Соединенного Королевства). Если Соединенное Королевство решит присоединиться к зоне евро и произойдет консолидация европейской фондовой биржи, это может дополнительно повысить ликвидность европейских рынков капитала в ущерб рынкам капитала США.

На будущей роли евро может сказаться еще два обстоятельства. Первое — это то, насколько скорректируются глобальные диспропорции посредством изменения обменного курса доллара и глобального распределения активов. По этому вопросу написано много исследований. Например, в последних выпусках издания МВФ «Перспективы развития мировой экономики» сопоставляются сценарии постепенной и резкой корректировки обменного курса и анализируются условия и меры политики, при которых они могут материализоваться (IMF, 2005 and 2006). Исследователи сходятся во мнении о том, что корректировка глобальных диспропорций потребует пересмотра баланса глобальных сбережений, инвестиций и потребления и существует несколько способов достижения этого. Вопрос заключается в том, насколько сильной и быстрой будет эта корректировка. Особо важное значение в этой дискуссии имеют предпочтения в отношении глобального распределения активов. Сценарий постепенной корректировки отчасти зависит от желания иностранцев продолжать приобретать активы США. Неожиданное изменение предпочтений портфельных инвесторов и их отказ от активов США могут ускорить резкое падение доллара, что изменит баланс доверия к доллару и евро и приведет к резкому расширению использования евро в качестве меж-

дународной валюты в ущерб доллару. Однако более плавная корректировка диспропорций по счетам текущих операций, которая предотвратит неожиданное и сильное падение курса доллара, вряд ли существенно скажется на международной роли евро.

Согласно данным Министерства финансов США, инвесторы из стран Азии являются, безусловно, самыми крупными иностранными держателями казначейских ценных бумаг США (57 процентов по состоянию на конец октября 2006 года), а инвесторы из европейских стран стоят на втором месте (21 процент). На долю стран-экспортеров нефти приходится относительно малая доля (менее 5 процентов). С другой стороны, инвесторы из европейских стран являются самыми крупными иностранными держателями акций США (53 процента на июнь 2005 года), и вслед за ними идут инвесторы из стран Западного полушария (26 процентов) и стран Азии (18 процентов). Таким образом, как представляется, поведение инвесторов из стран Азии и Европы будет определяющим для сохранения сильного спроса на долларовые активы. Этот спрос зеркально отражает, в числе прочего, силу экономики США, глубину и ликвидность рынков капитала США и разницу в процентных ставках. Готовность государственных и частных инвесторов в этих двух регионах продолжать держать долларовые активы в случае усиления риска существенного повышения обменного курса доллара будет иметь особое важное значение для упорядоченной глобальной корректировки и международной роли евро.

Вторым обстоятельством является дальнейший быстрый экономический рост Китая и Индии и накопление резервов в иностранной валюте странами Азии. Подъем экономики этих двух стран приведет к уменьшению относительной глобальной важности и влияния зоны евро и смещению акцента в торговых операциях и операциях с капиталом на валюты Китая и Индии. Однако нет уверенности в том, что расширение международного использования этих двух валют в обозримом будущем будет происходить такими же темпами, как рост реальной экономики. Таким образом, важным представляется вопрос о том, в каком направлении будет происходить расширение участия Китая и Индии в мировой торговле и на финансовых рынках. А поскольку страны Азии владеют существенной долей глобальных официальных резервов, будет также важна их реакция на возможное дальнейшее понижение курса доллара. ■

Аксель Бертух-Самуэлс — заместитель директора Департамента денежно-кредитных систем и рынков капитала МВФ; Пармешвар Рамлоган — помощник секретаря МВФ.

Литература:

Bertuch-Samuels, Axel, 2006, "The Role of the Euro as an International Currency," in Conference on, Experience with, and Preparations for the Euro, ed. by Franz Naushnigg and Paul Schmidt (Vienna, Austria: Oesterreichische Nationalbank).

International Monetary Fund, 2005, "How Will Global Imbalances Adjust?" World Economic Outlook, September, Chapter 1, Appendix 1.2 (Washington).

———, 2006, *Global Financial Stability Report, September (Washington).*

Lim, Ewe-Ghee, 2006, "The Euro's Challenge to the Dollar: Different Views from Economists and Evidence from COFER (Currency Composition of Foreign Exchange Reserves) and Other Data," IMF Working Paper No. 06/153 (Washington: International Monetary Fund).

U.S. Treasury, 2006, Treasury Bulletin, December (Washington).