

Стресс-тест для евро

Страны, намеревающиеся отказаться от европейской валюты, стоят перед огромными препятствиями

Барри Айхенгрин

ЕСЛИ текущий кредитный кризис является самым серьезным экономическим шоком для мировой экономики за 80 лет, то он, безусловно, представляет собой самую серьезную проблему, с которой сталкивается зона евро в свое первое десятилетие. Он олицетворяет собой тот самый тип «асимметричного шока», о котором предупреждали ранние критики евро и который выделялся в теории оптимальных валютных зон.

Хотя цены на жилье упали во всей зоне евро, в некоторых странах снижение было более резким, чем в других (см. рис. 1). Хотя кризис означает крупные убытки для банков во всей зоне евро, часто по тем же самым, связанным с жильем инвестициям, в одних странах убытки были больше, чем в других. Кризис привел к росту безработицы по всей зоне евро, но в некоторых странах в большей степени, чем в других. В результате в одних странах зоны евро дефляционное давление, фактическое или потенциальное, выше, чем в других. В некоторых странах зоны евро государственные финансы испытывают большую напряженность, о чем свидетельствуют увеличивающиеся спреды по суверенным облигациям и связанным с ними свопам кредитного дефолта (см. рис. 2).

В этих условиях можно предположить, что различные страны евро предпочли бы различные ответные меры денежно-кредитной политики. Но члены зоны евро неизбежно проводят единую для всех денежно-кредитную политику, поскольку это является неотъемлемой чертой валютного союза. Данное противоречие привело к возобновлению споров относительно целесообразности валютного союза в Европе, которые велись до 1999 года. Оно также вызвало разговоры и спекулятивные рассуждения о возможности того, что одна или несколько стран зоны евро могут сейчас отказаться от евро. В настоящей статье рассматриваются последствия такого шага, и хотя он считается рискованным, дорогостоящим и сложным, в статье делается вывод, что он не является невозможным.

Искушение

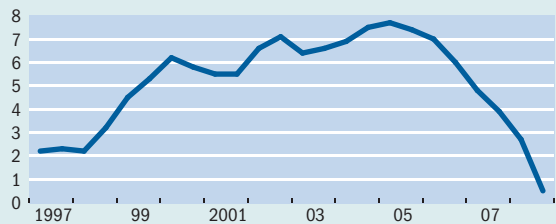
С апреля 2008 года онлайн-рынок прогнозов Intrade предлагает контракт, который предусматривает выплату, ес-

Рисунок 1

Плохое соседство

Хотя цены на жилье упали по всей зоне евро, в одних странах они снизились больше, чем в других.

(Цены на жилую недвижимость в зоне евро; годовое изменение в процентах)



Источник: расчеты Европейского центрального банка на основе национальных данных за двухлетние периоды.

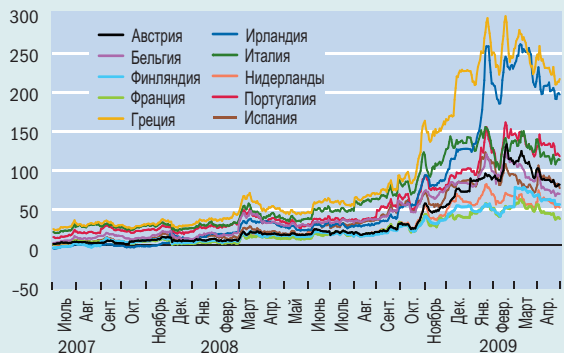
Примечание. Агрегированные цены на жилую недвижимость в зоне евро рассчитаны на основе национальных рядов данных, охватывающих более 90 процентов ВВП зоны евро за весь период.

Рисунок 2

Точки давления

Увеличение спредов по суверенным облигациям некоторых стран зоны евро отражает растущую напряженность их государственных финансов.

(Суверенные спреды в базисных пунктах)



Источники: Datastream; расчеты персонала МВФ.

Примечание. Спреды рассчитываются по 10-летним облигациям в сравнении с обязательствами Германии.

ли любая страна зоны евро объявит о намерении отказаться от этой валюты 31 декабря 2010 года или ранее. По состоянию на середину апреля, цены на этот контракт предполагали 20-процентную вероятность (следует признать, в условиях неглубокого рынка) такого события (см. рис. 3).

Нет сомнений в том, что такое искушение присутствует. Руководители в странах, где сейчас внутренний спрос на самом низком уровне, могут вообразить, что если бы у них оставалась национальная валюта, то они могли бы пойти на ее ослабление или даже активно снижать курс, чтобы содействовать экспорту. Те, кто испытывает самые серьезные опасения относительно неудачных аукционов государственных облигаций, могут вообразить, что если бы у них оставался автономный центральный банк, то они могли бы заручиться его поддержкой как покупателя суверенных облигаций последней инстанции.

Но на каждый из этих аргументов в пользу изучения вопроса о возвращении к национальной валюте есть контраргумент. Хотя выигрыш в конкурентоспособности от ослабления валюты будет временным, многие из издержек, как экономических, так и политических, будут постоянными. Среди прочих факторов, ослабление валюты усилило бы напряженность в Европейском союзе. Партнеры страны-инициатора в ЕС посчитали бы, и не без основания, что эта страна экспортирует не только товары, но и свои проблемы. Если нужны доказательства такой опасности, то нужно лишь посмотреть на реакцию других стран ЕС на падение курса фунта стерлингов к евро. В общем плане, текущий спад, как и все другие, усилил требования к правительствам относительно поддержки испытывающих трудности отечественных производителей за счет льготных займов и других субсидий. Таким образом, он угрожает знаковому экономическому достижению Европы, а именно созданию подлинно единого рынка, где производители в разных странах ЕС конкурируют на равной основе. Увеличение числа жалоб на манипулирование валютным курсом и снижение курса в целях получения конкурентных преимуществ поставит это достижение под угрозу.

Договорные обязательства

Кроме того, страна, которая в одностороннем порядке откажется от евро для «присвоения» конкурентных преимуществ, подорвет свой статус полноправного члена ЕС. Ее не будут привечать за столом переговоров, где обсуждается политика ЕС. Лиссабонский договор (который, надо признать, еще не ратифицирован) содержит положение, согласно которому

страны, предположительно, могут выйти из ЕС. Но положение о выходе из зоны евро отсутствует. Из этого следует, что для выхода из зоны евро стране придется также покинуть ЕС, отказавшись тем самым от всего круга договорных обязательств перед его государствами-членами. В принципе, ничто этому не мешает, но с учетом большого значения, придаваемого европейцами своему союзу, государство-член ЕС не будет относиться к этому легкомысленно.

Не очевидно также, что возвращение к национальной валюте действительно облегчит правительству страны зоны евро управление своими финансами. В работе Hallerberg and Wolff (2006) показано, что спреды по суверенным облигациям (процентные ставки по 10-летним государственным облигациям по сравнению с соответствующими ставками Германии) растут при увеличении дефицитов бюджета и отношения государственного долга к ВВП быстрее в тех европейских странах, которые не являются членами зоны евро. В работе Eichengreen (2007) демонстрируется такая же большая чувствительность за пределами зоны евро к кредитным рейтингам суверенных заемщиков. Очевидно, что как инвесторы, так и рейтинговые агентства, которые предоставляют информацию для решений инвесторов, испытывают большую уверенность в силу того факта, что проведение налогово-бюджетной политики в зоне евро контролируется благодаря взаимному надзору и санкциям Пакта о стабильности и росте, а также того обстоятельства, что Европейский центральный банк (ЕЦБ), в отличие от типичного центрального банка, действует по правилу, которое исключает экстренную помощь и запрещает покупку облигаций непосредственно у правительств.

«Основные случаи, когда участники выходили из существовавших валютных союзов, касались стран, которые были относительно закрыты для торговли и финансовых потоков».

Таким образом, даже если долги и дефициты увеличиваются в краткосрочной перспективе, у инвесторов есть основания полагать, что власти не позволят укорениться этой тенденции. Поэтому спреды с меньшей вероятностью будут значительно увеличиваться. Даже если возврат к национальной валюте и обособление национального центрального банка от Европейской системы национальных банков и ЕЦБ могут облегчить правительству страны, переживающей кризис, финансирование ее дефицита в краткосрочном плане, это обернется издержками в виде более дорогостоящего финансирования на рынке.

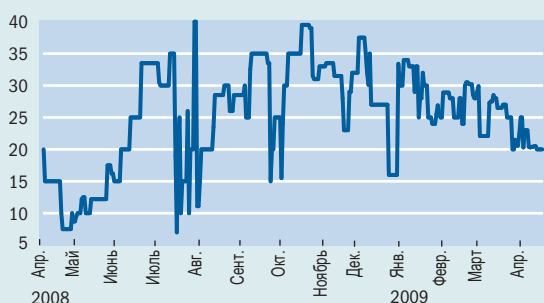
Далеко не очевидно, что первое соображение (большая краткосрочная гибкость) возобладает над вторым (более высокие долгосрочные издержки) в расчетах директивных органов. В некоторых последних комментариях отмечалось, что если страна зоны евро с большой задолженностью будет вынуждена в результате кризиса пойти на дефолт по своему долгу, то она должна в то же время выйти из зоны евро, с тем чтобы правительство могло использовать эмиссионное финансирование. Но если цель правительства заключается

Рисунок 3

Перемены

Согласно онлайн-рынку прогнозов, существует 20-процентная вероятность того, что страна зоны евро откажется от общей валюты к концу 2010 года.

(Цены контрактов, в пунктах)



Источник: www.intrade.com

не только в финансировании своих ближайших расходов, но и в нормализации своих финансовых отношений и восстановлении кредитоспособности, то этот вывод не последует. Отказ от евро лишь усугубит проблему.

Даже если, несмотря на все эти доводы, искушение выйти из зоны евро остается, технические барьеры для выхода будут практически непреодолимыми. Парламенту или конгрессу было бы несложно принять закон, предписывающий, что отныне государство и другие работодатели отныне должны платить работникам и пенсионерам в новой национальной валюте. Но в условиях, когда зарплаты и другие доходы выражены в этой национальной валюте, будет необходимо перевести в национальную валюту ипотеки и долги резидентов по кредитным картам. В противном случае снижение курса валюты отрицательно сказалось бы на балансах населения, привело бы к финансовым трудностям и банкротствам.

Но при реденоминации ипотек и других банковских активов банковские депозиты и другие компоненты банковских балансов также должны будут переведены в национальную валюту, чтобы избежать дестабилизации финансового сектора. При реденоминации государственных доходов в национальную валюту не только зарплаты и пенсии государственного сектора, но и другие обязательства государства, в частности его долг, должны подвергнуться реденоминации, с тем чтобы не нанести ущерб финансовому положению государства в результате балансовых эффектов.

Акт дефолта

Технически, ничто не мешает национальному законодательному органу принять закон, требующий от внутренних банков, фирм, населения и органов государственного управления провести реденоминацию своих контрактов таким образом. Отечественные инвесторы подчиняются внутреннему законодательству, которое соответствующие внутренние органы могут изменить, но требования иностранных инвесторов представляют собой отдельную проблему. Положения о «непрерывности действия контракта» означают, что иностранцы смогут по-прежнему настаивать на уплате в евро и что они, возможно, обратятся в суд для обеспечения выполнения своих требований. Односторонняя реденоминация государственного долга технически была бы актом дефолта, поэтому выход из зоны евро не станет способом избежать дефолта. Если правительство пойдет на реденоминацию требований иностранцев, то его доступ на международные финансовые рынки может быть ограничен на неопределенный срок. Если оно этого не сделает, то ослабление национальной валюты к евро серьезно ухудшит баланс государственного сектора, поскольку вырастет стоимость внешнего долга в национальной валюте.

В любом случае в демократическом обществе это решение потребует обсуждения. Пройдут парламентские дебаты. Между тем, участники рынка будут осведомлены о рассмотрении вопроса о возврате к национальной валюте, с тем чтобы национальная денежная единица могла быть девальвирована по отношению к евро. Они будут очень заинтересованы в принятии ответных мер. Ожидая, что внутренние депозиты будут переведены в национальную валюту, которая затем может ослабнуть по отношению к евро, они переведут свои депозиты в другие банки зоны евро.

За этим, несомненно, последует массовое изъятие вкладов из банков в масштабах всей системы. Инвесторы, ожидающие, что их требования к правительству будут реденоминированы в национальную валюту, переведут средства в обязательства других правительств, что вызовет кризис

рынка облигаций. Если фактором, спровоцировавшим кризис, будут парламентские дебаты об отказе от евро, то ЕЦБ вряд ли окажет помощь в качестве кредитора последней инстанции. А если состояние финансов правительства уже было непрочным, оно не сможет занять средства для экстренной помощи банкам и выкупа своего долга. Как мною было отмечено в других работах, такой кризис был бы самым ужасным из всех финансовых кризисов. И какое разумное правительство, заинтересованное в собственном выживании, стало бы по своей воле играть с такой опасностью? Какое ответственное правительство стало бы даже рассматривать такую возможность?

«Страна, которая в одностороннем порядке откажется от евро “для присвоения” конкурентных преимуществ, подорвет свой статус полноправного члена ЕС».

Показательно, что основные случаи, когда участники выходили из существовавших валютных союзов, касались стран, которые были относительно закрыты для торговли и финансовых потоков, при этом их банковские и финансовые системы были недостаточно развиты или очень жестко регулировались, поэтому, когда проходили обсуждения и велась подготовка, возможности для бегства капитала были весьма ограниченными. Наглядными примерами являются прекращение валютного союза Чехии и Словакии и распад рублевой зоны. Тот факт, что в этих странах финансовое богатство практически отсутствовало, сохранялся валютный контроль, а экономика была еще на раннем этапе процесса открытия для внешнего мира, сделал возможным проведение обсуждений без провоцирования краха.

В общем плане, исследование в работе Nitsch (2004), касающееся большой выборки, предполагает, что вероятность выхода из валютных союзов является наименьшей для стран с более открытой экономикой. (Нитш рассматривает открытость для торговли, а не для финансовых потоков, но эти два аспекта открытости взаимосвязаны. В частности, завышение или занижение сумм счетов-фактур является очевидным каналом для скрытых потоков капитала.) Несомненно, исключительная открытость членом ЕС для торговли и финансовых операций любых видов означает, что они, безусловно, относятся к категории стран с открытой экономикой.

Тогда представляется невозможным, чтобы государство-член оставило зону евро. Если экономические события прошлого года нас чему-нибудь научили, так это тому, что многие экономические события, которые мы когда-то считали невозможными, таковыми не являются. Но если выход из зоны евро не является невозможным, то можно с уверенностью сказать, что он является все менее вероятным. ■

Барри Айхенгрин — профессор экономических и политических наук в Калифорнийском университете в Беркли (на гранте Джорджа и Хелен Парди).