

# Звездный час евро?

Чарльз Выплож

**Евро оказался безопасным прибежищем для стран, которым посчастливилось в свое время вступить в этот клуб для избранных**

**Д**ВА года назад, когда мы готовились отметить 10-летний юбилей евро, всеобщей темой было обсуждение того, что новая валюта пока не столкнулась с серьезными проблемами. Как же мало мы знали тогда! Финансовый, а теперь и экономический, кризис подверг зону евро большому числу разнообразных испытаний. Многие в Европе полагают, что введение единой валюты было оправданным и что в настоящее время евро занимает полностью доминирующее положение. Я согласен с первым утверждением, но очень сомневаюсь в последнем.

Основной причиной создания единой валюты всегда было стремление избежать спекулятивных атак на обменные курсы, поскольку широкие валютные колебания представляли угрозу для единого рынка товаров и услуг Европейского союза. Вот почему решение о введении евро было принято в условиях либерализации движения капитала (Baldwin and Wyplosz, 2009).

Главный урок кризиса состоит в том, что эта цель была достигнута. Шведская крона и фунт стерлингов значительно обесценились. Большинство валют в Центральной и Восточной Европе демонстрируют сильную изменчивость. Некоторые из этих стран обратились за поддержкой к МВФ, и их беды далеко не закончились. Между тем, некоторые европейские страны с развитой экономикой, включая Австрию, Грецию и Ирландию, переживают крайне трудные времена в связи с тяжелым положением банков, шаткостью государственных финансов или в связи с обеими этими проблемами. Но об одном им не приходится беспокоиться — о своих валютах, ввиду их отсутствия. Евро работает, и это огромное достижение.

## Безопасное прибежище?

И все же евро не уберет некоторые страны-члены от спекулятивного давления, которое выразилось в значительных спредах по государственным облигациям. В ходе предыдущих кризисов значительные спреды, как правило, создавали побочное давление на обменные курсы, что часто приводило к снижению курса или девальвации. Обычно спреды объ-

яснялись исходя из принципа паритета процентных ставок: спреды сигнализируют об ожидаемом снижении курса (хотя, как хорошо известно, эмпирический успех принципа паритета процентных ставок является в лучшем случае сомнительным).

Возникновение спредов в рамках зоны евро отражает убеждение рынков в том, что страна может отказаться от евро, или что правительство может объявить частичный или полный дефолт по своим долговым обязательствам, или же что может произойти и то и другое. В средствах массовой информации обсуждалась возможность того, что некоторые страны могут покинуть зону евро, но большинство обозревателей отвергли эту возможность на том основании, что издержки, которые понесет такая страна, далеко превысят полученные ею выгоды, особенно в разгар кризиса. Поэтому, скорее всего, спреды в основном отражают риски дефолта, которые не обязательно могут быть обоснованными. Дело в том, что это совершенно нормальное явление в рамках валютной зоны. В действительности, очень низкие спреды, наблюдавшиеся до кризиса, иногда характеризовались как странность, а некоторые даже предполагали, что рынки были недостаточно чувствительны к значительным объемам государственного долга. Сегодня же рынки, по-видимому, слишком чувствительны.

## Евро-пессимизм превращается в оптимизм

Страны-члены Европейского союза, не входящие в зону евро, в настоящее время осознали, какое значение имеет единая валюта. В Дании, которой в 1992 году была предоставлена возможность неучастия в определенных сферах политики ЕС, защита, обеспеченная евро в ходе кризиса, оказала свое воздействие: население Дании, которое дважды голосовало против принятия евро, в настоящее время может отказаться от своего столь длительного сопротивления вступлению в валютный союз.

Непродолжительные дебаты разразились и в Великобритании, но в результате они только сплотили широкую оппозицию евро. Примерно



то же самое происходило и в Швеции, население которой тоже проголосовало против принятия евро.

Другие страны, присоединившиеся к Европейскому союзу в 2004 году, по самым разным причинам, как убедительным, так и не очень, еще не выполнили критерии вступления. Из-за того, что их не принимали в клуб, многие из этих стран перестали стремиться к вступлению в него, но теперь кризис заставляет их пересмотреть свое отношение. Однако перед ними по-прежнему стоят те же самые жесткие условия вхождения в зону евро, известные как Маастрихтские критерии.

Маастрихтские критерии были разработаны почти два десятилетия назад в совсем иной обстановке. После длительного периода нестабильности цен инфляцию только что удалось снизить — в некоторых странах совсем незначительно. Считалось, что Европейскому центральному банку (ЕЦБ) необходимо быстро завоевать себе репутацию борца с инфляцией. Это означало, что для допуска в зону евро стране придется продемонстрировать твердую приверженность цели стабильности цен, отсюда и жесткие критерии вступления.

Но теперь, когда ЕЦБ добился высокой репутации на рынках, подобная осторожность является излишней — если она вообще когда-либо была необходима. Управляющие центральных банков от новых государств-членов будут входить в совет управляющих центрального банка, в котором существуют четко установленные процедуры. Учитывая пренебрежимо низкие риски, связанные с допуском стран, которые на основании устаревших критериев считаются «еще не готовыми» к принятию евро, и значительные искажения единого рынка Европейского союза, вызванные серьезным обесценением валют, происходящим сейчас в результате кризиса, хотелось бы надеяться, что Маастрихтские критерии в конечном итоге могут быть отменены. Вместе с тем, вероятно, неудивительно, что нынешние члены зоны евро настаивают на том, что правила, какими бы они ни были, следу-

ет выполнять. ЕЦБ тоже твердо отстаивает эти правила, хотя и понимая необходимость открытия своих линий ряду входящих под давлением центральных банков Центральной и Восточной Европы.

### **Единый орган регулирования для единого рынка**

Еще один важный урок кризиса, возможно, не принимается во внимание. С самого начала было ясно, что функционирование валютной зоны, в которой существует столько же регулирующих и надзорных органов, сколько стран-членов, было опасным (Begg et al., 1998). В течение длительного времени банки в основном вели операции на национальном уровне, что уменьшало необходимость в централизации информации и в подготовке к предоставлению международных кредитов последней инстанции.

Однако логика наличия единой валюты заключается в том, что банковская система будет все больше приобретать всеевропейский характер, причем банки будут осуществлять трансграничные операции и находиться в собственности акционеров из нескольких стран. Разумеется, именно так и произошло, во многом благодаря усилиям Европейской комиссии. К сожалению, в результате финансового кризиса два таких транснациональных банка — Fortis и Dexia — обанкротились. Это привело к непродуманным мерам вмешательства в чрезвычайной ситуации, что имело самые непредсказуемые последствия.

Следует надеяться, что кризис поможет преодолеть сопротивление отдельных стран централизованному регулированию и надзору. Чтобы стимулировать этот процесс, комитет под руководством Жака де Ларозьера недавно предложил создать Европейский совет по системным рискам и Европейскую систему финансового надзора, которые будут стоять выше национальных регулирующих и надзорных органов. Однако первые отклики показывают, что даже такая ограниченная, но



имеющая потенциал дальнейшего развития модернизация не найдет поддержки у правительств отдельных стран.

### Реагирование на кризис

Как в зоне евро до сих пор осуществлялось руководство макроэкономической политикой? ЕЦБ оперативно и действенно реагировал на вызванные финансовым кризисом сбои в функционировании межбанковского рынка, обеспечивая влияние на рынки немислимых ранее объемов ликвидности. Вскоре сложилась дихотомия, в соответствии с которой две основные функции ЕЦБ были разграничены. Для обеспечения упорядоченных условий на финансовых рынках ликвидность будет предоставляться в необходимых объемах. В то же время предоставление ликвидности не будет вступать в противоречие с установлением процентных ставок, которое будет по-прежнему определяться, как утверждалось, целями денежно-кредитной политики.

Две промежуточные цели, преследуемые ЕЦБ, временно были разделены: установление ставки интервенций и ликвидация разрыва между ставками межбанковского рынка и интервенций. В дихотомии была своя логика, но лишь до определенной степени. Несомненно, основным каналом передачи воздействия денежно-кредитной политики является рыночная ставка, поэтому ее значение, по крайней мере, так же велико, как значение ставки интервенций для денежно-кредитной политики. Доверие к сложившейся дихотомии, возможно, помогает объяснить, почему ЕЦБ потребовалось 14 месяцев, чтобы приступить к снижению ставки интервенций, что впервые было сделано в октябре 2008 года, притом что в последний раз она была повышена только в конце июля 2008 года.

Фактически ЕЦБ был сильнее обеспокоен инфляцией, которая неуклонно росла с 2006 года, чем экономическим ростом или безработицей. Как и большинство других составителей прогнозов, ЕЦБ не предполагал, что финансовый кризис в конечном итоге спровоцирует экономический спад. Учитывая тот факт, что воздействие денежно-кредитной политики проявляется со значительными запаздываниями, ЕЦБ должен был приступить к снижению процентной ставки интервенций гораздо раньше. Конечно, сейчас в этом нет никаких сомнений, но тогда это не было очевидно. И все же, по сравнению с другими ведущими центральными банками, ЕЦБ опоздал со смягчением денежно-кредитной политики. Такая оценка может показаться несправедливой, но в известной мере она объясняет, почему некоторые страны ЕС несклонны отказываться от независимой денежно-кредитной политики.

Налогово-бюджетная политика, которая остается прерогативой отдельных стран, также отличается сдержанной реакцией. Многие правительства полагали, что автоматических стабилизаторов — которые в континентальной Европе являются гораздо более значительными, чем в большинстве других стран, — будет достаточно, чтобы нейтрализовать макроэкономические последствия финансового кризиса. За немногими исключениями, дискреционный бюджетный стимул до сих пор был весьма слабым.

Сдержанное ответное изменение налогово-бюджетной политики отчасти можно отнести на счет Пакта о стабильности и росте, который устанавливает верхний предел бюджетного дефицита. По мере углубления рецессии Пакт был без лишнего шума выведен из числа используемых инструментов, поскольку он предусматривает определенную гибкость в «исключительных обстоятельствах». Однако Пакт вполне может обеспечить полезный «якорь», позволяющий ограничить отступление, которое может оказаться трудно исправить после окончания рецессии. Но пока, притом что в настоящее время процентные ставки находятся на нижней нулевой грани-

це, в зоне евро не предпринимается активных попыток противостоять дальнейшему сокращению деловой активности. Возобновление экономического роста должно будет опираться на частные расходы или экспорт. Европа не станет той движущей силой, которая заменит собой США.

Таким образом, именно тогда, когда евро демонстрирует свою пользу и готов привлечь новых участников, директивные органы проявляют значительную — некоторые бы сказали чрезмерную — осмотрительность в выборе мер макроэкономической политики и в рассмотрении потенциальных новых членов. Движет ли ими боязнь «раскачать лодку»? Сложности в координации очень разных экономических обстоятельств? Или отсутствие общей основы для анализа?

### Справедливость восторжествовала

В то же время в Европе появилось ощущение правоты. Так, в сентябре 2008 года Пеер Стайнбрюк, министр финансов Германии, высказал предположение о том, что «США утратят свой статус сверхдержавы в мировой финансовой системе. Америка будет не единственной силой, определяющей, по каким стандартам и какими финансовыми продуктами будут торговать во всем мире. Доллар останется очень надежной и важной валютой, как евро, как юань и иена, поэтому, я думаю, это может стать отправной точкой для определенных изменений».

Многие в Европе расценили предложение Китая о том, что сегодня время гегемонии доллара должно подойти к концу, как мощный сигнал все в том же направлении. Осознавая, что доминирующие валюты утрачивают свой статус только после серьезной встряски, они рассматривают текущий финансовый кризис как катализатор подобных изменений. В конце концов, говорят они, кризис зародился в Соединенных Штатах и обнажил изъяны англо-саксонского похода к финансам. При этом отмечается, что банковская система США находится на грани значительного сокращения, а это создаст пространство для более осмотрительной европейской модели.

Время покажет, однако я опасаясь, что европейцев ожидает большое разочарование. Осмотрительность — хорошо, но она имеет свою цену, которую со всей очевидностью отражает компромисс между риском и доходностью. Если говорить о финансовом регулировании, то вопрос не в том, больше его или меньше, а в его качестве с точки зрения установления норм и их выполнения. История — и текущие дебаты — не свидетельствует о том, что Европа обладает сравнительным преимуществом в каком-либо из этих отношений. Возможно, доллар потерял часть своего блеска, но медлительность зоны евро в вопросах преодоления кризиса и, в более долгосрочной перспективе, ее более низкие трендовые темпы роста не делают Европу восходящей экономической и финансовой силой.

Наблюдается усиление экономического влияния Азии, однако финансовые рынки этого региона еще не скоро станут реальной альтернативой Нью-Йорку и Лондону. Не следует забывать и о демографическом спаде в Азии. Любое изменение баланса сил в международных финансовых организациях также неизбежно положит конец традиционному доминирующей роли Европы.

Вполне вероятно, что результатом кризиса станет более эффективно регулируемая англо-саксонская финансовая система, играющая более доминирующую, чем когда-либо, роль, которая будет и впредь определять конфигурацию формирующихся рынков в Азии и других регионах мира, тогда как Европа останется символом осмотрительности, с валютой, которая не способна привлечь — и вовлечь — значительное число новообращенных на континенте. ■

*Чарльз Выллош — профессор Института международных исследований в Женеве.*