



# Устранение недостатков в ЭВС

**Для выживания в долгосрочной перспективе зоны евро требуется коренное изменение процесса разработки экономической политики**

*Флоранс Жомотт*

**В** первое десятилетие своего существования евро выполняло свои обещания. Создание Экономического и валютного союза (ЭВС) привело к тесной экономической и финансовой интеграции между его членами и послужило стимулом для преодоления отставания беднейшими странами на географической периферии Европы, чему способствовал большой приток капитала из более богатых стран Северной Европы. Видимый успех ЭВС заставил многих забыть о некоторых первоначальных сомнениях. Был ли этот валютный союз действительно оптимальным? Будут ли страны обладать достаточной свободой действий, чтобы преодолевать шоки без использования инструментов обменного курса или независимой денежно-кредитной политики? Действительно ли в валютном союзе не имеют значения дисбалансы по счетам текущих операций?

Эти вопросы теперь вновь, и еще более остро, стоят на повестке дня. Дисбалансы, несомненно, имеют значение. Многие страны не справляются с большим объемом государственного и частного долга и обвалом на рынках жилья. Частный капитал бежит из стран периферии

быстрее, чем он туда поступал. Напряженность распространилась на остальные страны зоны евро, заставляя директивные органы прилагать максимальные усилия, чтобы справиться с более общим кризисом, затрагивающим почти само существование зоны евро.

В связи с этим возникает два вопроса. Почему ситуация настолько ухудшилась? Что можно сделать, чтобы не допустить повторения этих проблем?

## **Бремя успеха**

ЭВС оказался почти слишком успешным. В период перед созданием валютного союза страны провели реформы, чтобы достичь показателей государственных финансов и инфляции, требующихся для вступления в это сообщество. Эти улучшения в политике и устранение валютного риска привели к снижению стоимости заимствования для стран, принявших евро, способствуя устойчивости государственных финансов всех стран. Перспективы динамичного роста на периферии зоны евро привлекли обильные потоки капитала в период макроэкономической стабильности и высоких темпов роста в ряде стран зоны евро.

Флаги ЕС у здания Комиссии ЕС в Брюсселе, Бельгия.

Вместе с тем, низкие процентные ставки привели к чрезмерному заимствованию и разрастанию «пузырей» в некоторых периферийных странах, которые стали жить не по средствам, накапливая долговые обязательства, в основном перед другими странами зоны евро. Это не вызвало бы проблем, если бы они использовали заемные ресурсы для наращивания производственного потенциала, в том числе в экспортном секторе. Однако значительная часть этих денег пошла на инвестиции в недвижимость, в другие сектора невнешнеторговых товаров и на потребление домашних хозяйств и государственного сектора. Вызванный этим рост внутреннего спроса привел к повышению заработной платы и цен, снизив конкурентоспособность экономики относительно остального мира. Интеграция Китая и других стран с формирующимся рынком в глобальные производственные цепи также вызвала сокращение доли внешнего рынка для многих стран на периферии зоны евро.

### Увеличение дисбалансов

Политика и институты стран, финансовые рынки и отсутствие надлежащей координации политики между странами зоны евро — все эти факторы способствовали увеличению дисбалансов.

Во-первых, директивные органы ориентировались на краткосрочные цели. Некоторые правительства резко увеличили расходы (например, Греция и в меньшей степени Португалия), усугубив повышение внутреннего спроса, вызванное потоком кредита. В других случаях правительства не смогли обуздать быстро растущий частный спрос, например, путем формирования достаточного бюджетного профицита и создания сбережений «на черный день». Как часто бывает, временное увеличение объема производства, вызванное разбухшим сектором недвижимости и бумом налоговых доходов, было ошибочно принято за постоянное улучшение состояния бюджета и использовалось для финансирования снижения налогов и повышения расходов, которые оказались экономически неприемлемыми с началом мирового экономического кризиса.

Во-вторых, структура рынков товаров и труда нередко способствовала чрезмерному повышению заработной платы и цен. Ограниченная конкуренция в сфере услуг, особенно в странах на периферии, позволяла компаниям устанавливать высокие наценки и значительно повышать заработную плату, поскольку эти издержки покрывались за счет потребителей в результате повышения цен. При этом переговоры о заработной плате между социальными партнерами на отраслевом или региональном уровне часто не учитывали в достаточной мере последствия требований повышения зарплаты для общего уровня занятости и конкурентоспособности. Широко распространенная индексация зарплат к инфляции также способствовала сохранению высокой инфляции в некоторых странах.

В-третьих, финансовые рынки не обеспечивали поддержание рыночной дисциплины. Несмотря на все более неустойчивую динамику экономического роста и увеличивающийся внешний долг стран периферии, до середины 2007 года финансовые рынки, а также органы регулирования и надзора не проявляли серьезной обеспокоенности. Это можно отчасти объяснить снижением степени неприятия риска в мировом масштабе в этот период (крупномасштабные финансовые кризисы воспринимались как нечто крайне маловероятное), что порождало более рискованное поведение инвесторов. Кроме того, с созданием ЭВС сложилось мнение, что дисбалансы счета текущих операций не имеют значения и что Пакт о стабильности и росте (ПСР) (механизм Европейского союза для сдерживания бюджетных дефицитов и государственного долга) позволит предотвратить кризисы.

В-четвертых, возникновение дисбалансов было следствием отсутствия надлежащей координации политики на уровне зоны евро. ПСР применялся непоследовательно и открыто нарушался даже некоторыми из крупнейших стран. Неспособность

зоны евро контролировать применение ПСР и добиваться его соблюдения была одной из причин кризиса суверенной задолженности Греции.

Недостаточный прогресс в развитии фискального федерализма также, возможно, является одним из факторов в возникновении дисбалансов — валютный союз не обладал достаточными рычагами для сглаживания региональных экономических потрясений. Европейский фонд финансовой стабильности (ЕФФС) и недавнее предложение о создании органа фискального регулирования зоны евро в некоторой степени способствуют разделению риска и совершенствованию управления, но они уже не успели предотвратить текущий кризис.

Наконец, политика в области регулирования и надзора за финансовым сектором была недостаточно скоординированной, что затрудняло выявление чрезмерных кредитных рисков или заимствования. Более строгое банковское регулирование в масштабе всей зоны евро могло бы помочь предотвратить возникновение финансовых пузырей в странах периферии.

### Устранение недостатков валютного союза

Споры о том, что требуется для создания эффективно функционирующего валютного союза, не новы. Теория оптимальной валютной зоны выделяет гибкость цен и заработной платы, мобильность рабочей силы и бюджетные трансферты как рычаги корректировки при отсутствии национального регулирования обменных курсов и процентных ставок. Гибкость цен и заработной платы позволяет стране адаптироваться к неблагоприятным экономическим шокам и восстанавливать конкурентоспособность, снижая заработную плату и цены относительно других стран. Мобильность рабочей силы дает людям возможность переезжать в регионы с более высокими темпами роста, а продуманные бюджетные трансферты из более экономически сильных в более слабые страны или регионы могут помочь сгладить процесс корректировки.

Но если первоначально в центре дискуссии был вопрос о том, как отдельные страны будут адаптироваться к негативным шокам, то годы, предшествовавшие мировому экономическому кризису, привлекли внимание к другой проблеме: как предотвратить «пузыри» внутреннего спроса в валютном союзе. Такие пузыри имеют нежелательные долговременные последствия: им сопутствует повышение заработной платы и цен, которые впоследствии трудно снизить в условиях валютного союза, и пузыри, финансируемые за счет долга, подвергают страну риску рефинансирования в случае ослабления доверия.

Это указывает на еще одну проблему, присущую валютному союзу, — как предотвратить спекулятивные атаки на отдельные страны в отсутствие буфера обменного курса или национального кредитора последней инстанции.

### Четыре неперемных условия

Каковы предпосылки для хорошо работающего валютного союза в Европе с учетом этих старых и новых проблем?

1. **Укрепление бюджетной дисциплины.** Реформы должны укрепить бюджетную дисциплину на национальном уровне и способствовать более активному антициклическому использованию налогово-бюджетной политики. Программа реформ экономического управления, утвержденная Европейским союзом осенью 2011 года («шестерка» реформ), ориентирована на эти цели: она ограничивает рост расходов, позволяет вводить в действие процедуры чрезмерного дефицита для стран с уровнем долга выше 60-процентного лимита, установленного Маастрихтским договором, и усиливает меры воздействия посредством более оперативного и полуавтоматического применения санкций. Однако эти новые меры существенно не меняют стимулы для проведения ответственной налогово-бюджетной политики. Чтобы добиться неукоснительного соблюдения дисциплины, следует рассмотреть следующие меры:

• Включение структурных правил сбалансированного бюджета в конституционный закон на уровне страны, как было недавно сделано в Германии.

• Дальнейшее укрепление фискального надзора на основе ПСР, в том числе путем введения процедур в отношении чрезмерного дефицита на основе обратного квалифицированного большинства (это правило принятия решений означает, что заключение Европейской комиссии имеет преимущественную силу, если Совет министров не примет иного решения квалифицированным большинством). Еще более действенной мерой было бы наделение органа фискального регулирования зоны евро, созданного совместно Советом и Комиссией, правом вето в отношении национальных бюджетов, нарушающих лимиты ПСР.

• Внедрение автоматической системы бюджетных трансфертов на уровне ЕС с целью компенсации временных шоков для отдельных стран. В отсутствие возможности регулировать процентные ставки, меры национальной политики в отношении расходов и налогов являются основными инструментами для регулирования активности во внутренней экономике и сдерживания чрезмерного спроса. Система в масштабе ЕС помогла бы странам больше сберечь в благополучные времена, поскольку часть временного прироста государственных доходов перечислялась бы в центральный бюджет вместо финансирования роста первичных расходов, которые в дальнейшем трудно сократить. У стран также было бы больше возможностей для повышения бюджетных расходов в периоды спада без дальнейшего увеличения своего долга, поскольку они могли бы использовать трансферты.

2. **Более эффективные антикризисные инструменты.** Зона евро нуждается в общей защитной системе для защиты отдельных стран от самореализующихся спекулятивных атак без угрозы ослабления стимулов для поддержания бюджетной дисциплины.

В рамках недавно созданного ЕФФС (который позднее будет преобразован в Европейский механизм стабильности) государство-член может получить помощь посредством гарантий или кредитов от других стран. Но пока для ЕФФС выделены лишь ограниченные ресурсы, что ставит под сомнение действенность этого нового резервного фонда.

В краткосрочной перспективе в той степени, в которой зона евро переживает кризис доверия, Европейский центральный банк (ЕЦБ) может играть более значительную роль в поддержании единообразных денежно-кредитных условий во всех странах валютного союза. Но у этого подхода есть свои недостатки. Интервенции ЕЦБ могут ослабить представления о необходимости корректировки и поставить под угрозу независимость ЕЦБ и доверие к нему. В более долгосрочной перспективе общие облигации зоны евро (с совместными обязательствами и достаточными гарантиями того, что правительства стран будут проводить надлежащую налогово-бюджетную политику) являются привлекательным вариантом и заслуживающей доверия формой фискальной интеграции.

3. **Повышение конкурентоспособности.** Цены и заработная плата должны устанавливаться с учетом цели сохранения или восстановления конкурентоспособности. Пока еще недостаточно сделано для проведения коренных реформ рынков труда и товаров в зоне евро с учетом этой цели.

Новая «процедура в отношении чрезмерных дисбалансов», принятая осенью 2011 года, призвана отслеживать уровни конкурентоспособности и задолженности и обеспечивать незамедлительное принятие странами надлежащих мер для преодоления возникающих дисбалансов, но сейчас отсутствуют условия для ее эффективной работы. Обязательства по укреплению конкурентоспособности, принятые руководителями стран в рамках пакта «Евро плюс», не оправдывают ожиданий. При этом следует также более активно использовать инструменты кризисного управления, чтобы поставить финансовую поддержку в зависимость от проведения структурных реформ; это становится все более распространенной практикой для стран,

получающих финансовую поддержку через совместные программы стабилизации ЕС и МВФ.

Не все институты рынков труда и товаров в равной степени способствуют проведению корректировки. Когда институты рынка труда воспринимают поддержание конкурентоспособности — и тем самым занятости — как общую ответственность, это обычно приводит к повышению занятости и темпов роста.

Полная децентрализация до уровня компаний или национальная координация ставок заработной платы, по-видимому, дает лучшие результаты, особенно когда заработная плата не индексируется по инфляции. Были бы также полезны равная защита занятости для всех работников и устранение барьеров для найма и увольнения наряду с активной политикой на рынке труда и достаточными пособиями по безработице, чтобы помочь работникам пройти переподготовку и получить новую работу. Реформу рынка труда следует дополнять более активной конкуренцией, особенно в секторах невнешнеторговых товаров, недоступных для внешней конкуренции.

4. **Меры финансовой защиты в масштабе зоны евро.** Трансграничные потоки капитала в зоне евро резко возросли после создания ЭВС и с устранением валютного риска, хотя текущий кризис вызвал некоторое их сокращение. Организации должны приспособиться к новой реальности тесно взаимосвязанной финансовой системы и необходимости разорвать цикл негативной обратной связи между слабыми государственными финансами и слабыми банками. Действенный надзор на уровне зоны евро должен выявлять чрезмерные риски или чрезмерный рост банковской системы. Банки более не могут рассматриваться как чисто национальные учреждения: требуется подход к кризисному управлению и санации на уровне зоны евро, с общим фондом для поддержки проблемных финансовых учреждений.

Наибольший прогресс в проведении реформ, по-видимому, имеет место в финансовой сфере, благодаря новым европейским надзорным органам, ответственным за координацию микропруденциального надзора, и созданию Европейского совета по вопросам системного риска, отвечающего за макропруденциальный надзор на европейском уровне. Однако программа работы и ее реализация должны быть более масштабными; необходимо ускорить формирование единого свода правил, европейского органа санации и программ гарантирования депозитов и санации.

Наконец, следует устранить препятствия для инвестиций в инструменты участия в капитале. Такие потоки смягчают воздействие кризиса, поскольку частные инвесторы принимают на себя часть убытков, облегчая время корректировки для дебиторов. Единые финансовые нормативные положения и снижение национального экономического протекционизма будут способствовать трансграничным потокам инвестиций в капитал.

В заключение следует отметить, что для решения текущих проблем и предотвращения новых дисбалансов, помимо недавно принятых мер, требуется коренное преобразование разработки политики как на уровне зоны евро, так и на уровне отдельных стран, когда в полной мере учитываются ограничения валютного союза. Только тогда ее 17 государств-членов смогут уверенно пользоваться всеми выгодами общей европейской валюты. ■

*Флоранс Жомотт — старший экономист в Европейском департаменте МВФ.*

---

*Настоящая статья подготовлена на основе готовящегося к выпуску дискуссионного документа персонала МВФ «Дисбалансы в зоне евро: как предотвратить их повторение» (подготовили Флоранс Жомотт, Фабиан Борнхорст, Жером Ваше, Себастиан Вебер, Йоханнес Виганд, Анна Иванова, Юко Киношита, Ханан Морси, Эстер Перес, Ирина Тайтелл и Тьерри Трессел).*