

Обзор МВФ

Десятая годовщина евро

Евро отмечает историческую дату на фоне ожидаемого замедления экономического роста в странах валютного союза

Мартин Чихак и Вим Фонтейн
Европейский департамент МВФ
5 августа 2008 года

- Валютный союз успешно работает, но формирование экономического союза еще не завершено
- Зона евро испытывает снижение темпов роста и тревожно высокую инфляцию
- Требуется решительные действия на политическом уровне, чтобы укрепить механизмы обеспечения финансовой стабильности

Хотя зона евро имеет благополучные экономические показатели, в настоящее время она переживает сочетание тревожно высокой инфляции и снижения экономической активности.

Десять лет назад главы государств Европейского Союза (ЕС) дали зеленый свет третьему этапу формирования Экономического и валютного союза (ЭВС), утвердив введение евро в 11 странах-членах ЕС с 1 января 1999 года. Впоследствии эту валюту приняли еще четыре страны-члена ЕС, а Словакия готовится сделать этот шаг в начале 2009 года.

Явный успех

Проводя годовой обзор экономической политики зоны евро, [Исполнительный совет](#) МВФ приветствовал эту годовщину, отметив, что валютный союз добился несомненного успеха и что благодаря основам политики ЭВС зона евро стала зоной стабильности в международной экономике.

Вместе с тем, исполнительные директора МВФ подчеркнули, что формирование экономического союза еще не завершено: рост производительности в зоне евро вызывает разочарование, и между 15 странами, в настоящее время использующими евро, существуют значительные экономические диспропорции.

Череда шоков

Эти структурные проблемы усугубляются рядом происходящих изменений. После серии шоков, в том числе на товарных и финансовых рынках, экономика зоны евро испытывает напряженность. Цены на нефть недавно достигли рекордно высоких

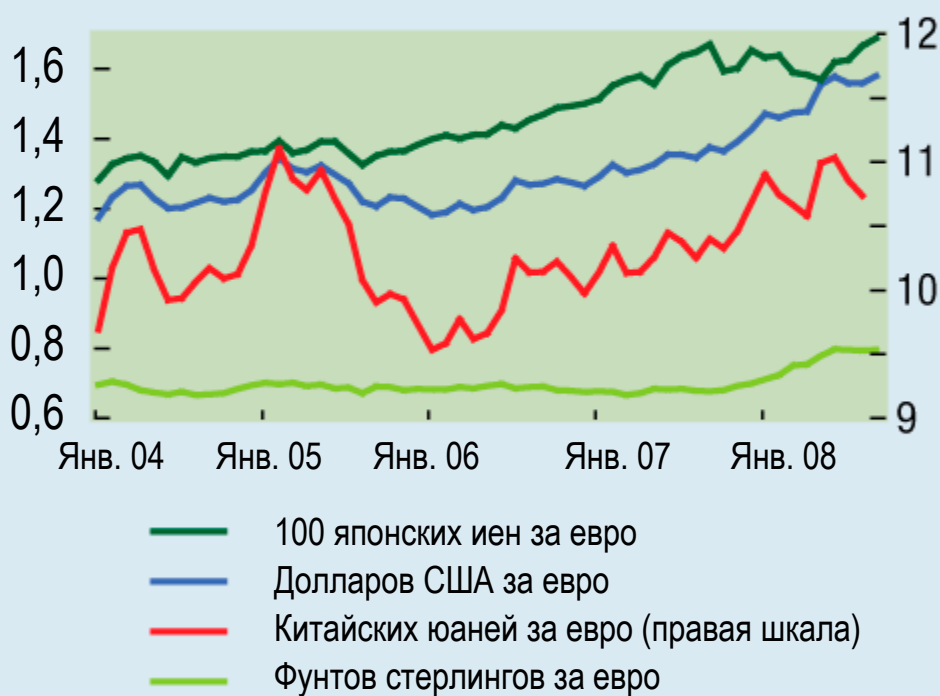
уровней, курсы акций финансовых компаний существенно снизились, стоимость заимствования и маржи по свопам кредитного дефолта возросли, а спреды по срочным инструментам на денежных рынках остаются на повышенном уровне.

Большинство этих шоков носят глобальный характер, но особая проблема для зоны евро состоит в том, что на евро приходится непропорционально большая часть бремени снижения курса доллара (см. рис. 1). По оценке персонала МВФ, реальный эффективный обменный курс евро теперь как минимум на десять процентов выше обоснованного уровня с учетом среднесрочных экономических детерминант.

Рисунок 1

Хорошего понемножку?

Курс евро повысился относительно основных мировых валют.



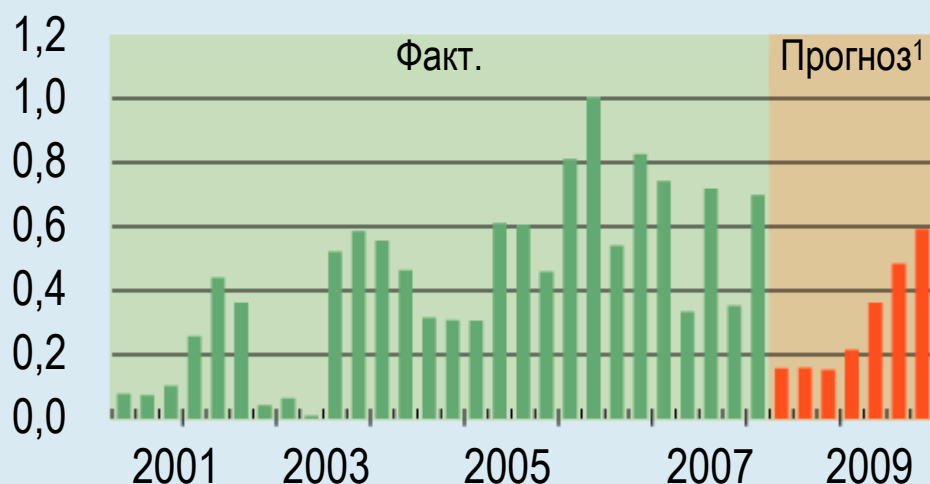
Источник: Haver Analytics.

Хотя первоначально экономика зоны евро успешно справлялась с потрясениями, сейчас она переживает ситуацию, характеризующуюся сочетанием тревожно высокой инфляции и снижения экономической активности. Инфляция вышла на рекордный для

ЭВС уровень 4,1 процента (хотя инфляция без учета цен на энергоносители и продовольствие остается ниже двух процентов), а экономический рост быстро сбавляет обороты. Персонал МВФ ожидает, что темпы роста будут оставаться низкими в течение следующих нескольких кварталов и затем вновь повысятся до уровня, близкого к тренду, в течение 2009 года (см. рис. 2).

Рисунок 2 Трудный период

В зоне евро ожидается медленный рост в течение нескольких кварталов.
(Прирост ВВП относительно предыдущего квартала, в процентах)



Источники: Eurostat и расчеты персонала МВФ.

¹Предварительный прогноз «Перспектив развития мировой экономики» МВФ.

Трудный выбор в политике

В этих условиях, в денежно-кредитной политике необходимо соотносить риск общего и долговременного повышения инфляции вследствие происходящего ценового шока с перспективой того, что замедление роста постепенно начнет оказывать понижающее давление на цены и заработную плату.

Многое зависит от того, как будут изменяться стоимость рабочей силы и инфляционные ожидания. Наблюдаемые в последнее десятилетие более умеренные темпы роста заработной платы неизменно вызывают приятное удивление, свидетельствуя о том, что проведенные реформы рынка труда улучшили соотношение между инфляцией и занятостью, что обнадеживает, как и отсутствие признаков того, что инфляционные ожидания выходят из-под контроля. Тем не менее, сохраняются риски вторичных эффектов.

Продолжающиеся финансовые потрясения усложняют задачи политики: финансовые условия значительно ужесточились с лета прошлого года, и финансовая ситуация остается напряженной. В этом контексте, ужесточение денежно-кредитной политики само по себе сопряжено с рисками. После повышения 3 июля своей основной ставки интервенции до 4,25 процента, [Европейский центральный банк](#) (ЕЦБ) объявил, что будет продолжать очень тщательно отслеживать все изменения ситуации и принимать необходимые меры для обеспечения стабильности цен — единственной «стрелки компаса» его политики. Персонал МВФ считает, что лучше воздержаться от изменения ставок интервенции.

Решение проблем, связанных с ужесточением кредита

ЕЦБ играет одну из ведущих ролей в ограничении последствий глобальных финансовых потрясений, используя систему управления ликвидностью, на практике доказавшей свою гибкость и устойчивость. В перспективе, ключевая задача состоит в восстановлении емкости межбанковских рынков и их упорядоченного функционирования. В этой связи, ЕЦБ с полным основанием постоянно анализирует свои операционные механизмы, в частности в отношении принимаемого им залогового обеспечения.

Однако операции ЕЦБ по поддержанию ликвидности не в состоянии решить основные проблемы, вызывающие эти потрясения, и перспективы финансовой стабильности остаются весьма неопределенными. Хотя банковская система зоны евро в целом надежна, ее условия работы и показатели рентабельности ухудшились.

Если у этих потрясений и есть позитивная сторона, она, возможно, состоит в том, что они придали дополнительный импульс дискуссии о формировании основы ЕС для обеспечения финансовой стабильности. Приверженность ЕС созданию единого рынка финансовых услуг требует укрепления совместной ответственности и подотчетности за поддержание финансовой стабильности. За последнее время достигнуты существенные результаты в решении этих задач, включая принятие общих принципов урегулирования кризисов на трансграничной основе и соответствующего меморандума о договоренности для претворения этих принципов в жизнь.

Вместе с тем, необходимо будет привести основы обеспечения финансовой стабильности в отдельных странах в соответствие с этими принципами. Для этого потребуются действенное политическое руководство — аналогичное тому, что обеспечило введение евро десять лет назад.

Дисциплинированный подход

Финансовый и другой стресс не должен отвлекать внимание от проведения обоснованной налогово-бюджетной и структурной политики, которая остается важнейшим условием обеспечения высоких экономических показателей в зоне евро в долгосрочной перспективе.

В интересах зоны евро и ее стран-членов придерживаться системы налогово-бюджетной политики на основе правил, как предусматривает [Пакт о стабильности и росте](#) (ПСР). ПСР помог укрепить налогово-бюджетную дисциплину, но очень важно добиться дальнейшего снижения уровней государственного дефицита и долга для покрытия затрат, связанных со старением населения, которые, как ожидается, будут быстро расти после 2010 года.

Кроме того, проведенные и осуществляемые в настоящее время структурные реформы приносят свои плоды, прежде в повышении коэффициента использования рабочей силы. Чтобы воспользоваться этими достижениями и создать процветающий экономический союз, необходимо проводить скоординированную структурную политику в отношении все еще защищенных рынков услуг и укрепления способности стран адаптироваться к шокам.

Подводя итог, можно сказать, что за первые 10 лет существования зоны евро ее страны-члены добились больших успехов. Они также обладают хорошим потенциалом для предотвращения рисков, связанных с дальнейшими последствиями ужесточения кредита, при условии выбора правильных мер политики.

Настоящая статья подготовлена на основе доклада персонала МВФ по зоне евро и связанных с ним документов (<http://www.imf.org/external/np/sec/pn/2008/pn0898.htm>).

Отзывы на данную статью следует направлять по адресу: imfsurvey@imf.org

Перевод статьи из журнала «Обзор МВФ», размещенного по адресу: www.imf.org/imfsurvey.