

УДК 330.101.540

**И. А. Ломачинская, С. В. Сагайдак**

Одесский национальный университет имени И. И. Мечникова

**СОВРЕМЕННАЯ ДИНАМИКА ЕВРО И ЕЁ ВЛИЯНИЕ НА ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ СТРАН—УЧАСТНИЦ ЕС**

В статье рассматривается влияние введения евро и его динамики на экономическое развитие стран еврозоны. Также выявляются факторы, определяющие роль евро как мировой валюты, перспективы и проблемы ее усиления в современных условиях. Основой проведения анализа явилось построение регрессионной модели интеграционного эффекта для стран—участниц ЕС.

**Ключевые слова:** евро, европейская валютная интеграция, экономическое развитие стран еврозоны, интеграционный эффект введения евро, денежно-кредитная и фискальная политика ЕС.

Введение евро и отказ стран—членов Еврозоны от самостоятельной денежно-кредитной и валютной политики, передача их в ведение ЕЦБ, а также установление нового баланса между национальным и наднациональным уровнем регулирования в рамках ЕС оказало существенное и неоднозначное влияние на экономическое развитие стран зоны евро. На современном этапе особый интерес к данным процессам, прежде всего, обуславливается укреплением евро в результате кризисных явлений в мировой финансовой системе. В связи с этим высказываются опасения по поводу негативного влияния сильного евро на торговые балансы стран ЭВС. Однако, как показывает статистика, не все страны еврозоны одинаково реагируют на укрепление курса единой валюты. К примеру, в 2007 г. дефицит торгового баланса Франции вырос до 39,171 млрд евро [1] — самого высокого значения за всю историю, в то время как торговый баланс Германии не изменил своего положительного значения. При этом важно отметить, что актуальность данного вопроса для Украины объясняется не только необходимостью изучения закономерностей развития современного мирового хозяйства, а и выявлением перспектив сотрудничества, особенно с ЕС, который в современных условиях рассматривается стратегическим внешнеэкономическим партнером для нашей страны.

Актуальность и значимость исследования данных процессов в системе мировых экономических отношений обуславливают интерес со стороны ученых-экономистов к различным аспектам функционирования ЭВС. Так, особо следует отметить вклад таких отечественных учёных, как А. Гайдуцкий, В. Козюк, О. Рогач, А. Филипенко и др., зарубежных — Е. Балацкий, О. Буторин, В. Гутник, В. Копытин, Я. Офманис, М. Портной, Д. Уолтон и др. Кроме того, отметим, что оценка динамики и перспектив функционирования евро, его современной роли является объектом анализа многих современных периодических специализированных изданий. Это можно объяснить необходимостью поиска оптимальных стратегий минимизации рисков внешнеэкономической деятельности, устойчивости национальных финансовых и экономических систем в условиях мирового финансового кризиса. Анализ работ показывает, что большинство существующих

щих исследований рассматривают различные аспекты перспектив развития евро как мировой валюты, ее конкуренции с долларом США. В тоже время недостаточное внимание уделяется анализу влияния динамики евро на развитие национальных экономик стран еврозоны и поиску оптимальной экономической политики в соответствии с реалиями развития мировой финансовой системы, что можно объяснить относительно недлительным периодом обращения евро в мировой финансовой системе.

Целью данной статьи является исследование влияния участия в европейском валютном союзе на экономическое развитие его стран-участниц, а также выявление причин, влияющих на неоднородность реакции экономической конъюнктуры, платежных балансов различных стран на колебание курса евро в условиях развития современной мировой валютно-финансовой системы.

1 января 2008 г. в состав зоны евро вошли Кипр (южная часть) и Мальта. В результате, на сегодня евро официально заменил национальные валюты 15 стран – Австрии, Бельгии, Германии, Ирландии, Испании, Италии, Люксембурга, Нидерландов, Португалии, Финляндии, Франции с 1999 г., Греции с 2001 г., Словении с 2007 г., Кипра и Мальты. Ввиду того, что последние три страны лишь недавно ввели евро и трудно проводить сравнительный анализ влияния евроинтеграции на их экономику, следует подробнее остановиться на 12 других странах. Разрешение вступить в еврозону 1 января 2009 г. получила Словакия.

Для оценки влияния современной динамики курса евро на внешнеторговые связи стран-участниц еврозоны проведем регрессионный анализ интеграционного эффекта для каждой из 12 стран (см. табл. 1).

Таблица 1  
Интеграционный эффект введения единой валюты для стран-участниц ЭВС

Страна	Влияние экспорта на формирование ВВП	
	до 1999 г.	после 1999 г.
Группа 1		
Греция*	$GDP=0,115G+0,285Exp+0,614C$	$GDP=0,460G+0,609Exp$
Австрия	$GDP=0,164Exp+0,386I+0,473G$	$GDP=0,872Exp+0,145I$
Португалия	$GDP=0,619I+0,403G$	$GDP=0,554G+0,579I+0,988Exp$
Нидерланды	$GDP=0,134G+0,312Exp+0,562C$	$GDP=0,052I+0,352C+0,617Exp$
Люксембург	$GDP=0,672C+1,361Exp-1,051Imp$	$GDP=0,558C+1,445Exp-1,001Imp$
Бельгия	$GDP=0,177I+0,387Exp+0,479G$	$GDP=0,193G+0,287I+0,812Exp$
Германия	$GDP=0,088Exp+0,948G$ $CAB=2,222Exp+0,417serv.cred.-0,694$ $serv.deb.+0,338inc.cred.-0,691inc.deb.-$ $0,246cur.transf.deb.-2,038Imp$	$GDP=0,258C+0,141I+0,722Exp$ $CAB=5,749Exp-0,655serv.deb.+$ $0,620inc.cred.-0,419inc.deb.-$ $4,403Imp$
Франция	$GDP=0,149I+0,585Exp-$ $0,465Imp+0,773C$ $CAB=1,154Exp-1,054serv.deb.+$ $0,986inc.cred.$	$GDP=0,415I+0,756Exp-$ $0,930Imp+0,777C$ $CAB=3,549Exp+0,663serv.cred.-$ $0,901serv.deb.+1,842inc.cred.-$ $1,683inc.deb.+0,172cur.transf.cred.-$ $0,433cur.transf.deb.-4,096Imp$

Окончание таблицы 1

Страна	Влияние экспорта на формирование ВВП	
	до 1999 г.	после 1999 г.
Группа 2		
Италия	$GDP=0,095I+0,375C+0,653Exp$	$GDP=0,503Exp+0,630G$
Испания	$GDP=0,215I+0,838Exp$	$GDP=0,169Exp-0,490Imp+1,322C$
Ирландия	$GDP=0,159G+0,430I+1,790Exp-1,369Imp$	$GDP=0,274I+0,529C+1,034Exp-0,83Imp$
Финляндия	$GDP=0,069G+0,695I+0,840Exp$	$GDP=0,431G+0,578Exp$

\* до 2001 г. и после 2001 г. GDP — объем ВВП страны, G — государственные расходы, C — частное потребление, I — инвестиции, Exp — экспорт, Imp — импорт.

Результаты анализа позволили разделить страны на две группы: в первую вошли страны, для которых характерно увеличение открытости экономики (т. е. вклада экспорта в создание ВВП), во вторую — страны, для которых характерно снижение влияния экспорта. При этом для двух крупнейших экономик не только еврозоны, но и в целом ЕС — Германии и Франции — степень положительного эффекта различна, в частности, для Германии он существенно выше. Это также подтверждается, если провести анализ изменения влияния экспорта на текущий счёт обеих стран: у Германии коэффициент при экспорте возрос с 2,222 до 5,749, в то время как у Франции — с 1,154 до 3,549 (см. табл. 1). У Франции значительно возросло влияние импорта. Можно предположить, что это объясняется более низкой конкурентоспособностью французских товаров и обуславливает наличие у страны отрицательного сальдо по текущим операциям в размере 1,2—1,8% ВВП [2]. Примечательно, что у Италии, Испании, Ирландии, вошедших в результате регрессионного анализа во вторую группу, сальдо текущих операций в 2006—2008 гг. также отрицательное.

Очевидно, что введение единой валюты в целом оказало позитивное влияние на внешнеэкономические связи стран еврозоны. Что же касается негативного влияния курса евро на экспорт из стран ЕВС, то оно, безусловно, имеет место, но не следует преувеличивать его значение — динамика экспорта в существенной степени зависит в целом от состояния мировой экономики, в частности, от динамики мировой торговли и соответственно спроса на товары, их конкурентоспособности. Ярким подтверждением этому служит состояние торгового баланса Германии, которое не только не сокращает его, но и увеличивает, несмотря на укрепление евро. Так, в январе 2008 г. положительное сальдо торгового баланса составило 16 млрд евро, положительное сальдо текущего счета в размере 13 млрд евро [3]. В целом в 2007 г. положительное торговое сальдо составило 198,78 млрд евро, что на 24,97% больше, чем в предыдущем году, притом что прирост сальдо в 2006 г. составил всего 0,5% [4].

В прошлом Бундесбанк не помогал курсовой политикой своим экспортерам. Не стремится проводить подобные мероприятия и ЕЦБ, прежде всего, чтобы не спровоцировать инфляцию, занижая курс евро. Действительно, базовая процентная ставка еврозоны остается на достаточно высоком уровне — 4,25%. Можно также утверждать, что на данный момент удорожание евро является результатом поведения доллара, соответственно, состоянием американской экономики (ожиданием инфляционных тенденций, повышения учетной ставки)

и политики ФРС, направленной на стимулирование экономического развития путем снижения учетной ставки (до 2% в апреле текущего года) [5]. Соответственно наблюдались колебания курса доллар-евро. Данная политика ЕЦБ является также реакцией властей Евросоюза на недостаточную гибкость или даже отсутствие некоторых внутренних условий, компенсирующих утрату каждой из стран—участниц еврозоны инструмента самостоятельной валютной политики, результатом чего стало использование режима плавающего курса евро, который позволяет автоматически включать внешний амортизатор выравнивания внутренних диспропорций. Однако проблема в данном случае заключается в определении допустимого предела девальвации или ревальвации евро, за которым его сглаживающее воздействие на структурные диспропорции может смениться дестабилизирующим.

Согласно теории оптимальных валютных зон, разработанной американским экономистом Р. Манделлом еще в начале 60-х гг. прошлого века, введение единой денежно-кредитной и валютной политики, в том числе путем фиксации курсов валют по отношению друг к другу, возможно в том случае, если экономические циклы этих стран имеют весьма высокую степень корреляции между собой [6, с. 89]. Необходимо отметить, что до сих пор внутри еврозоны наблюдается разнородность между динамикой бюджетных дефицитов и ВВП. Так, В. Козюк, исследовавший фискальную политику внутри Европейского валютного союза, выявил, что, хотя в целом фискальная политика еврозоны имеет антициклический характер (чем выше темпы экономического роста, тем больше они сказываются на тенденции к сбалансированности бюджета, тогда как их замедление провоцирует рост бюджетных дефицитов), для отдельных стран возможно отклонение от этой закономерности (среди них – Италия, Испания, Бельгия, где данные показатели не коррелируют, а также Австрия и Финляндия, где бюджетные дефициты действуют проциклически). При этом страны еврозоны значительно более равномерно реагируют на экономический спад путем изменения бюджетного сальдо, чем на экономический рост. Имеется в виду, что не наблюдается однородности в минимизации дефицитов на фазах роста, тогда как вероятность появления дефицитности бюджетов на этапах спада более вероятна. Кроме того, как отмечает экономист, вариативность бюджетных дефицитов значительно превышает вариативность динамики ВВП [7, с. 63–66].

Таким образом, можно сделать вывод, что для стран еврозоны продолжает оставаться актуальным вопрос выполнения странами требований Пакта стабильности и роста, принятого в соответствии с Маастрихтским договором в качестве основы макроэкономической (прежде всего финансовой) конвергенции для осуществления валютного союза. Он является важнейшим элементом системы правил, предназначенной для координации экономической и финансовой политики в ЕС и, прежде всего, в Еврозоне. Выполнение его требований особенно необходимо для того, чтобы не допустить перекладывания издержек неограниченных заимствований какого-либо государства на сообщество в целом. Однако, несмотря на то, что регулирующие меры и санкции весьма жесткие (например, Германия в 2003 г., если бы решение о санкциях было принято, должна была бы выплатить в качестве штрафа около 6 млрд евро) [8, с. 6], они не действуют автоматически, что сразу снижает их эффективность. Принимаемые решения являются политическими по характеру, правила «гибко» интерпретируются, а в Совете ЭКОФИН преобладают «нарушители» и сочувствующие им. Единственная запущенная против Португалии процедура санкций так и не привела к взиманию денежного штрафа. Вместе

с тем, выполнение Пакта стабильности и роста привело к тому, что к 2000 г. страны ЭВС достигли высокой степени сбалансированности бюджетов. Если в 1996 г. бюджетные дефициты в среднем по странам, которые затем вошли в ЭВС, превышали 4%, то в 2000 г. они оказались меньше 2% [8, с. 6]. Финляндии, Ирландии даже удалось достичь профицита. Однако у ряда стран неоднократно возникали проблемы превышения критического 3%-го значения бюджетного дефицита. Так, Франция выступала нарушителем в 2002–2004 гг. (максимальное значение бюджетного дефицита было достигнуто в 2004 г. и составило — 4,2% ВВП), Германия — в 2002–2005 гг. (максимум в 2003 г. — 3,995% ВВП), Греция — в 2000, 2003–2006 гг. (максимум — в 2004 г. — 7,8% ВВП), Португалия — в 2001, 2004–2007 гг. (максимум — 5,99% ВВП в 2005 г.) [2].

Хотя процесс финансовой консолидации сопровождался снижением процентных ставок и низкой инфляцией, ряд стран активно выступал за реформирование Пакта стабильности и роста, что и произошло в марте 2005 г. Если до реформы в центре внимания Пакта находился только краткосрочный показатель — текущее состояние госбюджета, то после неё будет учитываться ситуация в долгосрочном периоде, то есть объём и динамика накопленного госдолга. Кроме того, значительно расширился перечень исключительных обстоятельств, которые могут служить оправданием для нарушения 3%-го потолка. Единственной новой мерой дисциплинарного характера стал вводимый график сокращения дефицита. Дальнейшее исполнение требований Пакта стабильности и роста и усиление структурной взаимозависимости европейских экономик должно сблизить реакцию стран на ассиметричные шоки и приблизить их к полноценной оптимальной валютной зоне.

Вариант приведения национального бюджета в соответствие с требованиями Пакта можно рассмотреть на примере Германии. Стране удалось в 2006 г. выполнить требования Европейской комиссии и существенно снизить отрицательное сальдо государственного бюджета. В 2006 г. доходы немецкого федерального бюджета составили 1,277 трлн долл. США, расходы — 1,344 трлн, таким образом, бюджетный дефицит составил 1,7% ВВП [1]. Значимым фактором обеспечения бездефицитного бюджета является планомерное сокращение нетто-заимствований федерального правительства для финансирования отрицательного разрыва и увеличение массы налоговых поступлений в результате налоговой реформы и стимулирующих мероприятий в экономике. В ходе разработки финансового плана Минфином ФРГ было уделено особое внимание решению задачи улучшения качества государственных расходов. В результате была проведена реструктуризация отдельных статей расходной части и корректировка приоритетов федерального правительства. Это привело к тому, что в 2006 г. сократилось до уровня 45,6% соотношение государственных расходов и ВВП. Достигнутый показатель — самый низкий с момента воссоединения страны. Причиной снижения госрасходов можно считать умеренную бюджетную политику правительств всех уровней. Важно также то, что в то время, как в большинстве государств ЕС темпы роста госрасходов обгоняли темпы роста ВВП, в Германии наблюдалась обратная тенденция. В период 2001–2006 гг. государственные расходы ежегодно увеличивались на 1%. Средний прирост ВВП за этот же период составил 1,8%. Сокращение государственных расходов и высокие темпы экономического роста позволили ведущим исследовательским институтам Германии прогнозировать появление в 2007 г. профицита бюджета в размере 0,1% от ВВП. Прогноз на 2008 г. — профицит в размере 0,3% ВВП [1].

Что касается перспектив развития европейской валютной интеграции, то для их анализа экономического будущего стран Еврозоны необходимо, прежде всего, рассмотреть те факторы, которые окажут влияние на состояние экономики стран Европейского валютного союза в средне- и долгосрочной перспективе, общий инвестиционный и финансовый климат, конкурентоспособность европейских товаров на мировых рынках, а также внутренние экономико-социальные аспекты – безработицу, уровень инфляции и др. Такими факторами выступают усиление процессов экономической консолидации, перспективы евро в качестве международной валюты, экономический потенциал создаваемого союза, а также процесс развития финансовых рынков. Рассмотрим их подробно.

Появление евро существенно усиливает процессы экономической консолидации в Европе. Во-первых, в последние годы произошло заметное сближение основных макроэкономических показателей стран ЕС: достигнуты реальные успехи в обеспечении стабильности цен, снижении долгосрочных процентных ставок, стабилизации обменных курсов национальных валют не входящих в Еврозону стран. Во-вторых, резко возрастает глубина интеграции внутри самой Еврозоны – с созданием валютного союза в Европе возникло твердое ядро, члены которого связаны отношениями сильной экономической и политической сплоченности. В-третьих, валютный союз является центром возросшего притяжения для остальных частей Европы и, прежде всего, для стран Центральной и Восточной Европы.

Международный статус валюты во многом определяется экономическим, демографическим и финансовым потенциалом страны или зоны, выпускающей её. В этом плане параметры, которыми обладает Европейский союз, воздействуют на позиции евро как позитивным, так и негативным образом. Анализ функционирования евро позволил выявить, что переход на единую валюту обеспечил европейским странам следующие преимущества: ликвидацию рисков обменных курсов национальных валют и экономию на издержках осуществления валютно-обменных операций; стабилизацию цен, уменьшение темпов инфляции и инфляционных ожиданий: за последние пять лет уровень инфляции в зоне евро не превышал 2% в год, что является главной целью деятельности ЕЦБ; ускорение процессов финансовой интеграции в рамках ЕС; укрепление доверия к монетарной политике стран зоны евро, уменьшение волатильности валютных курсов и увеличение объема трансграничных финансовых сделок; возрастание роли Европы в международной валютной системе. При этом евро не только унаследовал ведущие позиции национальных валют, на смену которым он пришел, например, немецкой марки в восточноевропейских странах и французского франка в Африке, но и занял более высокое место, чем все заменённые им национальные валюты, став второй мировой валютой после доллара.

В июне 2007 г. ЕЦБ опубликовал шестой доклад о международных позициях евро (см. табл. 2). В дополнение можно привести результаты специального исследования Банка международных расчетов, проведенного в апреле 2007 г.: сделки по обмену евро на доллары составили 40% традиционных сделок на валютном рынке и 46% на рынке производных валютных инструментов. Доля евро в операциях с процентными дериватами возросла с 65% в 2004 г. до 82% в 2007 г. (частично это повышение объясняется ростом курса евро с апреля 2004 г. по апрель 2007 г. на 12,8%) [9]. Гораздо меньше используется евро в расчетах по международной торговле, за исключением расчетов стран зоны евро с их торговыми партнерами. Расчеты в торговле сырьевыми и энергетическими товарами тради-

ционно осуществляются в долларах. Однако ряд стран-экспортеров нефти уже сейчас высказывает намерение перевести торговлю своей нефтью в евро.

Таблица 2

**Основные показатели, характеризующие роль евро как мировой валюты (на конец 2006 г.)**

Основные показатели	Доля (в %)
Доля евро на международном рынке долговых ценных бумаг	31,4
Доля евро на международном рынке займов и депозитов:	
— международные займы, предоставленные банками стран зоны евро	36,3
— международные займы, предоставленные банками из стран вне зоны евро	54,2
— международные депозиты небанковских учреждений из стран вне зоны евро в банках зоны евро	46,7
— международные депозиты небанковских учреждений зоны евро в банках стран вне зоны евро	49,9
Доля евро на международном валютном рынке:	
— общий оборот на валютном рынке	37,2 (2004 г.)
— ежедневная сумма взаимных расчетов в рамках CLS*	в среднем 39,3
Доля евро в расчетах по торговле товарами и услугами:	
— расчеты по экспорту товаров из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 39 до 62
— оплата товаров, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	От 34 до 56
— расчеты по экспорту услуг из стран зоны евро в страны вне зоны евро	От 16 до 67
— оплата услуг, импортируемых странами зоны евро из стран вне зоны евро	От 23 до 71
Численность стран и территорий, привязывающих курс своей национальной валюты к евро	40 стран

\* CLS (Continuous Linked Settlement) – система непрерывных взаиморасчетов, действующая в рамках СВИФТ – межбанковской электронной системы передачи информации и осуществления взаимных платежей. Источник: ECB. Review of the international role of the euro. June 2007.

Положительно на усиление международных позиций евро влияет и то, что по итогам 2007 г. профицит торгового баланса зоны обращения единой европейской валюты составил 28,3 млрд евро, тогда как в 2006 г. было зафиксировано отрицательное сальдо торгового баланса в размере 9,3 млрд евро. Уровень безработицы в Еврозоне в январе 2008 г. с учетом сезонных колебаний не изменился по сравнению с пересмотренными данными за декабрь 2007 г. (ранее сообщалось о 7,2%) и составил 7,1% (по данным Eurostat 7,7%) [10]. Однако мобильность рабочей силы в Еврозоне ниже, чем в США. Это, в частности, можно объяснить тем, что в случае возникновения асимметричных шоковых воздействий (например, шоков со стороны спроса) страны-участницы Еврозоны, как правило, не склонны смягчать их негативные последствия путем снижения заработной платы. А степень межстрановой мобильности трудовых ресурсов, гибкость политики доходов и цен в условиях отсутствия у стран возможности самостоятельно использовать рычаги монетарной и валютной политики призваны компенсировать утрату этого инструмента макроэкономической политики. Отметим, что базовый показатель инфляции в Еврозоне, не включающий подверженные серьезным

колебаниям цены на энергоносители и продукты питания, составляет 1,7% [10]. И все же аналитики ожидают, что прогнозы по инфляции в Еврозоне на следующие два года будут пересматриваться в сторону повышения, так как у ЕЦБ не останется большого поля для маневра в области снижения процентной ставки.

Кроме того, несмотря на то, что по размеру экономики зона евро не отстает от США, а снижение темпов роста американской экономики из-за проблем на ипотечном рынке и в банковском секторе позволило странам Еврозоны обогнать США по темпам экономического роста: в 2007г. у США он составил 2,2%, стран Еврозоны – 2,7%, уровень развития и интеграции европейских финансовых рынков все еще отстает от США. При этом именно он должен обеспечить достаточную ликвидность, уменьшать трансакционные издержки, снижать неопределенность, риски и стоимость хеджирования, способствовать повышению производительности, темпов экономического роста и укреплению доверия к евро, а также влиять на курс единой валюты в соответствии с состоянием экономической конъюнктуры, ведь валютный курс в значительно большей мере определяется уровнем развития рынка корпоративных ценных бумаг, а не традиционным соотношением процентных ставок и дивидендов по правительственным облигациям. Слабо концентрированными остаются рынки долговых ценных бумаг и розничных финансовых услуг, недостаточно гармонизированы правила деятельности национальных фондовых бирж, не стандартизованы правовые системы, регулирующие выпуск ценных бумаг. Различаются системы клиринга и расчетов по ценным бумагам, существование разных правил учета и других требований к финансовым сделкам вызывает высокие издержки по международным операциям. Различия в налоговых системах и в правилах защиты потребителей сдерживают развитие международных инвестиций. Кроме того, в зоне евро отсутствует единая система банковского надзора. Одной из проблем, которую предполагается решить в ближайшие годы, является недостаточная интеграция инфраструктуры рынков, в частности, систем платежей и расчетов.

Кроме того, если учесть, что темпы экономического роста ЕС были особенно динамичными в странах Балтии, нескольких государствах—членах ЕС в Центральной Европе и странах-производителях нефти, в частности, Норвегии, и определялись устойчивым внутренним спросом, в частности инвестициями, включая активную строительную деятельность, а также новые потрясения на ипотечном рынке в Европе, результаты 2008 г. будут менее привлекательны 2007 г., несмотря на благоприятные тенденции 1 квартала 2008 г. По прогнозам МВФ, рост экономики Еврозоны в 2008г. составит 0,75%, в 2009 г. – 1,5% (по прогнозам на июль 2008 г. – 1,3%, 1,7% соответственно), экономики США – 1,0% и 1,5% соответственно [10]. Кроме того, европейская экономика остается сильно подверженной внешним финансовым шокам. Так, причинами быстрого распространения финансовых потрясений на страны Европы с развитой экономикой были прямые риски, связанные с рынком непервоклассных ипотек в США, и взаимосвязь денежных рынков. Ряд европейских банков были подвержены шоку либо напрямую, через свои авуары, либо косвенно, через внебалансовые механизмы специального инвестирования (МСИ или кондуиты). Эти структуры нередко имели обусловленные кредитные линии в банках и получали краткосрочное финансирование путем выпуска коммерческих ценных бумаг. С наступлением кризиса на рынке непервоклассных ипотек отсутствие информации о соответствующих рисках и трудности стоимостной оценки залогового обеспечения вызвали общую несклонность к проведению операций на



денежных рынках. Замораживание ликвидности привело к резкому повышению изменчивости ставок денежного рынка. Проблемы ликвидности дополнительно усугублялись общим отходом инвесторов от использования коммерческих ценных бумаг, обеспеченных активами (КБОА), что вынудило банки финансировать базовые активы напрямую.

Цены акций банковского сектора в странах с развитой экономикой свидетельствуют о продолжающейся неопределенности. Двум банкам в Германии, которые понесли прямые убытки от непервоклассных ипотек, пришлось оказать экстренную помощь, а в Соединенном Королевстве пятое по размерам учреждение ипотечного кредитования в существенной степени зависело от ликвидности денежного рынка, столкнулось с массовым изъятием вкладов, потребовавшим вмешательства официальных органов. Некоторые банки и учреждения ипотечного кредитования в других европейских странах также ощутили на себе шок. Однако банки, имеющие крупные розничные сети и диверсифицированные портфели, до настоящего времени не испытали серьезного воздействия. Нескольким крупным, не говоря о небольших, европейским банкам пришлось зарегистрировать потери. Прямое воздействие финансовых потрясений на страны Европы с формирующимся рынком пока можно считать довольно умеренным. Замедление роста, как ожидается, будет способствовать началу постепенной корректировки внешних дисбалансов и смягчению давления, связанного с перегревом экономики, который наблюдается в ряде этих стран.

Что касается доли евро в официальных золотовалютных резервах, то по оценкам МВФ, она в общей сумме мировых валютных резервов увеличилась с 17,9% в 1999 г. до 25,8% в 2006 г., доля доллара примерно за тот же период снизилась с 71% до 60% [9]. Диверсификация валютных резервов за счет евро способствует усилению гибкости инвестиционной политики той или иной страны, открывая доступ на значительный по объему европейский финансовый рынок. К тому же традиционное инвестирование в долгосрочные казначейские обязательства США в последние годы теряют свою привлекательность и, по подсчетам экспертов, сегодня составляют менее половины всех капиталовложений с использованием валютных резервов. По мнению экспертов Deutsche Bank, к 2010 г. доля евро в мировых валютных резервах должна вырасти до 30–40% [9].

В то же время можно говорить и об уменьшении резервной роли евро в связи с нестабильностью на американском и европейском финансовых рынках. Однако, если учитывать, что существенной долей мировых официальных резервов владеют именно страны Азии (Китай и Индия), большое значение будет иметь их реакция на возможное дальнейшее колебание курса доллара и другие процессы, связанные с нестабильностью на мировых финансовых рынках. Быстрый экономический рост Китая и Индии, вероятно, приведет к уменьшению относительной глобальной роли и влияния зоны евро и к смещению акцента в торговле и в операциях с капиталом на валюты этих двух стран. Уже на конец июня 2007 г. золотовалютные резервы Китая составили более 1300 млрд долл. (они возрастают ежемесячно на 20 млрд долл.). Часть этих средств Китай намерен расходовать на финансирование зарубежных инвестиций: созданной недавно в этих целях компании China Investment Co в ближайшие три года будет выделено 200 млрд долл. В результате все более активное участие Китая в мировом финансовом обороте может серьезно повлиять на структуру и направление международных финансовых потоков, рост роли китайского юаня в международных расчетах. Однако отсутствие эффективной банковской системы и развитых финансовых

рынков не позволят юаню в ближайшие годы составить серьезную конкуренцию евро как международной валюте.

Таким образом, можно отметить, что на международную роль евро может повлиять *корректировка глобальных дисбалансов*, в первую очередь между глобальными сбережениями, инвестициями и потреблением. Нынешние глобальные дисбалансы в основном связаны с огромным дефицитом платежного баланса США по текущим операциям, который возрос с 415 млрд долл. в 2000 г. до 869 млрд в 2006 г. (или до 6,6% ВВП). За тот же период соответствующий дефицит зоны евро снизился с 43,5 млрд до 13 млрд долл. [14] Сценарий постепенной корректировки дисбалансов отчасти зависит от желания иностранных инвесторов продолжать приобретать активы США и тем самым финансировать дефицит. По данным министерства финансов США, самыми крупными иностранными держателями казначейских ценных бумаг США являются инвесторы из стран Азии: на их долю на конец октября 2006 г. приходилось 57% таких бумаг, тогда как на долю инвесторов из европейских стран – 21%, из стран–экспортеров нефти – менее 5%. На данный момент доля наиболее крупных инвесторов США – Японии и Китая (без Гонконга, Макао) составляет 40% государственного долга. Кроме того, госдолг перед Китаем ежегодно увеличивается на 25% [15]. Это значит, что определяющим будет поведение инвесторов именно из стран Азии и Европы. Неожиданное изменение предпочтений портфельных инвесторов, их отказ от активов США могут резко ускорить падение доллара и привести к быстрому расширению использования евро в качестве международной валюты. Более плавная корректировка дисбалансов предотвратит неожиданное сильное падение курса доллара и вряд ли существенно скажется на международной роли евро.

Вероятнее всего, до 2010 г. попытки уменьшить текущий дефицит платежного баланса США вряд ли увенчаются успехом, так что укрепление позиций доллара в обозримом будущем маловероятно. Свою роль в ослаблении позиций доллара может сыграть снижение темпов роста американской экономики. Не следует, однако, сбрасывать со счетов *психологические факторы*, поскольку после Второй мировой войны доллар традиционно воспринимается как мировая валюта номер один. Что касается евро, то изменение его международных позиций – вовсе не линейный процесс укрепления, поскольку, как отмечалось выше, на этот процесс воздействуют разнонаправленные факторы. Доля евро, например, на международном рынке облигаций с 2004 по 2006 г. снизилась на 2,5 процентного пункта (составив 31,4%). Специалисты объясняют это разницей между базовыми процентными ставками в ЕС (4%) и США (5,25%) – более высокая ставка способствует спросу на облигации, номинированные в долларах [16].

Таким образом, можно определить, что в ближайшие два-три года вполне вероятно дальнейшее усиление евро как одной из мировых валют. Но в долгосрочной перспективе, справедливо предостерегают некоторые эксперты, европейская валюта может стать менее привлекательной для центральных банков, так как с увеличением курса растет риск того, что он будет нуждаться в корректировке. В качестве оптимального называется курс не выше 1,35 доллара за евро, тогда как в конце 2007 г. курс евро повышался до 1,5 долл. и более.

Подводя итоги, следует отметить, что в целом евровалютная интеграция положительно повлияла на экономическое развитие стран–участниц еврозоны, позволив улучшить показатели финансовых систем (снижение бюджетных дефицитов, безработицы, низкая инфляция и т. д.). Однако этот эффект еще не достиг своего максимально возможного значения, т. к. страны еврозоны еще

не полностью являют собой оптимальную валютную зону, что обуславливает неоднородность реакции экономической конъюнктуры, платежных балансов различных стран на колебание валютного курса, т. е. все еще наблюдаются разнородность между странами как в вопросе корреляции экономических циклов и состояния государственных финансов, так и в реакции платежных балансов отдельных стран на углубление интеграции.

Опасения по поводу состояния американской экономики и соответственное укрепление доверия к евро (в частности, это касается увеличения роли евро как резервной валюты), а также увеличение использования единой валюты в международной торговле, на рынке займов и кредитов, положительно влияют на перспективы развития евро и укрепления еврозоны. Однако недостаточное развитие финансовых рынков, различия между странами в налоговой сфере, абсолютная гармонизация которой на данный момент невозможна, недостаточная мобильность рабочей силы все еще являются сдерживающими факторами. Все это позволяет утверждать, что перспективы развития еврозоны напрямую зависят от успешности реформирования отдельных стран, входящих в зону, что должно способствовать их дальнейшей конвергенции, а также от последствий расширения зоны обращения единой валюты на страны ЦВЕ, что в немалой степени определяется успешностью решения проблемы отставания этих стран в экономическом плане от государств Западной Европы, которые определяют общий деловой климат в ЕС.

## Литература

1. Германия сократила госрасходы [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.dw-world.de/>
2. Country report: Selected series from 1980 to 2008 // EIU.
3. Ключевые данные Еврозоны [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://e-finance.com.ua/>
4. Zahlungsbilanzstatistik Stand vom 13.2.2008/[Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.bundesbank.de/>
5. Финансовые новости [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.k2kapital.com/>
6. Рогач О. І., Філіпенко А. С., Шемет Т. С. та ін. Міжнародні фінанси: Підручник. — К.: Либідь, 2003.
7. Козюк В. В. Фіскальна політика в Європейському валютному союзі: проблеми автоматичної стабілізації та конвергенції // Фінанси України. — 2006. — № 6.
8. Гутник В. Европейский экономический и валютный союз: предварительные итоги и перспективы развития // МЭ и МО — 2005. — № 5.
9. Зубченко Л. А. Евро как мировая валюта [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.perspektivy.info>
10. Обзор мировой экономики — сентябрь 2008 г. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.eereport.ru/>
11. Перспективы развития региональной экономики: Европа. Укрепление финансовых систем. — МВФ. — ноябрь 2007.
12. Экономическая конъюнктура и текущая экономическая политика ЕС // Европейский союз: факты и комментарии. — Вып. 50. — октябрь—декабрь 2007.
13. Review of the international role of the euro. June 2007 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/reviewoftheinternationalroleoftheeuro2007en.pdf>
14. Экономическая конъюнктура и текущая экономическая политика ЕС // Европейский союз: факты и комментарии. — Вып. 51. — январь—март 2008 г.
15. Кредиторы США [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://forum.ishim.info/index.php?showtopic=10945>
16. Европейский валютный союз: история развития [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.eereport.ru/articles/ecunions/euhyst.htm>

**І. А. Ломачинська, С. В. Сагайдак**

Одеський національний університет імені І. І. Мечникова,

**СУЧАСНА ДИНАМІКА ЄВРО ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК  
КРАЇН—УЧАСНИЦЬ ЄС**

**Резюме**

В статті розглядається вплив впровадження євро та його динаміки на економічний розвиток країн єврозони. Також виявляються чинники, які визначають роль євро в якості світової валюти, перспектив й проблеми посилення в сучасних умовах. Основою проведення аналізу явилася побудова регресійної моделі інтеграційного ефекту для країн—учасниць ЄС.

**Ключові слова:** євро, європейська валютна інтеграція, економічний розвиток країн єврозони, інтеграційний ефект впровадження євро, грошово-кредитна і фіскальна політика ЄС.

**I. A. Lomachinskaya, S. V. Sagaydak**

Odessa, National Mechnikov University

**MODERN DYNAMICS OF EURO AND ITS INFLUENCE ON ECONOMIC  
DEVELOPMENT OF EU COUNTRIES.**

**Summary**

In the article, it is considered the influence of euro implementation and its dynamics to economic growth of Eurozone countries. Also the article discovers factors which determine the role of euro as world currency, and perspectives and problems of its strengthening in current conditions. The analysis basis is the regression model of integration effect for the EU countries-participants.

**Key words:** Euro, European, Currency Integration, Economic Development of Eurozone Countries, integration effect of implementing of euro, monetary and tax policy of EU.