

РОССИЙСКО-ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТР ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДОКЛАД

Макроэкономическая политика в отсутствие инструментов кредитно-денежной политики  
(Европейский экономический и валютный союз на первом этапе своего существования)

*Кароли Аттила Суш*

Июнь 2001

В настоящем докладе рассматриваются наиболее значимые исторические предшественники экономического и валютного союза, успехи подготовительной фазы его формирования, а также макроэкономическую ситуацию, наблюдавшуюся в зоне евро в 1999-2000 г.

## **Создание и начальный опыт деятельности Европейского валютного союза**

Валютные союзы имеют многолетнюю историю, однако Европейский валютный союз представляет собой уникальное явление, существенно отличающееся от всех исторических прецедентов.

Следует с самого начала заметить, что термин «валютный союз» может трактоваться по-разному. Есть все основания утверждать, что в течение нескольких десятилетий, предшествовавших Первой мировой войне, главные мировые державы, чьи валютные системы базировались на золотом стандарте, а также чуть ли не раз и навсегда установленных паритетах обменных курсов, об изменении которых никто не мог и помыслить, также входили в своего рода валютный союз. В подобных условиях, так же, как и рамках валютных союзов в традиционном смысле слова, проведение национальной кредитно-денежной политики, оказывалось практически невозможным. В такого рода объединениях в той или иной мере присутствовали и другие особенности, присущие классическим валютным союзам. К другим, аналогичным во многих принципиальным аспектах формам отношений, которые чаще, чем в первом случае, характеризуются как валютные союзы, относятся одностороннее введение государством иностранной валюты в качестве своего собственного средства обращения (например, введение Эквадором доллара США), и механизма валютного управления (*currency board*) (например, в Гонконге, а в более недавнее время в Эстонии и в Литве). В последнем случае национальный центральный банк не предоставляет кредитов юридическим или физическим лицам-резидентам (правительству, корпорациям и т.д.), а только эмитирует национальную валюту при закупке иностранной валюты по твердо фиксированному курсу. Таким образом центральный банк перестает быть банком как таковым и становится именно «валютным управлением».

Однако валютные союзы в строгом смысле слова имеют две следующие отличительные черты: (1) взаимные обязательства и (2) реальное использование общей валюты. Как минимум один из этих признаков отсутствует в вышеописанных формах отношений.

В своем историческом очерке валютных союзов Bordo –Jonung (1999) выделяют национальные и многонациональные союзы. Процесс развития национальных валютных союзов, существовавших в США в конце 18 века и в Германии в 19 веке, шел параллельно процессу политического объединения, однако основные сдвиги в их развитии происходили уже после решающих успехов в деле политического объединения. Исходя из факта учреждения центрального органа денежно-кредитного регулирования (Европейский центральный банк (ЕЦБ), являющегося единственным эмиссионным центром, и учитывая бюджетно-налоговые нормы, закрепленные Пактом о стабильности и экономическом росте, - как бы несовершенны они ни были - авторы полагают, что по своей сути Европейский валютный союз (ЕВС) ближе к национальным, чем ко многонациональным формам валютных союзов, и ближе всего к той из них, которая существует в США.

Все известные в истории многонациональные валютные союзы тем или иным образом отличаются от ЕВС. Не только потому что страны-члены сохраняли независимость национальных центральных банков, в противоположность ЕВС, где центральные банки отдельных стран являются подразделениями единого органа денежно-кредитного

регулирования (Статья 106 Договора об учреждении Европейского сообщества гласит «ЕЦБ имеет исключительное право на утверждение эмиссии банкнот во всех странах Сообщества»). В рамках многосторонних валютных союзов 19 века («Латинский» валютный союз, созданный в 1865 г. и объединявший Италию, Францию, Бельгию и Швейцарию, а также учрежденный в 1875 г. «Скандинавский союз», в состав которого входили Швеция, Дания и Норвегия), не осуществлялась координация бюджетной политики, а само создание союзов было обусловлено неравновесием валютных потоков (возникающим в результате несоответствия между номинальной стоимостью монет и стоимостью металла, из которого они чеканились. Проблемы функционирования Латинского союза (Скандинавский союз не сталкивался со сколько-нибудь серьезными трудностями) были связаны с периодическим исчезновением из обращения золотых и серебряных монет (ввиду колебаний стоимости данных металлов в полном соответствии с «законом Грэшема»: хорошие деньги вытесняются из обращения плохими), и распределением доходов от сениоража между центральными органами денежно-кредитного регулирования (центральными банками и в конечном счете казначействами). Ни одна из вышеописанных характеристик не относится к ЕВС (в принципе, распределение доходов от сениоража могло бы стать в ЕВС яблоком раздора, однако поскольку денежная эмиссия осуществляется централизованным образом, то это могло бы произойти только в связи с политической торговлей по поводу распределения прибылей УЦБ, но никак не по причине конкуренции между центральными банками отдельных стран за право на эмиссию денег в больших по сравнению с другими банками объемах (см. Cooper – Kempf, 2000).

Из валютных союзов более недавнего времени, наиболее интересным примером является зона Франка центральноафриканского сотрудничества (CFA Franc Zone), учрежденная в 1959 г. бывшими французскими колониями Западной и Центральной Африки и имеющая немало общих черт с валютным регулированием, основанным на принципах валютного управления (currency board). С чисто практической точки зрения данная зона представляет собой два валютных союза, объединенных соглашением, причем каждый из союзов имеет собственные центральные органы денежно-кредитного регулирования. Каждый из союзов использует в качестве расчетного средства франк CFA, курс которого в 1948 г. был установлен равным 1/50 французского франка. Данный франк является законным платежным средством каждого валютного союза и конвертируемой валютой по отношению к французскому франку. Зоне франка CFA удается удерживать инфляцию на более низком уровне, чем в соседних африканских странах, в основном за счет ограничения кредита правительствам стран зоны. Указанный союз действует и поныне (см. Bordo – Jonung, 1999). Франция оказывает существенное влияние на кредитно-денежную и валютную политику, осуществляемую в данном регионе. Роль антиинфляционного механизма, которую играет Банк Франции в данной системе, несомненно заставляет вспомнить о роли Бундесбанка в обуздании инфляции в ряде стран зоны евро, в течение последних десятилетий осуществлявших более инфляционную политику. Однако по степени влияния на кредитно-денежную политику они едва ли сопоставимы. В данном случае более уместно говорить о принципиальных отличиях.

### **Подготовительная фаза создания ЕВСи благоприятные экономические тенденции, наблюдавшиеся в 1999-2000 гг.**

Что касается самого ЕВС, то идея создания единой валюты была выдвинута еще в начале восьмидесятых годов, однако до начала девяностых годов ее практическое осуществление сводилось к установлению единого механизма формирования обменного курса, в рамках

которого курсы валют были привязаны друг к другу и допускалось колебание каждого из них в диапазоне плюс-минус 2,25% вокруг, по существу, условной общей валютной единицы - экю. Официальное решение о создании валютного союза было принято только в рамках Маастрихтского соглашения 1992 г. Соглашением предусматривался постепенный переход к ЕВС (официально к третьей фазе ЕВС) всех стран-членов, в том числе Великобритании, хотя последняя не брала на себя официальных обязательств ввести у себя единую валюту. Затем от этого отказалась и Дания (возможность отказа от принятия единой валюты была исключена для стран, присоединившихся к Союзу позже: Австрии, Финляндии, Швеции и всех, кто будет вступать в ЕС в будущем).

Подготовительная фаза создания ЕВС была предусмотрена для повышения кредитно-денежной стабильности и сближения макроэкономических показателей стран-членов Союза. Для достижения этой цели каждая из стран должна была обеспечить соответствие определенных макроэкономических показателей пяти «Маастрихтским критериям конвергенции». Критерием ценовой стабильности предусматривалось, что уровень инфляции страны-кандидата на присоединение к зоне евро не должен более чем на 1,5% превышать средние показатели трех стран зоны с наиболее низким уровнем инфляции. То же самое относилось к долгосрочным процентным ставкам, средний уровень которых не должен был в течение двух лет, предшествующих вступлению в Союз, превышать средний уровень процентных ставок, действовавших в странах с наиболее низким уровнем инфляции, более чем на 2%. Предусматривалось также требование к обеспечению стабильности валютного курса (валютный курс не должен был выходить из «коридора», заданного Европейской валютной системой. Однако данная норма породила немало противоречий, поскольку начиная с 1993 г. границы коридора были расширены с плюс-минус 2,25% до плюс-минус 15%, и, таким образом, стало непонятно, каким же из показателей пользоваться в качестве «критерия конвергенции»). При выработке положений Маастрихтского договора, равно как и при формировании общей экономической политики ЕС учитывалась также очевидная взаимосвязь между кредитно-денежной и бюджетной политикой. Помимо заявленного намерения добиваться взаимной координации налоговой политики (эти попытки предпринимались с переменным успехом), Соглашение требовало от стран-кандидатов на присоединение к зоне евро последовательного проведения жесткой бюджетной политики. В соответствии с данным требованием дефицит бюджета не должен был превышать 3% ВВП страны, а превышение данного показателя допускалось только в виде исключительного и кратковременного явления и могло быть очень незначительным по размеру. Размер государственного долга не должен был превышать 60% ВВП, исключения допускались только в том случае, если объем долга последовательно снижался в течение предшествующего периода. Необходимо сразу оговориться, что требования к бюджетным показателям породили самые большие противоречия. Подобная «фискальная дубинка» является эффективным превентивным средством от стремления жить за чужой счет, когда страна накапливает задолженность в расчете на то, что другие страны спасут ее от банкротства. Ее наличие, безусловно, способствует бесперебойному функционированию валютных союзов, но предполагает введение более жестких ограничений при проведении странами-членами союза бюджетной политики и отказ от независимой кредитно-денежной политики. К тому же это может породить непростые ситуации в будущем (необходимо заметить, что Пакт о стабильности и экономическом росте, принятый Советом Европы 16 июня 1997 г. и регламентирующий уже третий этап формирования ЕВС, дает ключ к решению этой проблемы). Если дефицит государственного бюджета страны превышает 3% ВВП в условиях «серьезной рецессии» (то есть в случае падения ВВП больше чем на 0,75%)

Совет Европы может освободить данную страну от штрафных санкций, предусматривающих внесение страной, имеющей чрезмерный бюджетный дефицит, залога в европейскую казну.

Предполагалось, что общая валюта может быть введена только после выполнения указанных критериев всеми странами (за исключением Дании и Великобритании). Однако это произошло только с наступлением крайнего срока ее введения, в 1999 г., когда в соответствии с Маастрихтским соглашением страны, удовлетворяющие вышеизложенным критериям, должны были сформировать зону евро, не дожидаясь остальных. Этими странами стали Австрия, Бельгия, Финляндия, Франция, Германия, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Португалия и Испания. Греция присоединилась к ним только два года спустя. Правительства Швеции и Великобритании также заявляют о своем намерении присоединиться к зоне евро не позднее, чем через два года. Однако в настоящий момент, когда осталось лишь несколько месяцев до введения наличных евро – что несомненно станет трудным опытом, который может породит недовольство и даже гнев населения стран зоны евро – они по мере возможности воздерживаются от высказываний на эту тему.

Функционирование союза в течение первых двух почти с половиной лет (третьей фазы) можно признать успешным. Однако пока это не более чем успехи подготовительного периода. Следует добавить, что они достигнуты при весьма благоприятной мировой экономической конъюнктуре, наблюдавшейся в течение второй половины девяностых годов.

Начиная с 1993 г., годовой рост ВВП в странах (будущей) зоны евро превышал 2%, за исключением 1996 г. В 1999 г. темпы роста ВВП составили 2,5%, а в 2000 г. достигли 3,4%, что является самым высоким показателем за последние десять лет. Неудивительно, что безработица при этом также стала снижаться. С удручающе высокого уровня 10-12%, который стал уже привычным в течение девяностых годов она сократилась до 9,9% в 1999 г. и до 9,0% в 2000 г. Как видно из табл. 1, средний ежегодный вклад чистого экспорта в рост ВВП в странах зоны евро в период с 1992 по 1997 гг., когда внутренний спрос был относительно невысоким, составил +0,5%. В 1998-1999 гг. данный показатель поменял знак и стал равен -0,5%, однако затем внутренний спрос вновь увеличился. Положительная величина данного показателя, зафиксированная в предшествующие годы, способствовала преодолению проблемы, внушавшей немалые опасения: жесткие бюджетные ограничения, предусмотренные Маастрихтскими критериями, угрожали возникновением взаимных внешних эффектов. В основном этого удалось избежать, несмотря на существенное ужесточение и сближение параметров бюджетной политики в данной группе стран.

**Таблица 1. Вклад внутреннего спроса и чистого экспорта в рост ВВП в странах зоны евро**

	1992-1997	1998	1999	2000
<b>Средний рост ВВП</b>	1.5	2.8	2.5	3.4
Внутренний спрос	1.1	3.4	3.1	2.8
Экспорт	5.8	7.0	4.7	11.7
Импорт	4.4	9.5	6.7	10.4
<b>Вклад в рост ВВП</b>				
Внутренний спрос	1.0	3.3	3.0	2.7
Чистый объем внешней торговли	0.5	-0.5	-0.5	0.6

Источник: *European Central Bank Annual report 2000*

Средний показатель дефицита государственного бюджета в странах зоны евро в 1993-1995 гг. равнялся 5,5%, в 1996-98 гг. - 3,1%, в 1999 г. - 1,2%. В 2000 г. дефицит превратился в

профицит, равный 0,3%. В странах с традиционно низким уровнем бюджетного дефицита (Германия, Нидерланды, Австрия и Ирландия) данный показатель не претерпел значительных изменений. Однако в странах, представлявших другой край спектра, были достигнуты разительные результаты: в Греции бюджетный дефицит, который в 1993 г. был равен -13,8% ВВП, к 2000 г. сократился до -0,9% ВВП. В Швеции дефицит в размере - 11,9% превратился в профицит, равный +3,4%, в Италии уменьшился с -9,4% до -0,3%, в Бельгии с -7,3% до 0%, в Финляндии дефицит в размере 7,3% опять-таки стал профицитом, равным +6,7% (источник: IMF, 2001). При этом сближение бюджетных показателей не ограничилось размерами дефицита. Как показали исследования с применением эконометрических методов, «несмотря на остающиеся различия между странами, в них наблюдается существенное сближение показателей доходных и расходных частей бюджетов, а также уровней дефицита» (De Vant – Mongelli, 2000). Определенную роль в столь впечатляющем улучшении бюджетных показателей сыграла манипуляция с отчетностью (например, включение в нее поступлений в бюджет от приватизации), однако достигнутые успехи были большей частью вполне реальными. Естественно, что при таких показателях дефицита происходило сокращение объема государственного долга, хотя в 1997 г. он все еще превышал уровень 60% ВВП почти во всех странах зоны, хотя и на разную величину: в Бельгии он был равен 122,2%, в Италии – 121,6%, в Греции – 108,?%, в Швеции – 76,6%, в Нидерландах – 72,1%, в Испании – 68,8%, в Ирландии – 66,3%, в Австрии – 66,1%, в Португалии – 62,0%, в Германии 61,3%. (источник: ЕМІ, 1998).

Одновременно наблюдалось снижение и сближение показателей уровня инфляции. В 1993-1995 гг. среднее значение индекса потребительских цен для стран (будущей) зоны евро составляло 3,4%, в 1996-98 гг. -1,8%, в 1999 г. – 1,2%. В 2000 г. уровень инфляции повысился до 2,4% (в основном за счет повышения мировых цен на энергоносители). В 1997 г., который имеет особое значение, поскольку показатели именно этого периода были взяты за основу при оценке сближения показателей, позволявших принять решение о том, какие страны войдут в «стартовую группу» в 1999 г., уровень инфляции во всех странах ЕС, за исключением Греции, составил менее 2%. Таким образом, целевой показатель инфляции, равный 2,7% (показатель трех стран с самым низким уровнем инфляции плюс 1,5%), был выполнен и не мог служить сдерживающим фактором (Remsperger, 2001). Долгосрочные процентные ставки в странах, где прежде наблюдался их высокий уровень, также демонстрировали четкую тенденцию к снижению. В 1997 г. данный показатель удовлетворял вышеизложенному критерию во всех странах, за исключением Греции, а уже в 1996 г. – во всех, кроме Греции, Италии, Португалии и Испании (в последних трех из названных стран превышение предельного показателя составляло менее одного процентного пункта) (источник: ЕМІ, 1998). Темпы сближения динамики обменных курсов также не являлись сдерживающим фактором: после 1993 г. в Евросоюзе уже не возникало кризисов валютного курса, к тому же и критерий сближения утратил однозначность (см. выше).

## **Первые проблемы зоны евро**

В предыдущем разделе мы рассматривали целый ряд (благоприятных) экономических тенденций, наблюдавшихся в 1999-2000 гг., как развитие тенденций, преобладавших в течение подготовительной фазы. Далее мы сосредоточимся на явлениях, связанных с реальным обращением единой валюты и уже порождающих реальные – более или менее значительные по масштабу – проблемы. Рассмотрим в этой связи три вопроса: различие между странами в темпах роста и инфляции и трудности в преодолении указанных проблем

методами бюджетной политики; недостаточно высокие темпы укрепления доверия к Европейскому центральному банку; слабость евро.

### ***Различия в темпах роста и инфляции***

В 1999-2000 гг. темпы прироста ВВП в Ирландии и Финляндии, экономическое развитие которых и до того происходило весьма стремительно, значительно превысили средние показатели для стран зоны евро, равные соответственно 2,5% и 3,4% (см. Табл. 2). По существу, аналогичное явление наблюдалось в Испании, где темпы роста были не столь высоки (4%), но сохранялись в течение длительного времени. Данное явление можно охарактеризовать как ускоренный рост на основе снижения процентных ставок. До 1997-98 гг. в указанных странах действовали относительно высокие процентные ставки, что было обусловлено таким сочетанием факторов, как высокие реальные темпы экономического роста, высокая инфляция и отсутствие жесткой бюджетной политики. В 1997-98 гг. достаточно благоприятная динамика сближения макроэкономических показателей этих стран с маастрихтскими критериями убедила участников рынка в реальности перспектив их присоединения к зоне евро в 1999 г. Это повлекло за собой снижение в указанных странах процентных ставок, чему впоследствии еще больше способствовало введение в обращение евро, обменный курс которого был установлен на уникально низком уровне. Эти страны нуждались, скорее, в стабильных или несколько более высоких (а в случае Ирландии – даже существенно более высоких) ставках, но получили нечто прямо противоположное. Таким образом, страны со стремительно повышающимися темпами экономического роста получили толчок к дальнейшему ускорению роста.

Представляется целесообразным рассмотреть этот феномен в категориях общей теории управления (*general control theory*). В данной ситуации мы имеем дело со случаем положительной обратной связи. Наличие только положительной обратной связи указывает на более или менее серьезное несовершенство системы. В экстремальном случае система, функционирующая в условиях наличия позитивной и отсутствия негативной обратной связи, обречена на то, чтобы взорваться. В нашем случае мы наблюдаем еще одну положительную обратную связь, связанную с уже упомянутой. Как уже говорилось, одной из причин, обусловивших более высокие темпы роста в данных странах, является относительно высокая инфляция в предшествующие годы. Теперь высокие темпы роста разгоняют ее еще больше. (См. данные по инфляции в табл. 3. В Испании темпы инфляции превышают средний показатель зоны евро (Banco de Espana, 2001)); экономическое положение Ирландии и суть ее полемики с Европейской комиссией рассматриваются в нашей аналитической записке, (Soos, 2001)). Однако несмотря на вышеуказанные тревожные тенденции, взрыв не последует, поскольку инфляция приведет к возникновению и отрицательной обратной связи. Как утверждает Remsperger (2001), «в валютном союзе всегда действуют силы, направленные в сторону уменьшения циклической дивергенции (расхождения) ... , следует ожидать, что ускорение роста цен, обусловленное шоками, понизит конкурентоспособность данной экономики и, таким образом, запустит процесс приспособления, который в конечном счете уменьшит преимущества, обеспечиваемые экономическим ростом» (и, разумеется, уменьшит различия в уровне инфляции).

Минимальная разница между самыми высокими и самыми низкими показателями инфляции, равная 0,7 процентных пункта, (по гармонизированному индексу потребительских цен), наблюдалась в январе 1998 г. В течение 1999 г. она увеличилась на 2 процентных пункта (Ирландия – 2,5%, Австрия - 0,5%). В 2000 г. эта разница еще больше возросла и достигла 3,5 процентных пункта (Ирландия – 3,5%, Франция – 1,8%). Однако исходя из вышесказанного, эта разница не будет увеличиваться бесконечно. Это «хорошая новость». А «плохая новость»

– это то, что ее сокращение может повлечь за собой болезненные последствия для стран, затронутых этим процессом: увеличение безработицы, давление в сторону понижения номинальной заработной платы и т.д.

Еще одна плохая новость заключается в том, что хотя «в валютном союзе всегда действуют силы, направленные в сторону сокращения циклической дивергенции» (см. выше), более или менее аналогичные тенденции к дивергенции (расхождению) могут возникнуть и в других странах. Эффективная бюджетная политика может смягчить их, но не обязательно сможет их совсем устранить. Как пишут Demertzis – Peeters (2001), «опыт показывает, что для осуществления кредитно-денежной политики, всегда отводятся более жесткие временные рамки, чем те, которые существуют при реализации бюджетной политики. Исключения составляют автоматические стабилизаторы, введение которых не допускает промедления, поскольку тогда дискреционная политика не будет поспевать за развитием событий. В принципе, дискреционные изменения бюджетной политики могут оказывать неэффективно рассчитанное по времени влияние на совокупный спрос». Еще одна трудность состоит в том, что в каких-то случаях перед такой политикой придется ставить весьма труднореализуемые задачи. Например, в 2000 г. Финляндия имела профицит бюджета в размере 6,7% ВВП, но и этого, по-видимому, было недостаточно для замедления избыточного роста. Правительству любой страны в любых обстоятельствах непросто убедить своих граждан и политические силы в необходимости дальнейшего наращивания бюджетного профицита.

### ***Европейский центральный банк***

Доверие к центральному банку основано на его действиях в прошлом и прозрачности правил игры в настоящем, причем последние включают независимость банка от правительства. Понятно, что ЕЦБ не было никакого прошлого. Но вот правила, которым он следует в своей деятельности, лишены какой бы то ни было прозрачности.

Его независимость была подорвана широко известным компромиссом, который призван был положить конец малоприятной ситуации, связанной с назначением первого президента банка. Неясно, на какой основе был достигнут этот компромисс и на какой срок в итоге выбран г-н Дюйзенберг – на четыре или на восемь лет. Сложилось мнение, что неопределенность и неясность в этом вопросе подрывает декларируемую независимость ЕЦБ<sup>1</sup>. (Полемика по этой проблеме, влияющей на функционирование Банка, скорей всего, возобновится через год). Помимо этого, независимость ЕЦБ ограничивается правом Совета министров утверждать (единогласным решением) основные направления деятельности ЕЦБ в области регулирования обменного курса (Статья 111 Соглашения). Если общие задачи и директивы носят слишком точный и конкретный характер и лишены необходимой гибкости, они могут существенно ограничить свободу маневра при проведении кредитно-денежной политики.

Внутренние процедуры принятия решений, действующие в ЕЦБ (то есть в его Правлении, принимающем главные решения в области кредитно-денежной политики), также лишены прозрачности. Ряд центральных банков, (например, Банк Англии) через определенный промежуток времени публикует протоколы заседаний своих руководящих органов. Нередко высказывается мнение, что ЕЦБ также должен ввести подобную практику. Даже если преимущества подобной открытости и кажутся бесспорными, принятие таких правил едва ли

---

<sup>1</sup> В соответствии со Статьей 8 Соглашения «ни ЕЦБ, ни какой-либо национальный центральный банк или какой-либо член их органов управления не вправе обращаться за указаниями или получать таковые от рабочих и руководящих органов Сообщества либо от правительств государств-членов ...»

целесообразно в ЕЦБ, поскольку это вынудит членов правления активно защищать интересы представляемых ими стран. Отвлекаясь от этой, безусловно, непростой, проблемы, необходимо указать на запутанность а значит, и неясность правил установления банком ряда целевых показателей. ЕЦБ устанавливает целевой показатель инфляции, который в настоящий момент равен 0-2%, и, помимо этого, два ключевых показателя кредитно-денежной политики: показатель роста прироста денежной массы, «объявление величины, отражающей темпы прироста самого широкого денежного агрегата» (ЕЦБ, 1999), то есть М3. В настоящий момент целевой показатель его ежегодного прироста составляет 4,5%. Второй ключевой показатель, это в соответствии с формулировкой самого ЕЦБ – весьма общей и расплывчатой - «выполненная на широкой основе перспективная оценка динамики цен и рисков ценовой нестабильности в данном регионе в целом».

В течение первых двух с половиной лет существования ЕЦБ участники рынка и аналитики насчитали немало примеров непоследовательности и неясности его политики. В качестве одного из наиболее наглядных из них можно назвать снижение на 25 базисных пунктов ставки рефинансирования, состоявшееся 10 мая 2001 г. До этого представители ЕЦБ упорно отвергали предположения, что замедление темпов роста американской экономики создает такую угрозу спада в Европе, которая оправдывала бы снижение процентной ставки (после последовательного повышения им процентных ставок, составившего с ноября 1999 г. 225 базисных пунктов и основанного на предположении о наличии риска увеличения денежной массы и инфляции). При этом темпы прироста агрегата М3 и инфляции, предшествовавшие майскому решению, были более низкими, чем это предусматривалось соответствующими целевыми показателями. Таким образом, указанное решение явилось совершенно неожиданным. Оно было принято на основе пересмотра данных темпа прироста агрегата М3 (в соответствии с которыми, его величина оказалась ниже целевого показателя). В официальных комментариях (ЕЦБ, 2001) подчеркивался тот факт, что темпы инфляции без учета фактора повышения цен на нефть были значительно ниже целевого предельного показателя, равного 2%. Последнее, несомненно, верно, однако это не меняет того факта, что официальный целевой показатель инфляции устанавливается на основе гармонизированного индекса потребительских цен, который в настоящий момент превышает 2%, а не фактического уровня инфляции. Если же говорить о так называемых фундаментальных макроэкономических показателях, (ожидаемый реальный экономический рост, инфляционные тенденции и т.п.), то хотя аналитики обычно признают, что указанное решение было вполне обоснованным, его чрезвычайно трудно связать с какими-либо официально сформулированными правилами.

### ***Международные позиции евро***

До введения в обращение евро многие разделяли надежду, что эта валюта быстро станет одной из ведущих в мире наряду с долларом и начнет играть важную роль во внешнеторговых расчетах, эмиссии ценных бумаг и формировании валютных резервов. Евро представляет важный сегмент мировой экономики и международной торговли. По численности населения, составляющей 302 млн человек, зона евро является одним из крупнейших экономических субъектов в мире. Для сравнения, население США и Японии равно соответственно 272 и 127 млн человек. По состоянию на 1999 г. совокупный ВВП зоны единой валюты, включая Грецию, равнялся почти 6250 млрд евро, что составляет 16,2% совокупного мирового ВВП, то есть на 5,7 процентных пунктов ниже доли США, но более чем вдвое больше по сравнению с долей Японии. Что касается открытости зоны евро по отношению к остальному миру, то она представляется ограниченной, учитывая тот факт, что торговля между входящими в нее странами больше не является в полном смысле слова международной торговлей. В то время как по состоянию на 1999 г. средняя доля товарного

экспорта в ВВП отдельных стран зоны евро составляла около 35%, совокупный показатель для всей зоны евро (скорректированный с учетом объема торговли между странами зоны) равнялся только 12,9%. Тем не менее зона евро все еще играет в международной торговле более важную роль, чем две другие крупнейшие экономики мира. В 1999 объем экспорта товаров и услуг из стран зоны евро составлял 18,9% от мирового объема экспорта, тогда как доля США в нем равнялась 15,2%, а доля Японии – 9,1%.

Единственная сфера, где евро преуспел на международном рынке – это эмиссия ценных бумаг. По состоянию на конец 2000 г. доля евро в совокупном объеме выпуска «реально международных» долговых обязательств (то есть долговых обязательств, номинированных в иной валюте, чем национальная валюта страны эмитента), достигла 26%. Эта доля на 7 процентных пунктов выше совокупной доли национальных валют стран зоны в выпуске облигаций по состоянию на конец 1998 г. Помимо этого, за последние два года существенно увеличилась доля евро в международных банковских активах. Однако в других областях динамика освоения единой валютой международного рынка выглядит существенно скромнее. Согласно оценке, доля евро во внешнеторговых расчетах составляет не более 15-17% от общего стоимостного объема международной торговли. Это существенно ниже доли стран зоны в общей объеме международной торговли товарами и услугами и резко контрастирует с долей доллара во внешнеторговых расчетах, почти в четыре раза превышающей объем экспорта США.

На международной арене евро, как представляется, пока не играет существенной роли в качестве ведущей валюты (vehicle currency), то есть валюты, в которой совершаются сделки и рассчитываются курсы между другими валютами) или как валюты, в которой назначаются цены или котировки.

Вместе с тем евро является второй после доллара валютой, в которой формируются валютные резервы, хотя евро пока далеко отстает в этом отношении от доллара. По последним данным, на конец 1999 г. доля евро в официальных валютных резервах составляла около 13%, тогда как на долю доллара приходилось около 70% от их общего объема. Евро играет роль валюты якоря при формировании обменного курса более чем 50 стран вне зоны евро (Issing, 2001), однако это в основном небольшие страны, соседствующие с зоной евро и поддерживающие с ней активные торговые отношения (источник: ЕСВ, 2001).

Достаточно слабая международная позиция евро естественным образом связана и с его низким обменным курсом относительно доллара (см. рис. 1). Среднегодовой курс евро в 1999 г. был примерно на 16 центов ниже курса эю в 1998 г., а в 2000 г. он упал еще на 10 центов (при этом в течение первых месяцев текущего года тенденция не изменилась). Подробное объяснение столь длительного снижения курса представляется здесь непростой задачей, однако мы можем указать на ряд факторов, имеющих наиболее важное значение для формирования данной тенденции.

Длительный экономический подъем в США сыграл в этом отношении двоякую роль. С одной стороны, курс доллара рос в силу возникавшего при этом психологического эффекта. На более техническом уровне, при существовавшей разнице в темпах роста повышение темпов инфляции было более вероятно в США, чем в зоне евро, что должно было побуждать Федеральную резервную систему к повышению ставок и, таким образом, повышению курса доллара. Ожидания этого также способствовали повышению его курса. Помимо этого, спрос на доллары (со стороны импортеров нефти) всегда растет при высоких ценах на нефть, поэтому такая конъюнктура всегда способствует росту курса американской валюты. И наконец, слабость ЕЦБ, о которой шла речь выше, также не могла не оказать пагубного влияния на евро.

Если говорить о реальном экономическом значении слабости евро, то он было существенно меньшим, чем можно было бы предположить, исходя из политической суеты по этому поводу.

Во-первых, тот показатель курса евро, о котором сообщают средства информации, лишен экономического значения. Более важным является обменный курс евро относительно валют стран, являющихся реальными торговыми партнерами зоны евро: то есть взвешенный по объему внешней торговли (и скорректированный с учетом инфляции) реальный эффективный обменный курс. Этот показатель также свидетельствует о слабости евро, но существенно меньшей, чем можно предположить на основании его официального обменного курса. По результатам расчета курса относительно валют 38 стран-торговых партнеров, снижение курса единой валюты в период с 1997 по 2000 г. составляет только 10,7% (источник: ЕСВ, 2001).

Во-вторых, даже последний из упомянутых показателей, как, впрочем, и любой показатель обменного курса евро, имеет ограниченное значение, поскольку зона евро в целом является относительно закрытой экономикой. Как указывалось выше, в 1999 г. доля товарного экспорта зоны евро в ВВП (без учета торговли между странами зоны) составляла только 12,9%. На основании данных показателей можно сделать вывод, что зона евро является ненамного более открытой, чем США. При этом органы кредитно-денежного регулирования США славятся своим пренебрежительным отношением к проблемам обменного курса – их решения определяются в основном соображениями, касающимися инфляции и экономического роста.

Таким образом, как благоприятный, так и неблагоприятный эффект снижения курса евро носил ограниченный характер. Это способствовало увеличению объема экспорта, оказавшему положительное, но ограниченное влияние на величину ВВП и уровень безработицы. Слабость евро также породила инфляционное давление как со стороны экспорта, так и импорта (однако в основном со стороны импорта, что усугубило инфляционный эффект повышения цен на энергоносители), однако опять-таки в ограниченной степени. В целом снижение курса евро в течение первого года его обращения, по всей видимости, имело не столь неблагоприятный эффект, как тот, который возник бы в случае реализации противоположного сценария. Повышение курса евро, даже при ограниченном негативном влиянии его на величину ВВП и уровень безработицы, могло бы иметь значительно более неблагоприятные последствия и вызвать осложнения политического характера.

## **Будущие проблемы**

У экономистов нет единого мнения относительно целесообразности существования валютных союзов. Они более или менее сходятся в том, что подобная форма отношений между странами не имеет особого смысла при незначительном объеме торговли между ними. Однако это (большой частью) не наш случай. Из рис. 2 и 3 видно, что в 10 из 12 стран зоны евро объем экспорт (в другие) страны зоны евро превышает 10% ВВП. В центральноевропейских странах, являющихся кандидатами на первоочередное вступление в Евросоюз, соответствующий показатель равен 7 %и 8%, в то время как в четырех странах зоны евро и 5 странах-кандидатах на присоединение к ней он превышает 20%. Данные показатели отражают весьма интенсивные торговые связи.

Оправдывают ли такие отношения существование валютного союза – это дискуссионный вопрос. Преимущества такого союза очевидны. С другой стороны, не может не вызывать

тревогу возможность возникновения у различных участников асимметричных шоков. Примеры таких шоков рассматривались выше. Однако в случае Ирландии, Финляндии и Испании эти шоки носят более мягкий характер: они являются позитивными (избыточный рост) и, как уже говорилось, загасят сами себя, причем этот процесс не обязательно примет тяжелые формы. Негативные асимметричные шоки (которые могут повлечь за собой серьезный спад в одной или нескольких странах зоны евро) имели бы значительно более тяжелые последствия. Интенсивные торговые связи снижают вероятность таких шоков, за исключением того важного случая, когда между странами, входящими в валютный союз, существует значительная степень специализации и кризис одной из отраслей становится кризисом отдельных стран. Если миграция между странами валютного союза (не только допускается, но и) представляет собой нормальную повседневную практику, то проблема носит не очень серьезный характер. В этом случае решение может заключаться не в девальвации, а в миграции.

В качестве примера сравним реакцию двух экономических субъектов: Бельгии в Европе и штата Мичиган в США, специализирующихся в тяжелой промышленности, на тяжелый кризис данных отраслей в начале восьмидесятых годов. В 1980-84 гг. Мичиган потерял 6% своего населения. Поскольку миграция между штатами США является обычным делом, страна представляет собой «оптимальное валютное пространство», и тот факт, что это валютный союз, не создает слишком больших проблем. Бельгия же, с другой стороны, девальвировала национальную валюту на 20-25% (в реальном выражении), поскольку не имела иных способов решения проблемы. И несмотря на увеличение свободы миграции в пределах Европейского Союза, в обозримом будущем подобные проблемы, если они возникнут, едва ли можно будет решить за счет миграции: зона евро не является оптимальным валютным пространством.

Этой «плохой новости» можно противопоставить «хорошую новость», состоящую в том, что уровень специализации стран зоны евро является весьма незначительным, особенно по сравнению со штатами США (после кризиса уровень диверсификации бельгийской экономики также значительно повысился). Вопрос о том, повысит ли валютный союз уровень специализации или понизит его, также служит поводом для оживленной полемики между экономистами. Однако эта проблема, безусловно, не затрагивает ни краткосрочную, ни даже среднесрочную перспективу. Следовательно, ее обсуждение здесь представляется нецелесообразным. Для нас важно то обстоятельство, что отсутствие в зоне евро оптимального валютного пространства не породит в ближайшем будущем проблем, которые не поддавались бы решению.

Следует указать еще на две проблемы, обе из которых относятся к банковской системе (а отчасти и к финансовой системе в целом, включая страхование, обращение ценных бумаг и функционирование инвестиционных фондов), и угрожают проблемами в будущем. Одна из них состоит в том, что в зоне евро (фактически в Евросоюзе) финансовые институты имеют право (и во все большей мере пользуются им) осуществлять деятельность за пределами страны, резидентами, которой они являются. В то же время надзор за деятельностью в финансовом секторе по-прежнему относится к компетенции национальных органов власти. Если, например, главное управление банка находится во Франции, то банковский надзор за его деятельностью в любых странах Евросоюза осуществляется во Франции и только во Франции. Противоречия, порождаемые такой ситуацией, могут принять особенно серьезный характер в случае, если банк имеет значительный объем активов и обязательств в подразделениях, действующих в других странах. Банкротство такой кредитной организации может вызвать серьезные осложнения в отношениях между правительствами соответствующих стран. Другая проблема связана с будущими банкротствами (реальными

или угрожающими) - а они, безусловно, будут иметь место, надеемся, что не в массовом порядке. Речь идет о том, что центральные банки обычно играют роль «кредитора последней инстанции», приходящего на помощь проблемным банкам. В рамках ЕВС такая функция не закреплена ни за Европейским центральным банком, ни за национальными центральными банками. Такую роль могли бы взять на себя национальные правительства, однако это чревато целым рядом осложнений. Правительство, которое в этих случаях пользуется средствами из государственной казны, реагирует на такие ситуации слишком медленно, и, таким образом, ему будет трудно справиться с угрожающими банкротствами и не допустить превращения этих угроз в реальность, сопряженного со значительными затратами и скандалами. При этом неуклюжесть такого вмешательства будет усугубляться необходимостью избегать предоставления субсидий, искажающих действие рыночных механизмов в едином европейском экономическом пространстве. Более того, национальные правительства могут не захотеть спасать банки (и страховые компании), имеющие обязательства преимущественно перед резидентами других стран, что является еще одним потенциальным источником трений между правительствами соответствующих стран. ЕЦБ конечно же, играет реальную роль в координации надзора за деятельностью в финансовом секторе, однако рассмотренные здесь проблемы еще далеки от решения.

## **Заключение**

Валютная система является не только одним из наиболее важных, но и наиболее сложных и проблематичных компонентов экономической системы в целом. Даже сами ее основы порождают немалые сомнения и проблемы. Основой системы является денежный стандарт: золото, деньги в обращении, не обеспеченные золотом или серебром и привязанные к какой-то иной валюте или к предполагаемым потребностям плавного экономического роста, и т.д. Евро представляет собой общую валюту ряда государств, ограничивающую суверенитет каждой из стран во многих важных областях. Обращение евро контролируется Европейским центральным банком на основе целевых показателей инфляции и двух других ключевых показателей, рассмотренных нами выше. Исходя из нашего сегодняшнего знания и непродолжительного практического опыта обращения евро, мы не можем сказать, что данный денежный стандарт хуже какого-либо иного, для тех стран, на которые он распространяется. Возможно, для стран, активно участвующих во внутриевропейской торговле, он даже и лучше других. Часть рассмотренных нами проблем поддается решению, а с остальными европейское сообщество может жить дальше. Можно не сомневаться, что расширение Евросоюза только укрепит евро. Даже если какие-то из стран, планирующие вступление в ЕС, присоединятся затем к зоне евро, еще не до конца решив проблемы структурного характера, удельный этих стран в экономике зоны евро останется ничтожно малым и они не подорвут жизнеспособности единой валюты и доверия к ней. С другой стороны, численность населения этих стран увеличивает их значимость, и, таким образом, политический вес. В то же время население ряда стран-кандидатов на прием в ЕС уже пользуется немецкой маркой, которая теперь также входит в систему евро, в качестве средства сбережения и меры стоимости. Поэтому им будет не так уж тяжело расстаться со своим национальными валютами, которые ассоциируются с малоприятными воспоминаниями об инфляции. При этом внешнеторговые связи стран-кандидатов на первоочередное вступление в Евросоюз во многих случаях являются более интенсивными, чем связи стран ЕС между собою. (Рис. 2 и 3).

Однако выбор евро в качестве денежного стандарта нельзя назвать удачным по той причине, что выбор денежного стандарта вообще не может быть удачным. Он может представлять

собой только меньшее из всех зол. Европа может забыть недостатки иных решений, чем общая валюта, скорее, чем их преимущества. Рано или поздно для международной – и европейской – экономики наступят более тяжелые времена, чем благополучные 1999-2000 гг. У нас нет оснований полагать, что в таких условиях общая валюта принесет в целом больше вреда, чем пользы (а для какой-либо из стран даже существенно больше вреда, пусть даже и ненадолго). Однако будет ли общая валюта восприниматься тогда, как безопасная гавань в шторм, нейтральный инструмент, или зло, усугубляющее тяжесть проблем, будет зависеть только от голых экономических фактов. Аргументы в пользу и против единой валюты определяются и будут определяться подводными течениями в политике: вопросы, относящиеся к деньгам, слишком важны и слишком отягощены эмоциями, чтобы их можно было решать только на основе холодного экономического анализа.

Будущее новой валюты не поддается предсказанию. Однако, сам по себе вопрос, есть ли у нее будущее или нет, возможно, уже снят с повестки дня. Единая валюта стала одной из фундаментальных составляющих европейской интеграции. Ее будущее зависит от судьбы всего европейского проекта, от общей политической воли к поддержанию и развитию процесса экономической и политической интеграции.

## **Библиография**

BANCO DE ESPAÑA (2001), ECONOMIC BULLETIN, MADRID. APRIL 2001

Banque de France (2001), ZONE URO. PRINCIPAUX INDICATEURS ÉCONOMIQUES ET FINANCIERS, Paris, 1er juin.

Bordo, M. D. – Jonung, L. (1999), THE FUTURE OF EMU: WHAT DOES THE HISTORY OF MONETARY UNIONS TELL US? NBER WORKING PAPER SERIES No. 7365, <http://www.nber.org/papers/w7365>

COOPER, R. – KEMPF, H. (2000), DESIGNING STABILISATION POLICY IN A MONETARY UNION, NBER WORKING PAPER SERIES No. 7607 <http://www.nber.org/papers/w7607>

DE BANDT, O. – MONGELLI, F. P. (2000), CONVERGENCE OF FISCAL POLICIES IN THE EURO AREA, ECB WORKING PAPER NO. 20, Frankfurt (M).

Demertzis, M. – Peeters, H.M.M. (2001), THE ROLE OF FISCAL POLICY IN EMU: a simulation with EUROMON, Research Memorandum WO&E no. 653, De Nederlandsche Bank, the Hague.

ECB (1999), “The Stability-Oriented Monetary Policy Strategy of the Eurosystem,” ECB Monthly Bulletin, January 1999, Frankfurt (M).

ECB (2001), “Editorial”, ECB Monthly Bulletin, May 2001, Frankfurt (M).

EMI (1998), Convergence Report, European Monetary Institute, Frankfurt (M).

EMI (1998), Convergence Report, European Monetary Institute, Frankfurt (M).

IMF (2001), World Economic Outlook, International Monetary Fund, Washington.

Issing, O. (2001), The European Monetary Union in a globalised world

Speech by Professor Otmar Issing, Member of the Executive Board of the European Central Bank, delivered at the Second Vienna Globalization Symposium, Institut für den Donauraum und Mitteleuropa, Wirtschaftskammer Österreich, Vienna, 11 May 2001. (BIS web page)

Remsperger, H. (2001), Address by Prof Dr Hermann Remsperger 1, Member of the Directorate of the Deutsche Bundesbank, delivered at the conference "Conflict potentials in monetary unions" held in Kassel, 25 April 2001. (BIS web-page)

Дополнительная библиография: В работах Bordo – Jonung (1999) и COOPER – KEMPF (2000) содержится исчерпывающий перечень библиографии по теории и практике валютных союзов. Бесплатный доступ с интернет-сайта NBER’s (см. выше) для пользователей, имеющих адрес в домене .ru

**Таблица 2. Темпы инфляции в зоне евро и других странах ЕС. Гармонизированные индексы цен, %**

Страны	1999	2000	April 2001
Франция	0,6	1,8	2,0
Германия	0,6	2,1	2,9
Австрия	0,5	2,0	2,5
Бельгия	1,1	2,7	2,9
Испания	2,2	3,5	4,0
Финляндия	1,3	3,0	2,8
Греция	2,1	2,9	3,7
Ирландия	2,5	5,3	4,3
Италия	1,7	2,6	3,0
Люксембург	1,0	3,8	2,7
Нидерланды	2,0	2,3	5,3
Португалия	2,2	2,8	4,6
зона евро	1,1	2,4	3,0
Дания	2,1	2,7	2,6
Великобритания	1,3	0,8	1,1
Швеция	0,6	1,3	3,0
ЕС	1,2	2,1	2,6

*Примечание: за 1999 и 2000 гг - среднегодовые показатели, апрель 2001 г. - показатель относительно апреля 2000 г.  
 Источник: Banque de France (2001).*

**Таблица 3. Реальный рост ВВП в зоне евро и США**  
 Средние показатели за 10 лет

Страны	лет										4 квартал
	1983-1992	1993-2002	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2000
Германия	3.1	1.6	-1.1	2.3	1.7	0.8	1.4	2.1	1.6	3.0	2.7
Франция	2.2	2.1	-0.9	1.8	1.9	1.0	1.9	3.3	3.2	3.2	2.8
Италия	2.3	1.8	-0.9	2.2	2.9	1.1	2.0	1.8	1.6	2.9	2.7
Испания	3.2	2.9	-1.0	2.4	2.8	2.4	3.9	4.3	4.0	4.1	3.8
Нидерланды	2.8	3.1	0.8	3.2	2.3	3.0	3.8	4.1	3.9	3.9	3.4
Бельгия	2.3	2.2	-1.5	3.0	2.6	1.2	3.4	2.4	2.7	3.9	...
Австрия	2.6	2.2	0.5	2.4	1.7	1.8	1.3	3.3	2.8	3.2	...
Финляндия	1.6	4.0	-1.1	4.0	3.8	4.0	6.3	5.3	4.2	5.7	5.5
Греция	2.1	2.6	-1.6	2.0	2.1	2.4	3.5	3.1	3.4	4.0	...
Португалия	3.0	2.6	-1.4	2.4	2.9	3.4	3.7	4.2	2.8	3.0	2.7
Ирландия	3.7	7.9	2.7	5.8	9.7	7.7	10.7	8.6	9.8	10.7	...
Люксембург	5.5	5.5	8.5	4.1	3.5	2.9	7.3	5.0	7.3	8.5	...
<b>зона евро</b>	<b>2.8</b>	<b>2.0</b>	<b>-2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.2</b>	<b>1.1</b>	<b>2.0</b>	<b>3.7</b>	<b>3.2</b>	<b>2.9</b>	<b>...</b>
<b>США</b>	<b>3.4</b>	<b>3.5</b>	<b>2.7</b>	<b>4.0</b>	<b>2.7</b>	<b>3.6</b>	<b>4.4</b>	<b>4.4</b>	<b>4.2</b>	<b>5.0</b>	<b>3.1</b>

*Источник: IMF, 2001.*

Рис. 1. Евро (до 1999 г. - экю) / доллар США (среднеквартальные данные).

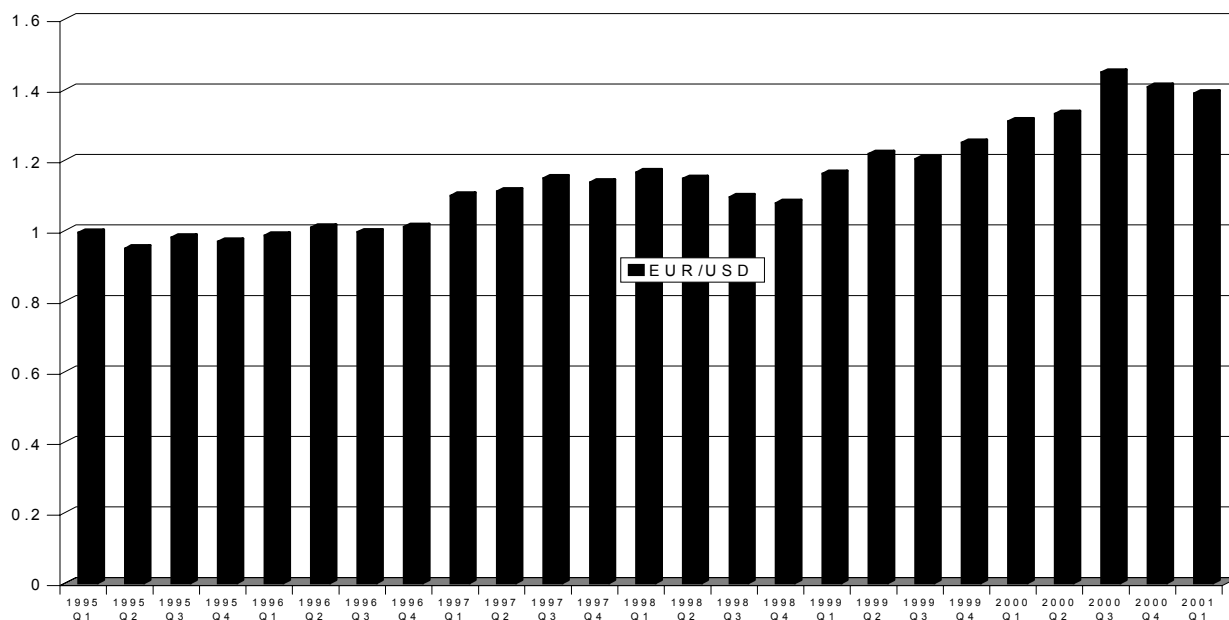


Рис. 2. Объем экспорта в страны зоны евро, %ВВП, страны зоны евро.

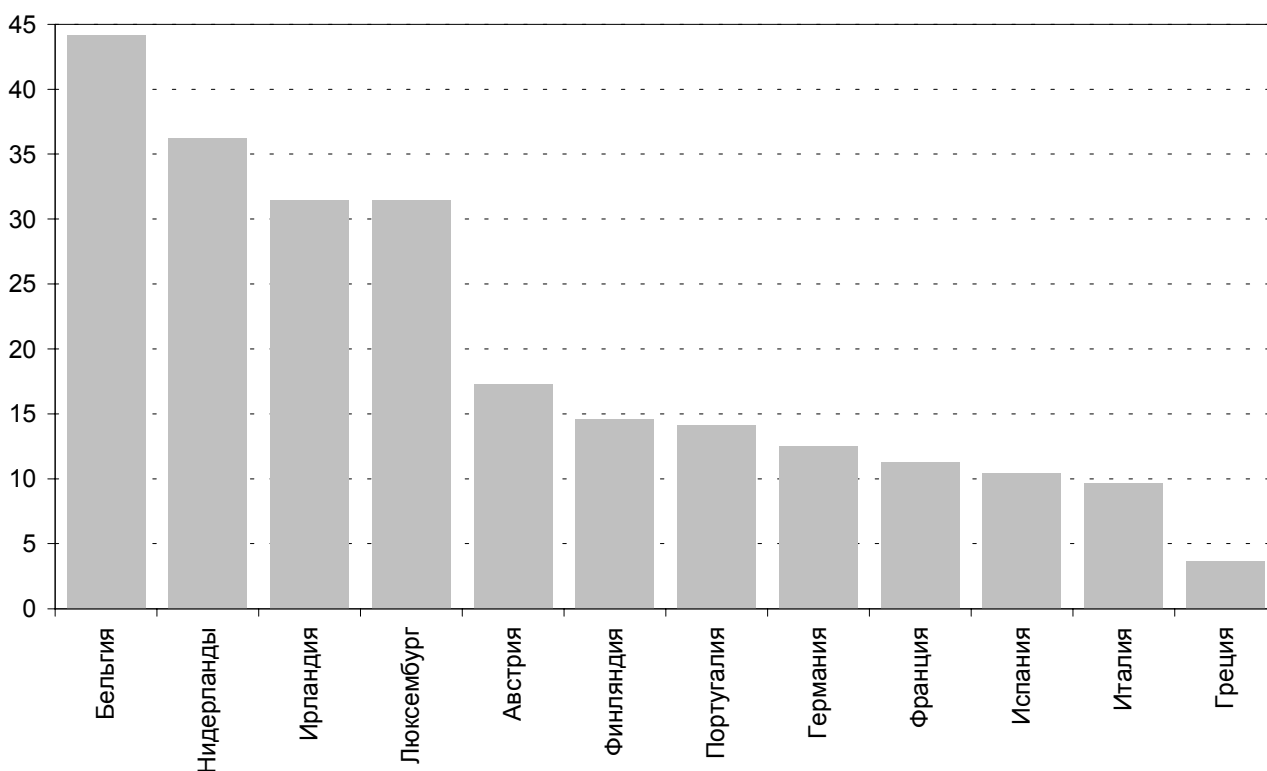
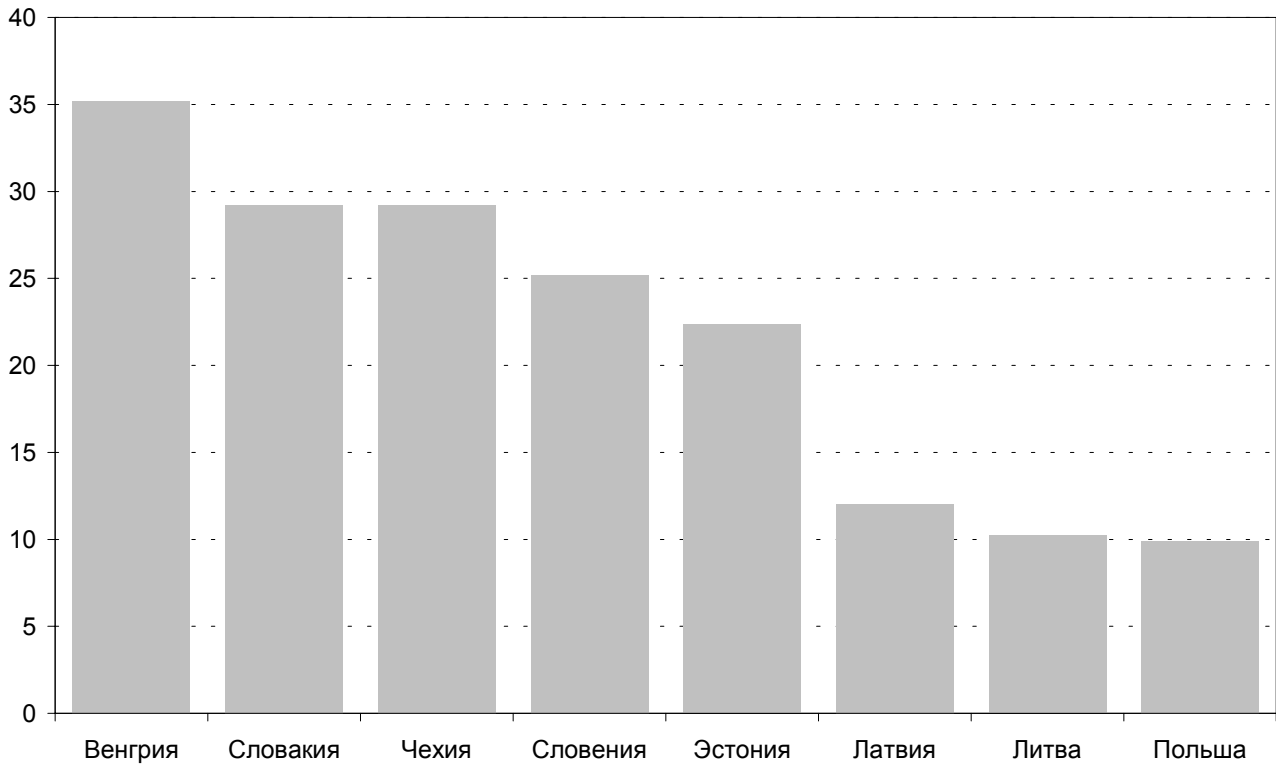


Рис. 3. Объем экспорта в страны зоны евро, %ВВП, страны-кандидаты на первоочередное вступление в ЕС.



В аналитических материалах, распространяемых РЕЦЭП, могут излагаться различные точки зрения на экономическую политику, однако Центр как организация придерживается в этом отношении нейтральной позиции. Все мнения, высказываемые в публикуемых материалах, отражают исключительно точку зрения их авторов, но не мнение РЕЦЭП, организаций, принадлежащих к его руководящему консорциуму, Европейской комиссии или любой другой организации, принадлежащей к Европейской комиссии.

## **РОССИЙСКО-ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТР ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ**

Потаповский пер., 5, стр. 4,  
Москва 101000 Россия  
<http://www.recep.ru>  
e-mail: [recep@recep.ru](mailto:recep@recep.ru)  
тел +7 (503) 232-36-13 факс +7 (503) 232-37-39