

ГЛАВА 5

АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ В ВОПРОСЕ ПРИСОЕДИНЕНИЯ СТРАН ЦЕНТРАЛЬНОЙ И ВОСТОЧНОЙ ЕВРОПЫ К ЭВС

Выбор стратегии в вопросе присоединения к ЭВС представляет собой одно из важнейших политических решений, которое предстоит принять странам-кандидатам. В области денежно-кредитной политики это сопряжено с определением режима обменного курса до присоединения к механизму валютных курсов (МВК-2) и с установлением пределов колебаний обменного курса (широкий или узкий коридор) в рамках МВК-2. Это – сложный вопрос, и для выработки эффективного и устойчивого курса политики необходимо учитывать множество факторов, таких как неустойчивость краткосрочных потоков капитала. Одной из основных дилемм в самом МВК-2 можно считать потенциальный конфликт между обеспечением стабильности номинального обменного курса и реализацией маастрихтского критерия уровня инфляции в связи с трендовым повышением реального обменного курса из-за эффекта Балассы–Самуэльсона. Это может повлечь за собой проблему выбора между ускорением номинальной конвергенции и наращиванием объемов производства (то есть реальной конвергенцией), по крайней мере в краткосрочной перспективе. С другой стороны, долгосрочные выгоды от присоединения к зоне евро могут оказаться весомее краткосрочных корректировочных издержек, связанных с выходом на уровень маастрихтских конвергенционных критериев. Те, кто вырабатывает политику в каждой стране, являющейся кандидатом, должны тщательно оценить и взвесить конкретные издержки и выгоды альтернативных стратегий в вопросе введения евро.

5.1 Введение

В Европейском союзе грядет крупнейшее за всю его историю расширение, по крайней мере по числу присоединяющихся стран⁴²³. С точки зрения стран-кандидатов присоединение к ЕС и вступление в зону евро представляют собой важнейшие шаги в направлении достижения их конечной цели – преодоления разрыва в уровне развития с западноевропейскими странами. Ликвидация этого отставания будет долгосрочным процессом, который, как ожидается, ускорится благодаря принятию правил и стандартов ЕС, углублению экономической интеграции с более развитыми частями Европы и вводу в обращение единой валюты – евро.

От предыдущих этапов расширения предстоящий этап отличается в нескольких отношениях. Во-первых, из 12 ассоциированных стран 10 относятся к группе стран с переходной экономикой центральной и восточной Европы (СЦВЕ-10). Разрыв между уровнем доходов в них и средним уровнем доходов в ЕС гораздо больше, чем у прежних "новичков" или за всю историю самого Союза, и это подчеркивает важное значение гармонизации реальной и номинальной конвергенции. Во-вторых, странам-кандидатам предстоит принять до присоединения к ЕС собственные меры в рамках стабилизационной политики под потенциальным давлением крупных потоков капитала в условиях глобализованного мира. В период до их присоединения к зоне евро они вполне могут пережить шоковые потрясения, источником которых могут стать либо другие формирующиеся рынки, либо приток капитала, привлеченного их конвергенцией с ЕС. В качестве предварительного условия для вступления в ЕС СЦВЕ-10 уже демонтировали большую часть своей системы контроля за движением капитала, что сделало их уязвимыми перед лицом условий на глобальных

⁴²³ "Переговоры пока не позволяют Комиссии сделать вывод о том, что кто-либо из кандидатов обеспечил соблюдение условий присоединения... В этой связи Союзу следует подготовиться к проведению переговоров к концу 2002 года со всеми странами, обеспечившими соблюдение необходимых условий, ввиду их присоединения в 2004 году". European Commission, *Strategy Paper and Report of the European Commission* (Brussels), November 2001, p. 29 (о прогрессе в деле присоединения каждой из стран-кандидатов).

рынках капитала и спекулятивных потоков капитальных ресурсов. Напротив, нынешние участники зоны евро сохраняли систему контроля за капиталом в стабилизационных целях и использовали ее довольно активно вплоть до момента создания валютного союза.

В-третьих, следующая стадия расширения станет стадией расширения "качественно нового" ЕС, поскольку с введением евро 1 января 1999 года в формировании экономического и валютного союза (ЭВС) наступил этап III. Когда новые кандидаты присоединятся к ЕС, обеспечив соблюдение копенгагенских критериев присоединения, они одновременно вступят в ЭВС, имея статус "государств-членов с оговоркой", поскольку на момент своего вступления они, как ожидается, не смогут обеспечить соблюдение маастрихтских критериев присоединения к валютному союзу. Однако ввиду приверженности новых членов незамедлительному вступлению в зону евро по достижении ими показателей, предусмотренных критериями номинальной конвергенции, они будут лишены возможности отказаться от евро, которой в свое время воспользовались некоторые из нынешних стран – членов ЕС (Дания и Соединенное Королевство). Присоединение к зоне евро – членство в ЭВС⁴²⁴ – будет зависеть от оценки органами ЕС степени устойчивости конвергенции при одинаковом отношении к каждой стране-кандидату.

Присоединяющимся странам придется определиться в выборе стратегии, которая позволит им обеспечить соблюдение требований, связанных с их будущим членством в единой валютной зоне, с учетом ряда фундаментальных задач, стоящих перед их экономической политикой, а также ряда возможных принципиальных проблем, которые встанут перед ними в процессе конвергенции. Хотя основные макроэкономические условия в период номинальной конвергенции необходимо анализировать на индивидуальной основе и с пониманием основополагающих механизмов, в политике все же имеется ряд возможных вариантов, а также ограничений, которые являются общими, и именно на них заостряется внимание в настоящей главе.

В разделе 5.2 рассматриваются некоторые из проблем макроэкономической политики, стоящих перед динамично растущими, ликвидирующими свое отставание от лидеров странами, а также их последствия для присоединения к ЭВС. Роль политики в области обменных курсов – один из центральных вопросов в преддверии присоединения к ЭВС – рассматривается в разделе 5.3. В разделе 5.4 изучается

проблема сроков присоединения в контексте ожидаемых издержек и выгод при альтернативных сценариях присоединения. Основные выводы с точки зрения политики резюмируются в разделе 5.5.

5.2 Ликвидация отставания и присоединение к ЭВС

Присоединение к ЕС и вступление в зону евро можно рассматривать в качестве шагов, способствующих более быстрому и более сбалансированному преодолению разрыва в уровнях развития. Решение об участии в зоне евро будет приниматься исходя из постранового анализа, и хотя кандидаты определенно настроены на введение единой валюты⁴²⁵, они будут относительно свободны в выборе сроков подачи своих заявок о присоединении к зоне евро. Таким образом, помимо соблюдения критериев номинальной конвергенции такое решение подразумевает взвешенную оценку ожидаемых выгод и издержек разных путей продвижения к вступлению в ЭВС.

Главный вопрос заключается в том, как переход на евро может повлиять на процесс реальной конвергенции (в смысле сокращения разрыва в уровнях доходов на душу населения), и наоборот. Нынешние государства – участники зоны евро прошли длительный, многоступенчатый процесс конвергенции, и большинство из них добились значительного сближения уровней доходов до создания валютного союза. Ответ на вопрос о том, является ли такой подход оптимальным для СЦВЕ-10, зависит от взаимосвязей между присоединением к ЭВС, с одной стороны, и ростом, структурными преобразованиями и реформами на уровне политики в присоединяющихся странах – с другой. Выбор стратегии присоединения для стран-кандидатов должен также отражать эволюцию рамочных механизмов регулирования в ЕС и изменения во внешних условиях по сравнению с прошлыми периодами.

и) Разрыв в уровнях доходов – структурный разрыв

Исходя из годовых докладов о прогрессе в вопросе присоединения к ЕС, опубликованных Европейской комиссией в ноябре 2001 года, СЦВЕ-10 можно разбить на две группы: более развитые кандидаты СЦВЕ-8 (Венгрия, Латвия, Литва, Польша, Словакия, Словения, Чешская Республика и Эстония), как считается, имеют функционирующую рыночную экономику, хотя пока и не в полной мере готовы к рыночной конкуренции в Союзе, а Болгарии и Румынии все еще необходимо добиться большего

⁴²⁴ Для удобства и простоты термины "членство/вступление в ЕС и ЭВС" часто используются в литературе для проведения различия между, соответственно, членством в ЭВС с оговоркой в отношении валютного союза и полноправным членством в ЭВС. Эти термины будут использоваться в настоящей главе именно в этом смысле, хотя ввиду вышесказанного совершенно очевидно, что это разграничение не является абсолютно точным.

⁴²⁵ После вступления в ЕС новые члены будут связаны правилами, определенными в Договоре, и должны будут следовать путем, ведущим к принятию евро; они должны будут также рассматривать свою политику в области обменных курсов в качестве вопроса, представляющего общий интерес.

ТАБЛИЦА 5.2.1

Темпы преодоления отставания СЦВЕ-10^a, 1996–2004 годы

	Реальные среднегодовые темпы прироста ВВП		ВВП на душу населения по текущим обменным курсам 2000	ВВП на душу населения в долларах по ППС				
				Уровень (в процентах от ЕС-15)			Количество лет, требующихся для достижения 75- процентного уровня от среднего показателя по:	
				1996	2000	2004	ЕС-15	ЕС-27 ^b
Болгария.....	-1,3	6,1	7	25	24	31	31	31
Чешская Республика.....	0,9	3,8	24	65	60	68	15	6
Эстония.....	5,1	5,8	17	33	38	48	19	16
Венгрия.....	4,0	5,3	22	47	52	64	11	7
Латвия.....	4,7	5,7	15	26	29	36	27	25
Литва.....	3,2	4,7	15	29	29	35	31	30
Польша.....	5,2	3,5	20	36	39	45	33	33
Румыния.....	-1,6	5,0	8	33	27	33	34	33
Словакия.....	4,6	4,5	17	46	48	56	20	16
Словения.....	3,9	1,4	44	66	72	85	1	..

Источник: Real convergence in candidate countries – past performance and scenarios in the Pre-accession Economic Programs (PEPs), European Commission, DG Economic and Financial Affairs: Exchange Rate Strategies for EU Candidate Countries, ECFIN/521/200 (Brussels), 16 November 2001.

^a Прогнозы, основанные на темпах роста в рамках экономических программ в преддверии присоединения (ЭПП) до 2004 года, и экстраполяция показателей ЭПП за 2004 год на последующий период; по ЕС: прогнозы Европейской комиссии до 2003 года и экстраполяция средних темпов роста за 1995–2003 годы на последующий период.

^b ЕС-15 плюс 12 ассоциированных стран. В прогнозах учитываются изменения средних показателей по ЕС, низкие первоначальные уровни доходов в СЦВЕ-10 и превышение ими по темпам роста средних показателей.

прогресса, чтобы выйти на уровень критериев, дающих право на членство в ЕС.

Несмотря на относительно высокие темпы роста во второй половине 90-х годов, средний ВВП на душу населения в СЦВЕ-10 в процентах от среднего показателя по ЕС в пересчете по паритету покупательной способности (ППС) в 2000 году составлял 39 процентов. Экстраполируя тенденции конца 90-х годов в увязке с экономическими программами на этапе перед присоединением к ЕС, Европейская комиссия составила оценки (таблица 5.2.1), согласно которым, до того как ВВП на душу населения в СЦВЕ-10 достигнет 75 процентов от нынешнего уровня в ЕС-15, пройдет от 11 до 34 лет (11 лет для Венгрии и 34 года для Польши)⁴²⁶.

Схематическое сопоставление СЦВЕ-10 со все еще ликвидирующими отставание странами, которые уже входят в зону евро, позволяет сделать вывод о том, что, хотя большинство стран-кандидатов по показателю ВВП на душу населения сегодня значительно беднее, чем были Греция, Ирландия, Испания и Португалия на момент вступления в ЕС и зону евро⁴²⁷, их базовые структурные показатели (открытость, доля промышленности и сельского хозяйства в ВВП и занятости и т. д.) отличаются несущественно. Важный урок, который можно извлечь

из прошлого опыта ЕС, заключается в том, что разрыв в уровнях доходов не стал препятствием для вступления в ЭВС менее развитых государств – членом ЕС, которые отвечали критериям номинальной конвергенции (например, Греция и Португалия).

Чтобы страны с переходной экономикой оправились от шоковых потрясений начала 90-х годов, потребовалась быстрая переориентация их экономики на западные рынки на базе структурной реорганизации их производства и торговли. К концу 90-х годов СЦВЕ-10 уже достигли относительно высокой степени интеграции с ЕС с точки зрения внешней торговли (таблица 2.2.2, столбцы 1–4)⁴²⁸. Корреляция циклов деловой активности между более развитыми СЦВЕ-8 и ЕС позволяет сделать вывод о том, что более тесные торговые связи, особенно растущие доли внутриотраслевой торговли, ускоряют сближение циклов деловой активности и помогают создать предпосылки для интеграции на уровне политики и присоединения к валютному союзу⁴²⁹. Эти тенденции указывают на то, что кандидаты существенно приблизились к тому, чтобы обеспечить соблюдение критериев оптимальной валютной зоны с ЕС⁴³⁰. Ситуация после российского кризиса 1998 года, во

⁴²⁶ Словения к 2000 году уже вышла на уровень 72 процентов от показателя по ЕС-15.

⁴²⁷ J. Pelkmans, D. Gros, J. Ferrer, *Long-run Economic Aspects of the European Union's Eastern Enlargement*, Scientific Council for Government Policy, Working Documents 109 (The Hague), September 2000.

⁴²⁸ Кроме того, стоит отметить, что Венгрия и Чешская Республика занимают, соответственно, шестое и девятое места среди стран ОЭСР по доле высоко- и среднетехнологичной продукции обрабатывающей промышленности в ВВП. OECD, *Science, Technology and Industry Scoreboard* (Paris), 2001, p. 125.

⁴²⁹ Глава 3.2(iv) в настоящем *Обзоре*.

⁴³⁰ J. Fidrmuc, F. Schardax, "Pre-ins, ante portas? Euro area enlargement, optimum currency area and nominal convergence", *Oesterreichische Nationalbank, Focus on Transition*, No. 2 (Vienna), pp. 28-48.

ТАБЛИЦА 5.2.2

Структурные показатели в СЦВЕ-10, 1995–2000 годы

	В процентах от ВВП в 2000 году ^a		Доля экспорта ^a в ЕС-15		Доля сельского хозяйства, 2000 год		Банковские кредиты частному сектору (в процентах от ВВП)	Объем ПИИ нарастающим итогом ^b (в евро)	
	Импорт	Экспорт	1995	2000	В ВВП	В совокупной занятости	2000	На душу населения	
								В млрд.	
Болгария.....	64,1	58,5	..	51,2	14,5	..	14,6	2,0	239
Чешская Республика....	75,2	71,4	38,4	68,6	3,9	5,1	48,3	22,7	2 213
Эстония.....	100,4	95,4	..	76,5	6,3	7,4	26,2	2,8	1 980
Венгрия.....	66,7	62,5	42,1	75,1	4,1	6,5	25,6	18,0	1 790
Латвия.....	54,5	45,8	..	67,6	4,5	13,5	18,6	2,2	943
Литва.....	51,9	45,5	..	47,9	7,6	19,4	11,6	2,5	683
Польша.....	38,1	32,0	52,7	69,9	3,3	18,8	26,0	26,0	671
Румыния.....	39,9	34,1	..	63,8	12,6	42,8	7,2	7,1	371
Словакия.....	76,0	73,5	40,8	59,1	4,5	6,5	30,7	5,4	1 000
Словения.....	62,7	59,1	64,8	63,8	3,2	9,9	38,0	2,7	1 348

Источник: Годовые доклады о продвижении стран-кандидатов в направлении присоединения к ЕС, публикуемые Европейской комиссией в издании European Commission, *Enlargement Monitor* (с ними можно ознакомиться в Интернете по адресу: [http://europa.eu.int/comm/enlargement/report2001/]), ноябрь 2001 года.

^a Импорт и экспорт товаров и услуг.

^b В показатели прямых иностранных инвестиций включаются поступления от приватизации и межфирменные займы.

время потрясений на рынке нефти в 2000 году и быстрая реакция на недавнее замедление роста мировой экономики в 2001 году служат еще одним свидетельством большей синхронизации тенденций в СЦВЕ-10 и ЕС.

В перестройке финансовых систем – как государственных, так и частных – имеется некоторое отставание, но в последнее время во многих странах-кандидатах ускорилось проведение реформ и был достигнут значительный прогресс в приватизации и структурной реорганизации банковских секторов. Хотя уровень финансового посредничества все еще относительно низок (таблица 5.2.2, столбец 7), а финансовые рынки пока не очень глубоки, это отражает главным образом уровень развития данных стран, который, тем не менее, теперь является уже достаточным для привлечения все большего числа иностранных инвесторов. В более развитых странах-кандидатах существенно улучшились также пруденциальные показатели⁴³¹.

ii) Повышение равновесных реальных обменных курсов и инфляция в странах, ликвидирующих отставание от лидеров

При "идеальном" сценарии страны, ликвидирующие свое отставание, должны были бы иметь более высокие темпы роста по сравнению со средними показателями по ЕС, а инфляция в них должна была бы снизиться до уровня, определяемого

как стабильность цен, при этом должны были бы обеспечиваться оптимальные бюджетно-финансовые показатели, а процентные ставки должны были бы снижаться. Однако подобный сценарий вряд ли можно будет реализовать в силу самой природы макроэкономических структурных преобразований в этих странах. Это проявляется в динамике реального обменного курса, который выступает связующим звеном между реальной и номинальной сторонами процесса конвергенции.

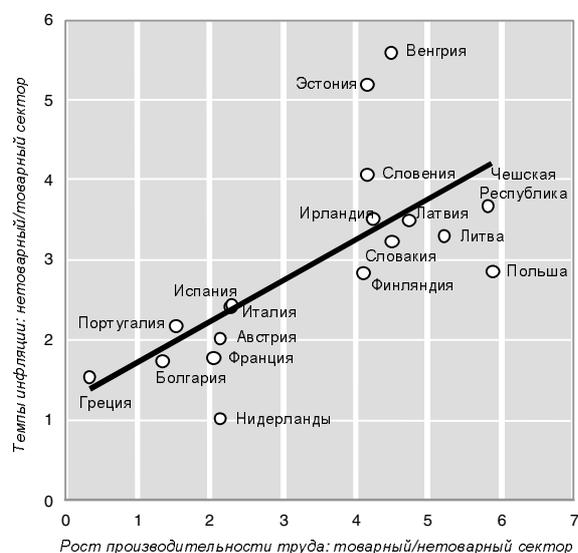
В динамично растущих, ликвидирующих свое отставание странах, таких как СЦВЕ-10, в среднесрочной перспективе можно ожидать повышения равновесного реального обменного курса, измеряемого на базе потребительских цен. Это обусловлено систематически более высокими темпами роста производительности труда в товарном секторе страны по сравнению как с нетоварным сектором (услуги), так и с ее основными торговыми партнерами. Ускоренный рост производительности труда в товарном секторе приводит – через процесс установления заработной платы – к повышению относительных цен продукции нетоварного сектора и, следовательно, к повышению темпов инфляции потребительских цен и к реальному повышению обменного курса. Этот эффект известен как эффект Балассы–Самуэльсона⁴³², который представляет собой феномен равновесия и является основополагающей особенностью динамично растущей, ликвидирующей свое отставание страны. Таким образом, более высокие

⁴³¹ Более подробный анализ приводится в работе N. Wagner, D. Iakova, "Financial sector evolution in the central European economies: challenges in supporting macroeconomic stability and sustainable growth", в: R. Feldman, C. Watson (eds.), *The Road to EU Accession* (IMF, Washington, D.C., November 2001).

⁴³² B. Balassa, "The purchasing power parity doctrine: a reappraisal", *Journal of Political Economy*, Vol. 72, 1962, pp. 584-596; P. Samuelson, "Theoretical notes on trade problems", *Review of Economics and Statistics*, Vol. 46, 1964, pp. 145-164.

ДИАГРАММА 5.2.1

Показатели отклонений в росте производительности труда и темпах инфляции в СЦВЕ-8 и ЕС, 1987–1998 годы
(В процентных пунктах)



Источник: Общая база данных ЕЭК ООН; Н.-W. Sinn, M. Reutter, *The Minimum Inflation Rate for Euroland*, NBER Working Paper, No. 8085 (Cambridge, MA), January 2001.

темпы инфляции потребительских цен в ликвидирующей свое отставание стране не являются следствием макроэкономической разбалансированности или неэффективной политики; они лишь отражают тот факт, что сближение уровней производительности между странами скорее всего приведет к сближению уровней доходов и цен. Продолжение процесса ликвидации отставания будет подразумевать повышение темпов инфляции в странах-кандидатах для уменьшения этого разрыва в уровнях относительных цен. В настоящее время СЦВЕ-10 имеют значительный разрыв между показателями ВВП на душу населения, рассчитанными по ППС и по текущим обменным курсам (см. таблицу 5.2.1), откуда следует, что относительные цены продукции нетоварного сектора по сравнению с продукцией товарного сектора в странах-кандидатах значительно ниже, чем в ЕС.

Как явствует из диаграммы 5.2.1, существует четкая позитивная связь между ростом относительной производительности труда и повышением относительных цен как в СЦВЕ-10, так и в ЕС, то есть различия между темпами роста цен в нетоварном и товарном секторах в странах-кандидатах могут в основном объясняться разрывом между показателями роста производительности труда в этих двух секторах. Подготовлен ряд оценок эффекта Балассы–Самуэльсона в СЦВЕ-10, которые колеблются от 0,8 до 3 процентных пунктов годовых показателей инфляции

потребительских цен⁴³³, но точная величина на период присоединения неизвестна. Ускорение темпов преодоления отставания может сопровождаться увеличением разрывов в производительности труда между этими двумя секторами, и в этом случае темпы инфляции, определяемые структурными характеристиками экономики страны, могут быть значительно выше темпов в более развитых странах ЕС⁴³⁴.

iii) Макроэкономические сдерживающие факторы и риски в период ликвидации отставания

Большинство присоединяющихся стран являются небольшими странами с открытой экономикой и с в основном либерализованными рынками капитала. Ввиду возможности ликвидации их отставания они являются привлекательными для иностранных инвесторов, но в то же время они очень чувствительны к событиям на других формирующихся рынках (а именно к этой категории их, как правило, и относят международные инвесторы). Одной из важнейших задач для тех, кто вырабатывает политику в СЦВЕ-10, является оптимизация устойчивого режима высоких темпов роста и потоков капитала при недопущении резких колебаний в экономических показателях. Для обеспечения устойчивости необходимо умело маневрировать между фундаментальными блоками дилемм, характерных для процесса присоединения: между быстрыми темпами роста и нарастанием дисбалансов, долгосрочной конвергенцией и краткосрочной стабилизацией, внешним и внутренним давлением на состояние денежно-кредитной сферы и между обеспечением стабильности цен и обеспечением стабильности обменного курса.

Ввиду обилия привлекательных инвестиционных возможностей инвестиционный спрос в

⁴³³ Анализ эффекта Балассы–Самуэльсона в странах с переходной экономикой и кластерные оценки по региону см. L. Halpern, C. Wyplosz, "Equilibrium exchange rates in transition economies", *IMF Staff Papers*, Vol. 44, No. 4 (Washington, D.C.), 1997, pp. 430–461, и "Экономические преобразования и реальный обменный курс в 2000 году: гипотеза Балассы–Самуэльсона", ЕЭК ООН, *Обзор экономического положения Европы, 2001 год, № 1*, глава 6, стр. 267–281. Оценки по Венгрии приводятся в работе M. Kovacs, A. Simon, *The Components of the Real Exchange Rate in Hungary*, National Bank of Hungary Working Paper, 1998/3 (Budapest), March 1998. По Словении см. P. Rother, "The impact of productivity differentials on inflation and the real exchange rate: an estimation of the Balassa-Samuelson effect in Slovenia", *IMF Staff Country Report No. 2000/56, Republic of Slovenia: Selected Issues* (Washington, D.C.), February 2000, pp. 26–38. Сопоставление со странами ЭВС см. E. Alberola-Ila, T. Tuuvainen, *Is There Scope for Inflation Differential in EMU? An Empirical Evaluation of the Balassa-Samuelson Model in EMU Countries*, Banco de Espana Working Paper, No. 9823 (Madrid), 1998.

⁴³⁴ Вместе с тем существуют некоторые факторы, которые могут уменьшить масштабы повышения равновесного курса в период присоединения. Многие из СЦВЕ-10 благодаря крупному притоку прямым иностранным инвестициям уже добились значительного повышения производительности труда в секторах услуг. Кроме того, революция в сфере информационной технологии также, по всей вероятности, приведет к резкому увеличению производительности труда в нетоварном секторе. На реальные масштабы корректировки могут повлиять также условия на рынках труда, которые имеют разные показатели структурной закрепленности в присоединяющихся странах.

присоединяющихся странах, скорее всего, будет оставаться высоким. В то же время внутренние сбережения могут оказаться недостаточными для покрытия этого растущего спроса на инвестиции; в частности, по-видимому, будут неуклонно возрастать заимствования корпоративного сектора. Поскольку размеры внутренних сбережений в большинстве СЦВЕ-10 дополнительно ограничиваются крупными потребностями в государственных расходах, обусловленными системными реформами, процесс ликвидации отставания, вероятнее всего, будет сопровождаться увеличением дефицитов по счету текущих операций и, возможно, внешней задолженности. Пока существует валютный риск, увеличение объемов задолженности, номинированной в иностранной валюте, может рассматриваться участниками рынков как признак уязвимости. Таким образом, в преддверии вступления в валютный союз устойчивость дефицитов по счету текущих операций наряду с уровнем внешней задолженности может превратиться в важный сдерживающий фактор, особенно если увеличение иностранной задолженности не будет сопровождаться равноценным увеличением экспортного потенциала.

Остроту долговой проблемы можно смягчить путем привлечения не ведущих к росту задолженности прямых иностранных инвестиций (ПИИ). Опыт второй половины 90-х годов показывает, что даже крупные дефициты по счету текущих операций могут финансироваться – порой даже с лихвой – в основном за счет ПИИ. В то же время несколько стран с переходной экономикой в 90-х годах стали также получателями значительных объемов краткосрочного капитала в виде портфельных инвестиций и банковских займов. Эти потоки были довольно неустойчивыми в период потрясений на формирующихся рынках в конце 90-х годов. Крупные перемещения капитала могут стать значительным источником уязвимости в период присоединения.

Хрупкость финансового сектора является еще одним источником уязвимости, способным вызвать валютные кризисы. Несмотря на прогресс в проведении финансовых реформ и во внедрении системы пруденциального регулирования, подверженность финансовой системы внезапным изменениям обменных курсов ввиду несбалансированности обязательств и требований по валютам и срокам все же может создавать значительные опасности в период присоединения. В частности, увеличение объемов краткосрочных обязательств, номинированных в иностранной валюте, может повышать риски финансовой и валютной нестабильности.

iv) Задачи политики

Для удержания равновесия в процессе ликвидации отставания необходим четкий баланс

между потребностями долгосрочной конвергенции и краткосрочной стабилизации. Трендовое повышение равновесного реального обменного курса означает, что в странах с динамично растущей экономикой равновесная реальная процентная ставка при наличии такого условия, как непокрытый процентный паритет (НПП), может быть существенно ниже, чем в развитых странах, особенно если уменьшается определяемая рынком премия за риск⁴³⁵. В то же время внутренние условия в присоединяющихся странах могут потребовать от центральных банков удержания процентных ставок на относительно высоком уровне для подкрепления диз-инфляции и стимулирования роста сбережений домашних хозяйств. Следовательно, главная дилемма денежно-кредитной политики заключается в том, как примирить внешние и внутренние ограничители и при разработке более долгосрочной стратегии, и при реализации политики на повседневной основе, поскольку это имеет ключевое значение для гармонизации реальной и номинальной конвергенции.

В присоединяющихся странах, добившихся неплохих результатов в деле стабилизации и проводящих заслуживающую доверия политику, сдерживающим фактором для политики регулирования процентных ставок являются изменения в оценках регионального риска и риска по категории формирующихся рынков. На требуемую премию к процентным ставкам иногда могут сильно влиять внешние факторы, не подвластные тем, кто вырабатывает внутреннюю политику (например, так называемый "эффект внезапной остановки" в результате кризисов на формирующихся рынках⁴³⁶ или "бегство к качеству" обеспокоенных инвесторов). В этом случае процентная ставка, подразумеваемая условием паритета, может значительно превышать уровень, являющийся оптимальным для внутренних условий. Резкий скачок требуемой премии за риск и/или отток капитала могут вынуждать идти на такие меры (снижение обменного курса или повышение процентных ставок), которые противоречат поступательному развитию фундаментальных показателей экономики.

⁴³⁵ При условии НПП $r - r^* = \Delta e/e - (\pi - \pi^*) + \mu$, где π = внутренняя инфляция; r = внутренняя реальная процентная ставка; π^* = зарубежная инфляция; r^* = зарубежная реальная процентная ставка; $\Delta e/e$ = изменение обменного курса; μ = требуемая премия за риск. Член уравнения $[\Delta e/e - (\pi - \pi^*)]$ представляет собой изменение реального обменного курса. Страновой риск имеет три элемента: риск невыполнения обязательств, отражающий кредитоспособность страны; валютный риск, который отчасти зависит от фундаментальных показателей экономики, а отчасти от "подстраховки", гарантируемой режимом обменного курса; а также региональный риск, определяемый внешними факторами.

⁴³⁶ Отчасти в силу перспектив присоединения к ЕС и ЭВС СЦВЕ-10 были в меньшей степени подвержены влиянию эффекта "внезапных остановок", чем страны с формирующейся рыночной экономикой в Латинской Америке. G. Galvo, "The case for hard pegs in the brave new world of global finance", paper presented at the ADCDE Europe Conference (Paris), 26 June 2000.

Сведение к минимуму дестабилизирующего воздействия внешних потрясений в период до присоединения представляет собой одну из важнейших задач для тех, кто вырабатывает политику в присоединяющихся странах, поскольку они и впредь будут подвержены номинальным, а также реальным асимметрическим потрясениям. Если вести речь о потрясениях на уровне номинальных показателей, то можно предположить, что наиболее серьезную опасность до присоединения будет представлять эффект расползания кризисов с формирующихся рынков, хотя потенциальными источниками нестабильности следует считать также внутреннюю финансово-бюджетную политику и уязвимость финансового сектора⁴³⁷. Само вступление в ЕС и перспективы присоединения к ЭВС также можно считать потенциальным источником будущих асимметрических потрясений, поскольку в период до присоединения к ЭВС существует высокая степень вероятности перемещения крупных сумм финансовых инвестиций в качестве части арбитражной стратегии сближения доходности по внутренним активам и активам в ЭВС.

Одной из важнейших задач является управление повышением реального обменного курса. Тем, кто определяет внутреннюю политику, приходится выбирать в качестве средства для управления повышением реального курса либо инфляционный дифференциал, либо номинальное повышение обменного курса. С одной стороны, если сделать ставку на поддержание относительно стабильного номинального обменного курса, то это может привести к тому, что темпы инфляции превысят показатели, предусмотренные критерием стабильности цен по Договору. С другой стороны, номинальное повышение курса в состоянии помочь в достижении более высоких темпов дезинфляции, но в условиях небольшой и открытой экономики это может быть сопряжено с риском, поскольку способно больно ударить по товарному сектору и поставить под угрозу экономический рост, стимулируемый экспортом. Таким образом, сбалансированный сценарий преодоления отставания в сочетании с относительно стабильным номинальным обменным курсом может подразумевать более высокие темпы инфляции в СЦВЕ-10, чем это требуется по критерию стабильности цен ЭВС. А это значит, что при одновременном выполнении требований по критериям стабильности цен и обменных курсов для членства в ЭВС между этими задачами может возникнуть противоречие (см. ниже).

⁴³⁷ Вероятность безудержного расходования бюджетных средств снижается в связи с тем, что большинство кандидатов в 90-х годах уже столкнулись с опасностями и последствиями неадекватного бюджетного контроля. Таким образом, страны-кандидаты вполне отдают себе отчет в необходимых условиях устойчивости, и их заинтересованность в ориентированной на обеспечение стабильности макрополитике, подкрепляемой сбалансированным бюджетом, в принципе не связана с их желанием присоединиться к ЭВС.

На этапе, предшествующем присоединению к ЕС, для стабилизационной политики существуют две главные опоры: i) обменный курс, который при правильно выбранном режиме способен смягчить последствия перемещения капитала и шоковых потрясений, и ii) финансово-бюджетная политика, которая имеет ключевое значение для управления сбалансированным и устойчивым процессом преодоления отставания⁴³⁸. Эффективное управление процессом ликвидации отставания предполагает сбалансированное сочетание мер финансово-бюджетной и денежно-кредитной политики⁴³⁹, и в этом контексте основополагающее значение имеют характеристики режимов обменного курса и денежно-кредитной политики.

5.3 Роль режима обменного курса в процессе ликвидации отставания

С начала переходного периода СЦВЕ-10 использовали самые разнообразные режимы обменного курса и денежно-кредитной политики⁴⁴⁰. Явное предпочтение, отдававшееся на старте переходного периода режимам, основанным на обменном курсе, служило отражением того, что органы, отвечавшие за выработку политики, рассматривали обменный курс как наиболее эффективный инструмент "закрепления" ожиданий в условиях переходной экономики. Балтийские страны ввели режимы жесткой привязки, причем две из них – в контексте механизма валютного совета (МВС), а центральноевропейские страны на первых порах использовали режимы привязанных обменных курсов с разной степенью жесткости (корректируемая или ползущая привязка), подкреплявшиеся мерами контроля за наиболее неустойчивыми потоками капиталов.

Режимы мягкой привязки в сочетании с полной мобильностью капитала оказались несостоятельными, поскольку они превращают такие валюты в потенциальные мишени для спекулятивных атак; поэтому к началу десятилетия присоединения СЦВЕ-10 переориентировались на "крайние решения", то есть либо на режимы гибких обменных курсов, либо на очень жесткую привязку⁴⁴¹. Польша, Румыния,

⁴³⁸ "Balancing fiscal priorities – challenges for the central European countries", в: R. Feldman, C. Watson (eds.), op. cit.

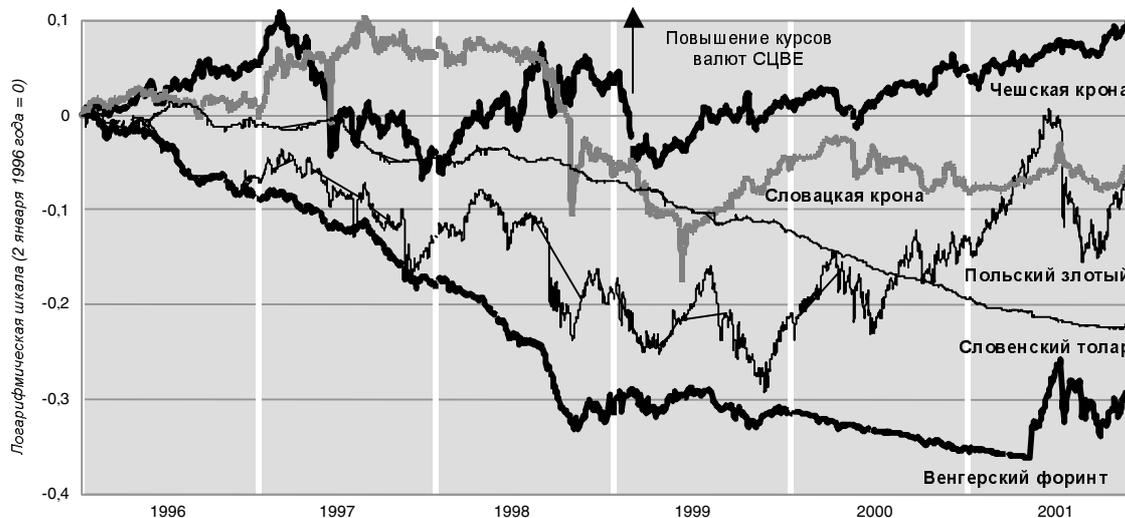
⁴³⁹ Финансово-бюджетные последствия присоединения к ЭВС в настоящей главе отдельно не рассматриваются. Анализ некоторых из задач финансово-бюджетной политики в странах-кандидатах см. в главе 3.2 настоящего *Обзора*.

⁴⁴⁰ "Monetary and exchange rate regimes in central European economies on the road to EU accession and monetary union", в: R. Feldman, C. Watson (eds.), op. cit.

⁴⁴¹ Отмену режимов ползущей привязки в СЦВЕ-10 не следует рассматривать как провал промежуточных режимов. Более того, режимы ползущей привязки в Венгрии и Польше сыграли ведущую роль в укреплении доверия к экономике на определенном этапе стабилизации. Вместе с тем режимы ползущей привязки следует рассматривать в качестве временного решения, и выход из них в странах центральной Европы был "заранее запрограммированным", хотя и был ускорен спекулятивными

ДИАГРАММА 5.3.1

Номинальные обменные курсы валют СЦВЕ-5 по отношению к немецкой марке, 1996–2001 годы
(Индексы по логарифмической шкале, 2 января 1996 года = 0)



Источник: Национальный банк Венгрии.

Словакия, Словения и Чешская Республика имеют режимы плавающих курсов или режимы управляемого плавания, а Венгрия использует режим широкого валютного коридора (± 15 процентов) при привязке центрального паритета к евро. Балтийские страны сохраняют МВС (в Литве и Эстонии) или режим очень жесткой привязки (с нулевым коридором колебаний в Латвии). Болгария после кризиса и всплеска гиперинфляции также ввела МВС в 1997 году.

Опыт использования МВС за минувшее десятилетие высветил важнейшие условия эффективного срабатывания режима жесткой привязки, а именно: наличие относительно небольшой экономики с крупным экспортным сектором, гибкими рынками труда, сильными финансовыми институтами и с подкрепляющей финансово-бюджетной политикой⁴⁴². На период, предшествующий присоединению, перед этой группой кандидатов стоит задача сохранения сбалансированного подхода для получения возможности стать полноправными членами ЭВС. В то же время перед центральноевропейскими странами, имеющими гибкие обменные курсы, стоит дополнительная задача корректировки их режимов в целях выхода на критерии номинальной конвергенции для вступления в ЭВС.

Один из важных, принципиальных вопросов заключается в том, в состоянии ли эта гибкость помочь странам-кандидатам свести к минимуму риск кризисов

в преддверии присоединения к валютному союзу и выполнить требования МВК-2. В свете традиционной экономико-политической рекомендации ("если шоковые потрясения бьют по реальным показателям, вводите режим плавания, если же по номинальным, то фиксируйте курс") выбор плавающих режимов в присоединяющихся странах отнюдь не очевиден, поскольку асимметрические потрясения, которые им, по всей вероятности, придется пережить в период присоединения, в основном носят номинальный характер и имеют внешнее происхождение. Кроме того, введение режима плавающих обменных курсов серьезно сказывается на основах денежно-кредитной политики в стране-кандидате. Все страны, использующие режимы плавания, перешли с таргетирования обменных курсов на таргетирование инфляции, хотя их среднесрочные цели заключаются в присоединении к МВК-2, что подразумевает возврат к таргетированию обменных курсов.

і) Гибкие обменные курсы как инструмент политики

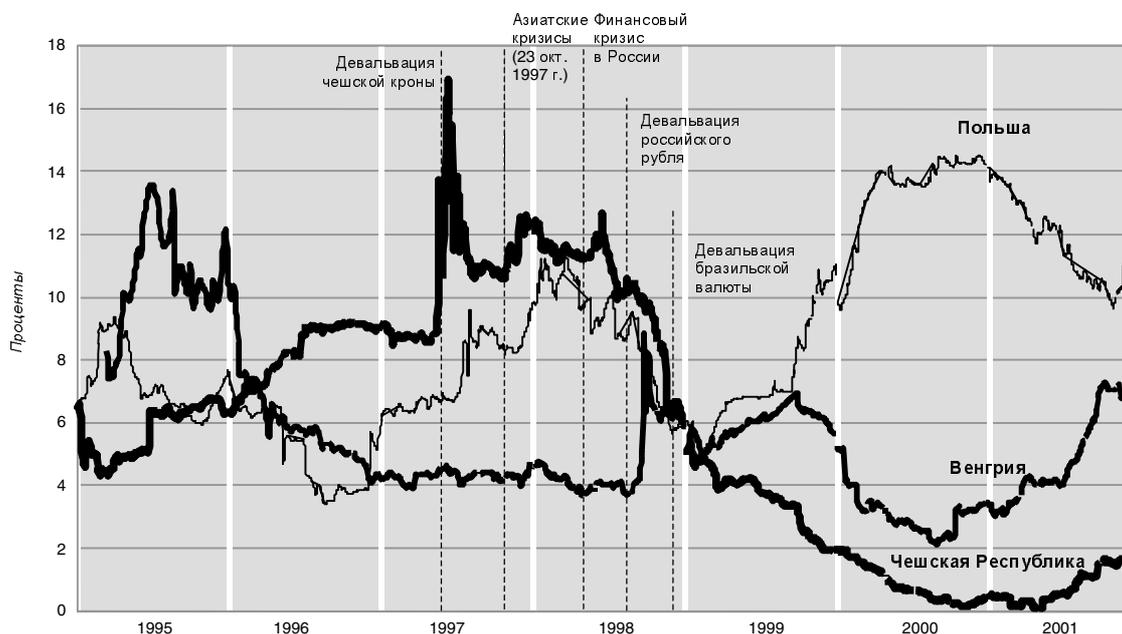
Режим гибкого обменного курса расширяет свободу для маневра в политике. В этой связи возможность выверки равновесного уровня обменного курса перед присоединением к МВК-2 нередко используется в качестве аргумента в пользу выбора такого режима. При гибких режимах повышение обменного курса может также послужить опорой для политики борьбы с инфляцией, а денежно-кредитная политика ввиду большей свободы для маневра способна лучше справиться с проблемой спекулятивных потоков. Плавающий обменный курс может также послужить опорой для экономической стабилизации благодаря смягчению последствий

потоками. В более общем плане с точки зрения расширения ЕС опыт 90-х годов может дать важный урок для будущих кандидатов на присоединение.

⁴⁴² A. Gulde, J. Kahkonen, P. Keller, *Pros and Cons of Currency Board Arrangements in the Lead-up to EU Accession and Participation in the Euro Zone*, IMF Policy Discussion Paper PDP/00/1 (Washington, D.C.), January 2000.

ДИАГРАММА 5.3.2

Надбавки к процентным ставкам по венгерскому форинту, польскому злотому и чешской кроне, 1995–2001 годы
(В процентах)



Источник: Расчеты, основанные на данных, полученных из баз данных национальных центральных банков, а также IMF, *International Financial Statistics* (Washington, D.C.), различные выпуски.

Примечание: Надбавки к процентным ставкам рассчитываются на основе трехмесячных межбанковских ставок и заранее объявленных темпов снижения курсов валют в сопоставлении с трехмесячной ставкой ЛИБОР. В Чешской Республике, где курс валюты было либо фиксированным, либо плавающим, никаких поправок на изменения обменного курса не делалось. Польский злотый был переведен на плавающий режим в апреле 2000 года, а "ползущая" девальвация венгерского форинта прекратилась в октябре 2001 года, в связи с чем никаких корректировок на изменения обменных курсов после этих дат не производилось.

внешних потрясений и противодействию расползанию кризисов с формирующихся рынков. В случае же кризиса, спровоцированного оттоком капитала и сопровождающегося повышением премий за риск, власти могут пойти на вариант снижения обменного курса, с тем чтобы свести при этом к минимуму потери резервов и избежать чрезмерного повышения процентных ставок.

Имеются и контраргументы против использования гибкого обменного курса. Так, на практике могут возникнуть трудности с четким выявлением факторов, лежащих в основе номинального повышения курса: служит ли это отражением корректировки равновесного курса или же является следствием притока спекулятивных капиталов. Кроме того, как уже отмечалось, номинальное повышение курса может помешать экономическому росту, базирующемуся на экспортной активности. Что касается смягчения потрясений на номинальном уровне, то на практике обменный курс не способен с легкостью абсорбировать переток страновых рисков, вызванный расползанием кризисов, поскольку снижение курса вполне может породить ожидания его дальнейшего падения⁴⁴³.

Опыт СЦВЕ-10, накопленный за последние годы, является довольно разнообразным. С момента введения режима плавания чешская крона и польский злотый имели тенденцию к повышению, тогда как динамика курса словацкой кроны была менее однозначной. Напротив, курс словенского толара устойчиво снижался, так же как и курс венгерского форинта до отмены в мае 2001 года режима ползущей привязки с узким валютным коридором (диаграмма 5.3.1)⁴⁴⁴.

Кризисы на формирующихся рынках в конце 90-х годов (в Азии и России) позволили проверить, как режимы обменных курсов более развитых стран-кандидатов реагируют на шоковые потрясения. В целом гибкость обменных курсов существенно повысила валютный риск, что нашло отражение в более высоких надбавках к процентным ставкам (диаграмма 5.3.2). Реакция премий за риск по

процентные ставки еще больше, чем странам с режимом привязки: то есть им приходилось платить известную цену за отсутствие обязательств по поддержанию обменного курса. R. Hausmann, "Latin America: no firework, no crisis?" [документ, представленный на конференции по теме "Уроки недавних глобальных финансовых кризисов", организованной совместно Банком международных расчетов и Федеральным резервным банком Чикаго (Чикаго) 30 сентября – 2 октября 1999 года].

⁴⁴³ Эмпирические данные по Латинской Америке свидетельствуют о том, что странам с плавающими курсами приходилось повышать

⁴⁴⁴ В обоих случаях свою роль в снижении курсов этих валют сыграла политика.

внутренним активам была в разных странах совершенно различной: в Венгрии (с ее квазификсированным режимом) эта надбавка резко подскочила, тогда как в Польше и Чешской Республике она уменьшилась. В то же время злотый и чешская крона значительно подешевели, а снижение курса форинта было ограничено узким коридором. Данные в целом подтверждают мнение о том, что гибкие режимы позволяют легче справиться с внешними потрясениями, но ценой более высоких процентных ставок.

Международный опыт свидетельствует о том, что для эффективного срабатывания гибкого режима необходимо соблюдение следующих условий: высокая степень доверия к экономической и денежно-кредитной политике; "трансмиссионный" коэффициент обменного курса должен быть низким или должен снижаться; имея дело с валютным риском, частный сектор должен действовать с крайней осторожностью; а валютные асимметрии между активами и обязательствами и неустойчивость финансовых рынков не должны увеличиваться. Исходя из допущения о неполной "перекачке" возрастающей неустойчивости обменного курса во внутренние цены и инфляционные ожидания, важно также найти надежный "номинальный якорь".

ii) Роль "номинальных якорей"

Страны-кандидаты, которые в конце 90-х годов ввели гибкие режимы обменных курсов, предпочли выбрать в качестве "номинального якоря" таргетирование инфляции (ТИ). Успешное ТИ предполагает более высокую степень доверия к денежно-кредитной политике, четкое разъяснение общественности преследуемых целей и средств их достижения, а также достаточно глубокое знание механизма передачи сигналов в денежно-кредитной сфере. Политика дезинфляции при этом режиме может быть успешной только в том случае, если прогнозы инфляции могут убедительно заменить обменный курс в качестве номинального якоря для привязки ожиданий и экономических решений. Кроме того, вес каналов прямой и косвенной передачи сигналов обменного курса должен быть значительно уменьшен по сравнению с их весом при системе таргетирования обменного курса. Для обеспечения эффективности ТИ требуется также, чтобы процентные ставки оказывали значительное влияние на экономику.

В этом отношении страны-кандидаты сталкиваются с более серьезными факторами неопределенности, чем более развитые страны. В небольших странах с открытой экономикой воздействие движения обменных курсов может быть более сильным по сравнению с влиянием процентных ставок даже при повышении доверия к контрольным показателям инфляции. Кроме того, влияние реальных процентных ставок на сбережения может быть

двойственным: в условиях переходного периода существует ряд деформирующих факторов, которые сказываются на склонности домашних хозяйств к сбережению средств, при том что, как уже отмечалось ранее, доля долгового финансирования в корпоративных инвестициях обычно возрастает, отчасти независимо от уровня процентных ставок. Следовательно, эффективность денежно-кредитной политики может быть ограниченной. С другой стороны, при режиме гибкого обменного курса органы денежно-кредитной сферы могут осуществлять интервенции как на рынках краткосрочных капиталов, так и на рынках иностранной валюты в целях уравнивания внутренних и внешних ограничений и недопущения значительных колебаний номинальных показателей.

iii) Механизм валютных курсов (МВК-2) как гибкий инструмент управления процессом конвергенции

До присоединения к валютному союзу кандидатам необходимо провести как минимум два года в механизме валютных курсов (МВК-2). В принципе этот режим представляет собой не просто своеобразную "прихожую" зоны евро, а денежно-кредитный рамочный механизм, преследующий ряд целей: i) облегчение номинальной конвергенции (в направлении маастрихтских критериев); ii) рыночное апробирование стабильности обменных курсов; iii) обеспечение того, чтобы данная страна вступала в зону евро, имея надлежащий обменный курс; и iv) подготовка центральных банков к функционированию в качестве членов Системы европейских центральных банков⁴⁴⁵.

От "простого" режима гибких обменных курсов рамочную основу МВК-2 отличают две важные особенности. Центральный паритет можно рассматривать в качестве "номинального якоря", представляющего собой – в принципе – обменный курс, который должен быть зафиксирован раз и навсегда. Широкодиапазонная версия МВК по типу посткризисной модели 1992 года обеспечивает базовый механизм для управления обменными курсами. Кроме того, гарантированное обеспечение пределов валютного коридора в МВК-2 будет представлять собой совместное обязательство страны-кандидата и ЕЦБ, что должно способствовать уменьшению опасности самореализации ожиданий, касающихся обменных курсов.

Совместимость механизмов валютного совета с МВК-2 уже была признана руководящими органами

⁴⁴⁵ P. van der Haegen, C. Thimann, "Monetary policy in transition and towards accession", в: G. Tumpel-Guggerell, L. Wolfe, P. Mooslechner (eds.), *Completing Transition: The Main Challenges* (Berlin, Springer, 2001), pp. 161-184; J. Kröger, D. Redonnet, "Exchange rate regimes and economic integration", *CESINFO Forum* (Munich), Summer 2001, pp. 6-13.

ЕС. Но странам-кандидатам с режимами плавающих обменных курсов для вступления в МВК-2 необходимо договориться с ЕЦБ о центральном паритете и ширине коридора, которая будет варьироваться между странами, но, скорее всего, будет значительной⁴⁴⁶.

Применение режима по типу МВК-2 на протяжении длительного периода может создать в странах-кандидатах целый ряд проблем, связанных с устойчивостью. МВК-2 не допускает снижения центрального паритета. Следовательно, страны-кандидаты прямо заинтересованы в присоединении к МВК-2 при несколько сниженном центральном паритете (как это сделала Греция), что позволит им перемещаться в более "сильную часть" коридора даже при девальвационном давлении, обусловленном непредвиденными внешними потрясениями⁴⁴⁷. С другой стороны, МВК-2 допускает повышение центрального паритета. Однако, если МВК-2 будет сохраняться на протяжении значительного периода, а реальное повышение равновесного курса будет компенсироваться номинальным повышением курса, даже широкий коридор может стать "узким" в зависимости от силы эффекта Балассы–Самуэльсона⁴⁴⁸. Регулярные корректировки курса, а также колебания обменного курса в пределах верхней части коридора могут породить самореализующиеся ожидания повышения курса и тем самым поставить под угрозу упорядоченный процесс преодоления отставания.

Режим МВК-2, где существует систематическое повышательное давление на обменный курс в направлении верхней части валютного коридора (как это было в Венгрии после введения режима, совместимого с МВК-2) или где центральный паритет устойчиво повышается, не выполняет своей роли "эффективного якоря"; вместо этого данный режим выполняет функцию "мягкого таргетирования" инфляции. Отсюда следует, что страны-кандидаты, имеющие гибкие режимы, скорее всего, примут на себя официальные обязательства по МВК-2 лишь в "последний момент" (то есть за два года до изучения вопроса о присоединении к ЭВС), когда вероятность достижения устойчивости будет более высокой и когда можно будет точнее определить центральный паритет для выполнения роли "якоря" в качестве стабилизатора ожиданий.

⁴⁴⁶ Возможно, стоит обратиться к опыту Венгрии, поскольку после отказа от установления диапазона ползущей привязки она ввела в одностороннем порядке в октябре 2001 года режим привязки к евро с шириной коридора ± 15 процентов.

⁴⁴⁷ В противном случае при любом снижении обменного курса, особенно при его отклонении от центрального паритета, участники рынка могут начать сомневаться в устойчивости МВК-2 и спекуляция может превратиться в самодовлеющий фактор.

⁴⁴⁸ Если в случае Венгрии предположить возможность 2-процентного ежегодного повышения номинального курса форинта, то можно ожидать, что обменный курс окажется за пределами широкого коридора до достижения с ЕС официальной договоренности о присоединении к МВК-2.

5.4 Сценарии присоединения к ЭВС

i) Рамочные основы политики присоединения к ЭВС

a) Перспективы номинальной конвергенции

Хотя для пяти первоначальных участников зоны евро экономический смысл маастрихтских критериев был достаточно очевидным, длительный процесс преодоления отставания новыми кандидатами выдвигает на передний план ряд новых вопросов. Признание противоречия, существующего между критерием стабильности цен и критерием стабильности обменного курса, нашло свое отражение в допущении повышения центрального паритета в МВК-2, однако изменение толкования требования стабильности цен⁴⁴⁹ до сих пор не рассматривалось руководящими органами ЕС в качестве возможного варианта. Таким образом, остается ряд принципиальных вопросов, которые необходимо решить странам-кандидатам.

⁴⁴⁹ Этот вопрос был поднят, в частности, в следующих работах: W. Buiters, C. Grafe, *Anchor, Float or Abandon Ship: Exchange Rate Regimes for Accession Countries*, CEPR Discussion Paper, No. 3184 (London), January 2002, и G. Szapáry, *Maastricht and the Choice of Exchange Rate Regime in Transition Countries During the Run-up to EMU*, National Bank of Hungary Working Paper, 2000/7 (Budapest), July 2000.

СЦВЕ-8 уже достигли значительной степени номинальной конвергенции с ЕС (таблица 5.4.1), и перспективы дальнейшего снижения темпов инфляции представляются благоприятными. Финансово-бюджетные показатели свидетельствуют о том, что в большинстве СЦВЕ-10 бюджетные дефициты находятся под контролем, а коэффициенты государственной задолженности ниже потолка, установленного в Маастрихте⁴⁵⁰. Однако, поскольку впереди еще предстоит осуществление крупных программ структурной перестройки, исключить возможность увеличения дефицитов и объемов государственного долга даже в некоторых из наиболее развитых стран-кандидатов нельзя. Таким образом, возможности дальнейшего наращивания государственных заимствований в этих странах невелики.

Сравнение маастрихтских показателей кандидатов с показателями менее развитых стран из группы ЭВС-12 позволяет сделать вывод о том, что более развитые из числа кандидатов сегодня находятся в несколько более выгодном положении по сравнению с теми позициями, которые имели нынешние участники зоны евро на сопоставимом этапе перед присоединением к ЭВС. Задача номинальной конвергенции, стоящая перед более развитыми из новых кандидатов, отнюдь не представляется более сложной по сравнению с задачей, стоявшей перед Грецией в середине 90-х годов⁴⁵¹. В то же время ввиду ликвидации системы контроля за движением капитала вероятность шоковых потрясений для СЦВЕ-10 в период присоединения значительно выше.

b) Выгоды и издержки присоединения к ЭВС

Главные выгоды, которые ожидают получить присоединяющиеся страны от своего вступления в ряды участников ЭВС, связаны с устранением валютного риска. Вследствие этого смягчится воздействие ограничителей, связанных с устойчивостью относительно крупных дефицитов по счету текущих операций, а именно они являются основными ограничителями в переходный период и период присоединения⁴⁵². Переход на евро, по всей

⁴⁵⁰ Несмотря на быстрое снижение во второй половине 90-х годов, коэффициенты государственной задолженности Болгарии и Венгрии необходимо дополнительно уменьшить, с тем чтобы привести их в соответствие с их потенциалом роста. S. Gomulka, "Policy challenges within the (enlarged) European Union: how to foster economic convergence?" [документ, представленный на конференции по теме "Конвергенция и дивергенция в Европе", Национальный банк Австрии (Вена), 5–6 ноября 2001 года].

⁴⁵¹ J. Pelkmans et al., op. cit.

⁴⁵² Об этом свидетельствует опыт менее развитых из числа участников зоны евро. В период конвергенции годовой дефицит по счету текущих операций Португалии составлял порядка 3 процентов от ВВП, а после перехода на евро он вырос почти до 9 процентов. A. Alesina, O. Blanchard, J. Gali, F. Giavazzi, H. Uhlig, *Monitoring the ECB 3: Defining a Macroeconomic Framework for the Euro Area* (London, CEPR, 2001). Однако следует отметить, что, хотя после присоединения к ЭВС риск валютного кризиса устраняется, крупные дефициты по счету текущих операций остаются фактором риска для экономики ввиду увеличения задолженности.

ТАБЛИЦА 5.4.1

Показатели номинальной конвергенции СЦВЕ-10 по маастрихтским критериям, 1996–2001 годы (Доля в процентах)

	Среднегодовые ИПЦ ^a		Отношение сальдо бюджета органов государственного управления к ВВП ^b		Отношение государственной задолженности к ВВП ^c		Долгосрочные процентные ставки
	1996	2000	1996	2000	1997	2000	
	2001	2001	2001	2001	2001	2001	
Болгария.....	123,0	10,3	-15,3	-0,7	107,4	76,9	5,0
Чешская Республика	9,1	3,9	-1,7	-4,2	13,0	17,3	5,3
Эстония.....	19,8	3,9	-1,6	-0,7	6,8	5,3	6,8
Венгрия.....	23,5	10,0	-3,2	-3,1	64,2	55,7	7,0
Латвия.....	17,6	2,6	-1,3	-2,7	10,6	14,1	10,2
Литва.....	27,4	0,9	-2,8	-3,3	15,7	23,7	6,3
Польша.....	18,6	8,4	-2,3	-3,5	46,9	40,9	8,8
Румыния.....	38,8	45,7	-3,5	-3,8	16,5	22,9	49,2
Словакия.....	5,8	12,1	-2,1	-6,7	29,7	37,3	7,7
Словения.....	9,9	8,9	0,3	-2,3	23,2	25,8	9,7
Контрольный показатель по ЭВС.....	..	2,8	..	3,0	60,0

Источник: Годовые доклады о продвижении стран-кандидатов в направлении присоединения к ЕС, публикуемые Европейской комиссией в издании European Commission, *Enlargement Monitor* (с ними можно ознакомиться в Интернете по адресу: [http://europa.eu.int/comm/enlargement/report2001/]), ноябрь 2001 года.

^a Это – первые итоги попытки составить совместимые с ГИПЦ индексы потребительских цен по СЦВЕ-10.

^b Бюджеты органов государственного управления включают в себя бюджеты центральных органов управления, бюджеты муниципалитетов и внебюджетные фонды, но исключают поступления от приватизации. Бюджетно-финансовые показатели являются предварительными в том смысле, что они пока не в полной мере отвечают методологическим требованиям ЕС. Дефицит/профицит бюджета органов государственного управления впервые соотнесен с предусмотренной национальными счетами концепцией консолидированных чистых заимствований/чистых кредитов органов государственного управления по ЕСС-95. Задолженность органов государственного управления определяется как консолидированная валовая задолженность по состоянию на конец года в номинальном выражении.

^c Показатели доходности по 10-летним государственным облигациям на конец 2001 года. Более короткие сроки были использованы по следующим странам: Болгария, Латвия, Литва, Румыния, Словакия и Эстония.

вероятности, еще более усилит эффекты создания торговых потоков и потоков ПИИ, а риски, связанные с притоком спекулятивных капиталов, будут устранены в результате внедрения общих денежно-кредитных условий зоны евро. Экономия на операционных издержках может принести выигрыш многим областям экономической деятельности (торговля, туризм, корпоративное управление и т. д.). Ожидается также, что вступление в валютный союз усилит финансовую стабильность и повысит авторитетность и предсказуемость внутренней политики, подкрепленной низкими темпами инфляции.

Переход на евро означает, что процентные ставки будут определяться политическими решениями ЕЦБ на основе средних показателей стран ЭВС, но, учитывая относительно небольшие размеры их экономики и финансовых секторов, страны-кандидаты вряд ли будут оказывать значительное влияние на денежно-кредитные условия в зоне евро. Таким образом, "импортируемые" процентные ставки, скорее всего,

будут ниже по сравнению с теми, которые соответствуют состоянию экономического цикла в динамично развивающихся новых членах. Надбавки к процентным ставкам также существенно снизятся благодаря устранению валютного риска. Следовательно, можно ожидать падения реальных процентных ставок, которое приведет к уменьшению платежей в счет погашения процентов по государственному долгу, с одной стороны, и к увеличению инвестиций, главным образом под воздействием экспортной деятельности, – с другой. В результате этого потенциальные темпы роста новых участников зоны евро могут увеличиться, что позволит им быстрее ликвидировать свое отставание от более развитых стран⁴⁵³.

Что же касается издержек, то наиболее важным фактором является утрата контроля над политикой в области обменных курсов и денежно-кредитной политикой. Однако, как уже указывалось выше, в преддверии присоединения у этих стран вряд ли будет достаточно широкое пространство для маневра в политике в целях оказания влияния на обменные курсы и процентные ставки. Следует отметить также, что после присоединения к ЕС новым членам не будет позволено прибегать к "конкурентной" девальвации, поскольку это может поставить под угрозу уже обеспеченную к тому времени конвергенцию. "Утрата независимости в денежно-кредитной сфере" не приведет к фундаментальным изменениям в процессе выработки политики, поскольку состояние денежно-кредитной сферы этих стран уже находилось под сильным влиянием внешних условий в 90-х годах. Следовательно, бюджетно-финансовая политика останется главным инструментом сохранения стабильности в новых странах-членах.

Один из центральных вопросов, требующих своего решения в контексте анализа издержек и выгод, связан с возможным временным падением объемов производства в результате присоединения к ЕС. Сегодня сложилось общее понимание в вопросе о том, что выход на критерии номинальной конвергенции (маастрихтские критерии) может подразумевать для СЦВЕ-10 определенные издержки в виде потенциальных производственных потерь. Причина этого заключается в том, что в соответствии с нынешними правилами для присоединения к зоне евро могут потребоваться более низкие темпы инфляции, чем те, которые подразумеваются эффектом Балассы–

Самуэльсона⁴⁵⁴. Для выхода на требуемые темпы инфляции кандидатам, возможно, придется пойти на использование сочетания исключительно жесткой бюджетной корректировки с некоторым повышением обменного курса⁴⁵⁵. Такого рода политика в краткосрочной перспективе, скорее всего, приведет к потерям потенциального производства и, следовательно, к повышению уровня безработицы; тем самым маастрихтское определение стабильности цен может "наказать" динамично развивающиеся, ликвидирующие свое отставание страны⁴⁵⁶. Достигнутое таким образом снижение темпов инфляции, вероятно, не приведет к значительному повышению авторитетности политики данной страны, но инвесторы смогут получать крупные прибыли благодаря возможностям проведения арбитражных операций, открывающимся на рынках краткосрочных ценных бумаг.

С другой стороны, потери производства, вероятнее всего, будут лишь временными. После присоединения к ЭВС страны-кандидаты должны получить выигрыш от уже описанных факторов форсирования роста, и в этом случае можно рассчитывать на возобновление быстрых темпов преодоления отставания. Действительно, для стран, уже входящих в ЭВС, не существует никаких обязательных номинальных ограничителей возможного процесса ликвидации отставания при условии, если их фундаментальные макроэкономические показатели являются здоровыми и стабильными⁴⁵⁷. В более долгосрочной перспективе выгоды от участия в зоне евро, по всей видимости, перевесят краткосрочные потери, связанные с процессом присоединения.

⁴⁵⁴ Это можно проиллюстрировать на примере динамики темпов инфляции в Греции примерно в то время, когда производилась оценка ее готовности к вступлению в ЭВС.

⁴⁵⁵ Повышения обменного курса можно добиться путем поддержания краткосрочных процентных ставок на достаточно высоком уровне для привлечения краткосрочного капитала извне.

⁴⁵⁶ При ином толковании критерия стабильности цен этих производственных потерь в странах-кандидатах можно было бы избежать. Так, было высказано предположение, что для динамично развивающихся, ликвидирующих свое отставание стран более подходящим показателем стабильности цен могла бы являться динамика не потребительских (согласно маастрихтским критериям), а внешнеторговых цен. Смысл здесь заключается в том, что если инфляция вызывается исключительно эффектом Балассы–Самуэльсона (и, следовательно, представляет собой феномен равновесия), то это не будет сказываться на внешнеторговых ценах, а будет проявляться только во внутренних ценах (и, следовательно, ИПЦ). Такой пересмотр этого определения мог бы позволить стране-кандидату получить возможность для номинальной конвергенции (и присоединения к ЭВС) без каких-либо временных потерь потенциального производства. W. Buiter, C. Grafe, *op. cit.*

⁴⁵⁷ Весьма поучительным в этом отношении является опыт Ирландии. ЕЭК ООН, "Ирландия: региональная экономическая корректировка в рамках валютного союза", *Обзор экономического положения Европы, 2001 год, № 1*, глава 2.6, стр. 74–78.

⁴⁵³ Существуют расходящиеся оценки влияния валютного союза на торговлю и экономический рост новых стран-членов. См., например, F. Frankel, A. Rose, *Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output*, CEPR Discussion Paper, No. 2631 (London), December 2000; и P. Havlik, *EU Enlargement: Economic Impacts on Austria, the Czech Republic, Hungary, Poland, Slovakia and Slovenia*, The Vienna Institute for International Economic Studies (WIIW), Research Report No. 280 (Vienna), October 2001.

ii) Сроки присоединения

Если целесообразность вступления в валютный союз в качестве конечной задачи СЦВЕ-10 в рамках нынешней дискуссии никаких сомнений практически не вызывает, то в вопросе о сроках присоединения ясности гораздо меньше. В стратегиях кандидатов в деле присоединения к ЭВС данный вопрос, пожалуй, вызывает наиболее острые споры. В этих спорах внимание, как правило, заостряется на двух главных альтернативных сценариях: на сценарии быстрой номинальной конвергенции ("сценарий ускоренного присоединения") и на сценарии более постепенной номинальной конвергенции ("сценарий присоединения с отсрочкой")⁴⁵⁸.

Решение о сроках присоединения к ЭВС должно приниматься с учетом более широкого контекста долгосрочного процесса преодоления отставания. Оптимальные сроки вступления в Союз для каждой из стран-кандидатов скорее всего будут разными. Тем не менее имеется ряд общих соображений, которые имеют актуальное значение для ведущейся дискуссии о выборе стратегии.

а) Ускоренное присоединение

Этот сценарий предполагает немедленное вступление в МВК-2 после присоединения к ЕС, выполнение без каких-либо задержек требований маастрихтских критериев (в том числе по инфляции) и скорейшее введение евро (как минимум через два года после присоединения к ЕС).

Страны, уже заявившие, что они отдадут предпочтение варианту ускоренного присоединения, ожидают, что конечный чистый выигрыш от введения евро с точки зрения торговли, роста и стабильности с лихвой перекроет любые краткосрочные производственные потери. Те страны из числа более развитых кандидатов, которые имеют высокие коэффициенты отношения государственного долга к ВВП и крупные дефициты по счету текущих операций, возможно, могут испытывать серьезное беспокойство по поводу устойчивости совместимого с МВК-2 режима ввиду возможного крупного притока капитала и отрицательных последствий шоковых потрясений. Таким образом, предпочтение, отдаваемое варианту ускоренного присоединения, отражает убежденность в том, что источником главных рисков в процессе преодоления отставания скорее всего будут выступать внешние факторы, не подконтрольные внутренней

⁴⁵⁸ Помимо этих двух главных сценариев оживленные (но в основном академические) споры ведутся вокруг возможности односторонней "евроизации" – то есть введения евро до вступления в ЕС – в качестве варианта политики, который мог бы позволить избежать некоторых из трудностей, предвидимых странами-кандидатами. Однако, поскольку органы ЕС четко и решительно отвергли возможность проведения односторонней "евроизации" присоединяющимися странами – как нарушение поэтапности, предусмотренной Договором для введения евро, – на данном этапе вариант односторонней "евроизации" трудно рассматривать в качестве реалистичной альтернативы в деле присоединения нынешних кандидатов к ЭВС.

политике. В этой связи ускоренное вступление в валютный союз рассматривается в качестве шага, способствующего обеспечению стабильности и развитию финансовых рынков.

Ряд стран-кандидатов – в частности страны, использующие МВС, – уже проводят довольно консервативную бюджетно-финансовую политику на переходном этапе. Поскольку жесткая привязка валюты по-прежнему представляет собой одностороннее обязательство по МВК-2, этим кандидатам придется и далее обеспечивать доверие к своей политике и сохранять сбалансированные бюджетные позиции на всех уровнях⁴⁵⁹. В более общем плане соблюдение маастрихтских бюджетно-финансовых критериев, по всей вероятности, не будет создавать особой проблемы для большой группы присоединяющихся стран-кандидатов. Выход на контрольный показатель по темпам инфляции во всех этих странах в принципе не потребует внесения фундаментальных изменений в курс бюджетно-финансовой политики. Постановка более амбициозных целей для быстрой номинальной конвергенции – что может иметь болезненные последствия в краткосрочной перспективе – зависит главным образом от политической воли, но это сулит значительные долгосрочные преимущества с точки зрения ускорения темпов преодоления отставания при ведущей роли частного сектора.

Вместе с тем быстрый переход на евро сопряжен также с серьезными рисками. Жизнеспособность этого сценария предполагает высокую степень гибкости при установлении цен и зарплат в государственном секторе. Если бюджетная политика будет чересчур жесткой, то глобальная рецессия в сочетании с неожиданным крахом потоков иностранного капитала вполне может привести к глубокому кризису. Следовательно, одно из важных условий использования этого варианта заключается в том, что страна-кандидат должна иметь достаточно гибкие экономические структуры и рынки труда, чтобы иметь возможность справиться с внешними потрясениями.

б) Присоединение с отсрочкой

По этому сценарию после присоединения к ЕС страна продолжает в течение какого-то времени сохранять режим гибкого обменного курса в сочетании с ТИ или МВС; в соответствующее время она сначала вступает в МВК-2, а впоследствии в зону евро.

Подобный сценарий может после присоединения к ЕС в принципе обеспечить более высокие темпы реальной конвергенции при более медленных темпах номинальной конвергенции. Страны, имеющие

⁴⁵⁹ Вместе с тем динамично развивающиеся страны, использующие МВС, скорее всего будут иметь также более высокие темпы инфляции, чем это требуется по маастрихтскому критерию, даже если они будут проводить осмотрительную бюджетно-финансовую политику.

относительно низкий потенциал для освоения ПИИ и/или низкие коэффициенты государственной задолженности, смогут воспользоваться определенной свободой для маневра в бюджетно-финансовой политике. Не исключено, что они смогут форсировать ускоренные темпы экономического роста путем наращивания государственных расходов или сведения своих бюджетов с несколько более крупным дефицитом, чем это требуется по маастрихтскому критерию. С учетом того, что способность к освоению капитала будет играть решающую роль в процессе преодоления отставания, одно из достоинств этого сценария заключается в том, что он позволит правительствам увеличить свои инвестиции в инфраструктуру в интересах стимулирования развития.

При этом сценарии "более щедрая" бюджетно-финансовая политика будет сочетаться с "менее амбициозными" темпами дезинфляции. Таким образом, кандидаты, которые уже снизили инфляцию до уровня, близкого к "оптимальным" темпам для преодоления своего отставания, могли бы перейти от плавающего обменного курса к режиму, совместимому с МВК-2, а затем попытаться пойти путем повышения равновесного реального курса, допустив несколько более высокие темпы инфляции, чем это требуется для присоединения к ЭВС.

Вместе с тем этот сценарий предполагает, что страна-кандидат должна быть в состоянии справиться со всеми рисками, которые могут возникнуть в период присоединения и до перехода на евро. Это может потребовать принятия действенных мер для преодоления последствий дестабилизирующих потоков капитала и игры сил конвергенции на протяжении нескольких лет. При использовании этого сценария людям, вырабатывающим политику, необходимо будет убедиться в том, что продуманная макроэкономическая политика будет в состоянии обеспечить относительно высокие темпы преодоления отставания в долгосрочной перспективе. Кроме того, следует отметить, что, несмотря на относительно низкие уровни государственного долга, допустимые размеры бюджетных дефицитов, по всей видимости, будут по-прежнему определяться устойчивостью внешних позиций в период присоединения, а это может значительно ограничить возможности ослабления жесткого курса бюджетно-финансовой политики.

iii) Выбор стратегии присоединения

Какие-либо общие и четкие аргументы в пользу ускоренного присоединения или присоединения с отсрочкой отсутствуют. Авторы научных трудов высказывают разные мнения по этому вопросу: одни эксперты усматривают больше выгод, чем рисков в

варианте ускоренного присоединения⁴⁶⁰, другие же выступают за отсрочку⁴⁶¹. Таким образом, решение по стратегии присоединения должно отражать специфику экономических условий, а также политические предпочтения в отдельных странах.

Один из косвенных доводов в пользу ускоренного присоединения заключается в том, что этот шаг посылает четкие и недвусмысленные сигналы инвесторам и участникам рынка. Учитывая, что СЦВЕ-10 все еще стараются преодолеть наследие своего прошлого, присоединение к ЭВС в какой-то мере будет представлять собой своеобразный штамп, окончательно подтверждающий их статус стран со зрелой рыночной экономикой. С другой стороны, можно привести убедительные экономические доводы в пользу отсрочки присоединения, если имеются разумные основания ожидать, что это ускорит реальную конвергенцию. В сочетании с определенной степенью независимости в денежно-кредитной сфере подобная стратегия способна помочь новым членам ЕС свести к минимуму риски и последствия асимметрических потрясений.

Нынешние режимы обменных курсов в СЦВЕ-10 не будут служить формальным препятствием при выборе одного из двух основных курсов политики⁴⁶². Тем не менее соображения стабильности и устойчивости (как в преддверии присоединения к МВК-2, так и в период участия в этом механизме) могут послужить важными факторами, способными повлиять на выбор стратегии присоединения. В подобных обстоятельствах вариант ускоренного присоединения может рассматриваться в качестве способа сокращения периода, в течение которого они будут подвержены воздействию чрезмерных рисков.

Значительный вес при принятии решения о сроках присоединения скорее всего будут иметь соображения бюджетно-финансовой политики. Если по тем или иным вышеприведенным причинам свобода маневра в бюджетно-финансовой политике будет ограниченной, то отсрочка присоединения к ЭВС, возможно, не будет иметь особого смысла, поскольку эти ограничители по сути исключают возможность использования мер политики, форсирующих рост. В любом случае осмотрительность в бюджетно-финансовой политике является неременным условием

⁴⁶⁰ F. Coricelli, "Exchange rate arrangements in transition to EMU: some arguments in favour of early adoption of the euro", в: G. Tumpel-Guggerell, L. Wolfe, P. Mooslechner (eds.), *Completing Transition: The Main Challenges* (Berlin, Springer, 2001), pp. 203-215.

⁴⁶¹ D. Begg, B. Eichengreen, L. Halpern, J. von Hagen, C. Wyplosz, "Sustainable regimes of capital movements in accession countries", paper presented at the conference, *How to Pave the Road to the E(M)U? The Monetary Side of the Enlargement Process (and its Fiscal Support)* (Eltville), 26-27 October 2001; W. Buitier, C. Grafe, op. cit.

⁴⁶² Однако перед присоединением странам, имеющим МВС, необходимо будет согласовать с органами ЕС паритет обменного курса, который будет зафиксирован раз и навсегда.

присоединения к ЭВС вне зависимости от решения о его сроках.

Большинство из более развитых стран-кандидатов (СЦВЕ-8) уже отдали свое предпочтение ускоренному присоединению к зоне евро. Однако органы ЕС считают введение евро будущими новыми членами не ближайшей, а среднесрочной целью после присоединения к ЕС; они подчеркивают, что введение евро создаст для кандидатов ряд серьезных проблем, касающихся скорости реальной и номинальной конвергенции, а также поставит их перед необходимостью укрепления их рыночных структур и финансовых секторов⁴⁶³. Эти соображения отражают стремление нынешних членов ЭВС свести к минимуму возможные структурные и инфляционные риски, порождаемые приемом новых участников.

5.5 Выводы

Выбор стратегии присоединения к ЭВС, в том числе сроков присоединения, представляет собой важнейшее политическое решение, которое предстоит принять странам-кандидатам. Это – чрезвычайно сложный вопрос, и при выработке эффективного и устойчивого политического курса, необходимо принять во внимание многочисленные факторы. Такому решению должны предшествовать тщательный анализ альтернативных вариантов политики и взвешенная оценка всех "за" и "против", а также их кратко- и долгосрочных последствий.

Одним из главных соображений при вынесении заключений относительно степени зрелости экономики стран-кандидатов была и остается способность финансового сектора этих стран справиться с игрой рыночных сил и с рыночными рисками. Страны-кандидаты все еще относятся к категории формирующихся рынков, и в ходе переходного периода некоторые из них ощутили на себе дестабилизирующие последствия неустойчивых потоков капитала. На этапе, предшествующем присоединению, одной из важнейших задач для тех, кто вырабатывает политику в странах-кандидатах, является мобилизация внешних ресурсов при недопущении возникновения опасной неустойчивости потоков капитала. Способность справляться с шокowymi потрясениями будет выступать важным фактором при определении сроков подачи заявлений о присоединении к ЭВС.

Еще одна важная задача для стран-кандидатов связана с обеспечением устойчивости режимов обменных курсов на этапе, предшествующем

присоединению. Проблема с режимом гибких обменных курсов заключается в сохранении риска шоковых потрясений, обусловленных спекулятивными операциями и расползанием кризисов. С другой стороны, режим фиксированного обменного курса исключает возможность корректировки реального обменного курса за счет номинальных изменений курса. Каких-либо однозначных рецептов для выбора наиболее подходящего режима обменного курса не существует, но к числу ключевых вопросов, которые необходимо принимать во внимание, относится способность поддерживать доверие к выбранному режиму до присоединения.

Одна из важных дилемм на уровне политики, стоящих перед странами-кандидатами, связана с противоречием, возникающим между целями реальной и номинальной конвергенции, если стремиться достичь их одновременно. Эти страны, по крайней мере в краткосрочной перспективе, могут встать перед выбором между ускорением номинальной конвергенции (и, следовательно, присоединения к ЭВС) и форсированием реальной конвергенции. Иными словами, динамично развивающейся стране-кандидату, возможно, придется пожертвовать в какой-то мере своим ростом на этапе, предшествующем присоединению, с целью обеспечить соблюдение строгих номинальных условий для участия в ЭВС.

С другой стороны, можно ожидать, что участие в ЭВС принесет выгоды, связанные с дополнительным стимулированием роста после присоединения. Следовательно, долгосрочные выгоды быстрого присоединения к ЭВС могут перевесить краткосрочные издержки, связанные с таким присоединением.

При принятии решения о сроках присоединения к ЭВС присоединяющимся странам необходимо будет взвесить, с одной стороны, долгосрочные преимущества перехода на евро, а с другой – временные потери объемов производства в краткосрочной перспективе в зависимости от даты вступления в ЭВС. Размеры таких потерь будут определяться рядом факторов, включая сроки присоединения. Прежде чем принять решение о дате присоединения к ЭВС, было бы целесообразно сопоставить чистые выгоды и издержки различных путей вхождения в ЭВС, экстраполировав их на долгосрочную перспективу, а не замыкаться исключительно на незамедлительных последствиях этого шага.

Подводя итог, следует отметить, что выбор стратегии присоединения к ЭВС – и это очевидно – сопряжен со множеством факторов неопределенности и рисков. Каких-либо универсальных, "шаблонных" рекомендаций относительно выработки макроэкономической политики и стратегии не существует, и это в полной мере касается политики,

⁴⁶³ "ЕЦБ и процесс присоединения", речь президента Европейского центрального банка В.Ф. Дуйзенберга на Франкфуртском европейском банковском конгрессе (Франкфурт), 23 ноября 2001 года; European Commission, *DG Economic and Financial Affairs: Exchange Rate Strategies for EU Candidate Countries*, ECFIN/521/200 (Brussels), 22 August 2000.

связанной с присоединением к ЭВС. Добиваясь своей цели вхождения в зону евро, руководство каждой страны-кандидата, прежде чем остановить выбор на каком-либо варианте присоединения к ЭВС, должно

тщательно оценить и взвесить конкретные издержки и выгоды альтернативных вариантов политики в собственной стране.