

РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАУК  
ИНСТИТУТ ЕВРОПЫ

НАЦИОНАЛЬНАЯ ВАЛЮТНАЯ  
АССОЦИАЦИЯ

3  $\frac{03 - 16}{292 - 7}$

О.В. Буторина

МЕЖДУНАРОДНЫЕ  
**ВАЛЮТЫ**

---

*интеграция  
и конкуренция*

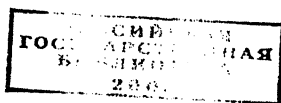
---



*Деловая  
литература*

Москва 2003

УДК 336.744  
ББК 65.268  
Б 93



**Б 93** Буторина О.В. **Международные валюты: интеграция и конкуренция.** М.: Издательский Дом “Деловая литература”, 2003. – 368 с.

ISBN 5-93211-020-1

В книге исследуются процессы интеграции и конкуренции в современных международных валютных отношениях, рассматриваются механизмы Экономического и валютного союза ЕС, анализируются перспективы евро в мире. Значительное внимание уделяется проблемам курсообразования валют с разной степенью интернационализации, специфике валютных рынков стран с переходной экономикой. Специальный раздел посвящен проблемам России, судьбе российского рубля, а также вопросам формирования консолидированного финансового пространства на территории СНГ.

Для специалистов в области финансов, научных работников, преподавателей, аспирантов и студентов экономических вузов.

ISBN 5-93211-020-1

© Буторина О.В., 2003

© Издательский Дом “Деловая литература”, 2003

*памяти отца —  
Виталия Дмитриевича Омельченко*



# Вступительное слово

Сегодня, в начале XXI в., международная валютная система переживает период глубокой трансформации. Всеобщая либерализация движения капиталов, перевод огромной массы расчетов в режиме реального времени, стремительное нарастание объемов финансовых рынков, волна региональных валютно-финансовых кризисов конца 90-х годов, переход стран Евросоюза на единую валюту – евро – все это говорит о кардинальном изменении мирового финансового ландшафта. Причем начавшиеся сдвиги обещают быть не менее, а даже более масштабными и болезненными, чем перемены, вызванные крахом золотодевизного стандарта и распадом Бреттон-Вудской системы.

В этом свете монография О.В. Буториной является важной и своевременной. Книга посвящена двум крайне интересным и одновременно очень сложным процессам: валютной интеграции и конкуренции между различными валютами. Эти процессы рассматриваются в логической взаимосвязи и взаимном влиянии, что до сих пор не делалось ни у нас в стране, ни за рубежом. Оригинальное авторское исследование затрагивает большой круг вопросов: от средневековых монетных союзов до Экономического и валютного союза стран Западной Европы конца XX столетия, от истории научных взглядов на деньги до актуальных проблем функционирования валютных рынков.

Автором предпринимается попытка свести воедино накопленные экономической наукой знания о принципах поведения национальных валют на внешних рынках и на этой основе разработать комплексную теорию международной валюты. Предложенный в книге подход раскрывает дополнительные грани многих привычных понятий и дает богатую пищу для размышлений о природе современных международных валютных отношений.

Интересно отношение О.В. Буториной к урокам, которые страны СНГ могут извлечь из опыта европейской интеграции. По

ее мнению, валютное сотрудничество на пространстве СНГ реально и желательно, а его основная цель – обеспечить выживание национальных валют в эпоху глобализации. Здесь уместно вспомнить о том, что в Европе движущими силами финансовой интеграции являются конкуренция, кооперация и действия государства. Фактически это означает необходимость сотрудничества частного сектора и государства в интеграционных процессах.

Характерно, что эта тенденция уже набирает силу. Так, разработанный Международной ассоциацией бирж (МАБ) стран СНГ проект интегрированного валютного рынка был в 2001 г. одобрен Межгосударственным валютным комитетом СНГ. В апреле 2002 г. Исполком СНГ, МАБ СНГ и ММВБ подписали план мероприятий в области формирования интегрированного валютного и фондового рынков государств-участников СНГ на 2002–2003 гг. На уровне государственных и деловых структур сейчас обсуждается пилотный проект консолидации финансовых рынков России и Казахстана.

Обширный спектр рассмотренных в книге проблем дает основания полагать, что она будет интересна как аналитикам и ученым, так и специалистам-практикам.

*А.В. Захаров*

*Сопредседатель Совета Национальной валютной ассоциации,  
Заслуженный экономист Российской Федерации*

# От автора

Работа над книгой началась летом 1999 г., и тогда она задумывалась как книга о новой европейской валюте – евро. Имелся четкий, вполне очевидный план, согласно которому на экране компьютера появлялась страница за страницей. Когда первая глава была закончена, ясность вдруг исчезла, а разработанный план потерял убедительность. Рукопись, похоже, заявила о собственных правах, работа встала, и вернуться к ней удалось только через год.

Произошло это потому, что у книги было еще одно начало – не связанное с конкретным текстом. В 1995–1996 гг. будущий Экономический и валютный союз перестал быть “проектом в себе” и начал широко обсуждаться на самых разных уровнях. Тогда же впервые встал вопрос о его внешних последствиях, о воздействии евро на мировую финансовую систему и политику третьих стран. Предмет был новым для всех, включая аппарат руководящих органов ЕС и сотрудников западноевропейских центральных банков, которые сами же прокладывали дорогу единой валюте. Даже в высоких европейских кабинетах решения принимались не столько на основе конкретных знаний, сколько под влиянием политической воли и интуиции: слишком много было неопределенного и приблизительного.

Через несколько лет, в 1999–2000 гг., ситуация изменилась. Основные конструкции валютного союза существовали и несли положенную нагрузку. Евро был введен в безналичное обращение и стал второй по значению мировой валютой. Во всех государствах ЕС уже имелись коллективы практических и научных работников, плотно занимавшихся валютным союзом. Эксперты такого профиля появились во многих других странах, постепенно сформировалось (и это очень важно) международное сообщество специалистов в данной области. Одновременно выделились направления специализации, сложилась методология исследований, вышли десятки научных монографий.

Новая обстановка диктовала и новые условия. Безмятежно изучать ЭВС в общем больше не имело смысла. Настало время пойти на риск: выбрать один аспект и сделать попытку нарастить имеющиеся в нем знания. Таким аспектом для меня стали внешние проявления евро, а новым объектом исследования – интеграция и конкуренция в международных валютных отношениях. Именно эти два разнонаправленные и органично связанные явления – интеграция и конкуренция – составляют двуединое начало и стержневую идею данной книги. Первая глава целиком посвящена интеграции, вторая – конкуренции, третья – их взаимодействию применительно к Евросоюзу, а четвертая – тому же взаимодействию в условиях сегодняшней России и СНГ.

Разные части книги проработаны по-разному: одни – глубоко и детально, другие – достаточно, но не исчерпывающе, третьи – только намечены. В этом смысле работе присущ некоторый дисбаланс, однако доводить все темы до единой степени зрелости не предполагалось. Главное я видела в том, чтобы отобразить движение мысли со свойственными процессу поворотами, находками и неудачами. Моя цель будет достигнута, если другие, в том числе со товарищи по профессиональному цеху, найдут здесь нечто, что разнообразит их собственные размышления и поможет создать более совершенное знание.

Книга в буквальном смысле слова не была бы написана без помощи друзей и коллег. Они присылали материалы, отвечали на вопросы, советовали, воодушевляли и вовремя останавливали. Без них не получилось бы ничего. Мои слова сердечной благодарности Михаилу Ершову (Росбанк), Сергею Камбурову (Банк России), Олегу Кузнецову (Московская межбанковская валютная биржа), Дмитрию Курочкину (Бельнешэкономбанк), Даниэль Монтелеоне (Министерство финансов Швейцарии), Алоису Мюллеру (Федеральный банк Германии), Франческо Маццаферро и Филиппу Хартманну (Европейский центральный банк), Хуберту Панца (Европейский банк реконструкции и развития), Дмитрию Пискулову (банк “Держава”), Синикке Сало (Банк Финляндии), Дмитрию Смыслову (Институт мировой экономики и международных отношений РАН), Ульриху Шрёдеру (Дойче Банк). Очень многим я обязана Институту Европы РАН, где находится ведущая в России школа интеграционных исследований, где работает блестящая команда профессионалов-европеистов и где существует замечательная дружеская атмосфера.



# Глава 1

## Сущность экономического и валютного союза

### 1.1. Исторический опыт валютного сотрудничества в Европе

Как общественное явление монетный союз возник практически одновременно с возникновением самих монет. Первые монеты были отчеканены в VII в. до н. э. в царстве Лидия в Малой Азии и чуть позже – в Греции на острове Эгина, а уже в VI в. до н. э. города-государства Древней Греции заключали между собой монетные союзы, разрешавшие хождение на территориях двух или более полисов монет, выпущенных в каждом из них. Такой союз, например, действовал между городами Беотии в Средней Греции. При Цезаре (середина I в. до н. э.) западная часть Римского мира, объединявшего средиземноморские прибрежные государства Африки, Ближнего Востока и Европы, практически становится зоной хождения единой валюты – римского динария. Именно при Цезаре начинается регулярная чеканка золотых монет<sup>1</sup>.

#### 1.1.1. Монетные союзы эпохи металлического стандарта

Первая известная попытка создать *коллективные* деньги была предпринята в рамках Ганзейского монетного союза – политичес-

---

<sup>1</sup> *Машкин Н.А.* История Древнего Рима. М., 1956. С. 318; Цит. по: *Валиуллин Х.* Валютный рубикон европейской интеграции // *Мировая экономика и международные отношения.* 1999. № 11. С. 28.

кого и торгового союза городов Северной Германии, существовавшего в XIII–XVI вв. Еще до своего официального оформления в 1356 г. Ганза во главе с Любеком вела обширную торговлю с соседними землями<sup>1</sup>. К 1400 г. ее связи простирались от Лондона и Брюгге на западе до Новгорода на востоке и Бергена на севере. Ганза пользовалась независимой политической властью и имела собственную армию, призванную обеспечивать безопасность торговых путей, а также флот. В отношениях с внешним миром Ганза выступала как единый коллективный субъект публичного права<sup>2</sup>.

Товары Восточной и Северной Европы: лес, воск, пушнина, рожь, пшеница, продукты леса, – пишет Фернан Бродель, – имели ценность, лишь будучи проданы на Запад, откуда в обратном направлении шли соль, сукно, вино. “Система эта, простая и крепкая, наталкивалась, однако же, на многие трудности. И именно эти трудности, которые предстояло преодолеть, сплавили воедино совокупность городов Ганзы...”<sup>3</sup>. Слабостью Ганзы было то, что она представляла собой “толпу” разбросанных городов (от 70 до 170), за которой “не стояли ни государство, ни крепко сколоченный союз”, ее сила “проистекала из общности интересов, из необходимости вести одну и ту же экономическую игру, из общей цивилизации, “замешанной” на торговле в одном из самых многолюдных пространств Европы – от Балтики до Лиссабона...”. Ганзу сплотили как общие узы, так и общие для всех ограничения. “В Средиземноморье при относительном сверхобилии богатств города могли вести каждый свою собственную игру и наперебой яростно драться между собой. На Балтике, на Северном море это было бы не в пример трудней. Доходы от тяжеловесных и занимающих большой объем при низкой цене грузов оставались скромными, затраты и риск – значительными. Норма прибыли в лучшем случае составляла, как считают, около 5%. Больше чем где бы то ни было требовалось рассчитывать, делать сбережения, предвидеть”<sup>4</sup>.

Именно это обстоятельство – низкая норма прибыли – и заставляло, на наш взгляд, ганзейских купцов искать новые способы ор-

---

<sup>1</sup> Фактическое начало Ганзы было положено соглашением между Гамбургом и Любеком 1241 г. и созывом рейхстага в 1260 г.

<sup>2</sup> *Blockmans W. A History of Power in Europe: People, Markets, States / Fonds Mercator. Antwerp, 1997. P.139–143.*

<sup>3</sup> *Бродель Ф. Время мира: Материальная цивилизация, экономика и капитализм, XV–XVIII вв. М.: Прогресс, 1992. Т. 3. С. 99.*

<sup>4</sup> Там же.

ганизации торговли. Обмен товарами между многочисленными городами, княжествами и герцогствами обходился очень дорого: даже самые крохотные из них имели собственные деньги. В итоге большая часть торговой выручки оседала в руках менял. Российский исследователь XIX в. доктор Раушник писал: “До Ганзы каждый купец, торговавший за границей, должен был сам туда ехать: не было ни банков, ни векселей, ни курса денежного, ни постоянного названия монеты, ни прочных таможен, ни надсмотрщиков, которые бы наблюдали за порядком, честностью и справедливостью в торговле”<sup>1</sup>. Кстати, обмен одних монет на другие отнимал у купцов не только деньги, но и время. Меняльных контор было не так много, ведь их владельцы должны были иметь репутацию и богатый опыт, им приходилось определять содержание драгоценного металла в монете без химического анализа (по ее клейму и внешнему виду). Чтобы избежать лишних расходов и хлопот, в 1379 г. немецкие города заключили монетный союз первоначально сроком на шесть лет. Были отчеканены монеты единого образца – зекслинги, дрейлинги и др. Они ходили в Любеке, Гамбурге, Ростоке, Кельне, их принимали в оплату товаров по всей Скандинавии. Участники договора контролировали объем и порядок обращения денег на территории Ганзы, а также поддерживали монополию вендских городов на торговлю драгоценными металлами<sup>2</sup>. Как видим, отличие ганзейского союза от античных в том, что он предусматривал создание общих денежных единиц. Этот монетный союз просуществовал несколько десятилетий и потом распался, видимо, по мере того как со второй половины XV в. Ганза стала приходить в упадок.

Известно, что образование Ганзы объяснялось не столько внутренней связью между немецкими городами, сколько задачами внешней торговли. Города достигли значительного промышленного развития и начали играть ведущую роль в мировой торговле, до того как в Германии возник и сложился внутренний национальный рынок<sup>3</sup>. Однако сам факт появления коллективных денег говорит о том, что немецкие купцы столкнулись с проблемой, когда формат

<sup>1</sup> Раушник. История немецкой Ганзы. М.: Типография Николая Степанова, 1894. С. 37.

<sup>2</sup> Федоренко П., Хайлов Л. История денег. М., 1995. С. 37; Watson A.M.S. Aspects of European Monetary Integration: the Politics of Convergence. L., N.Y., 1997. P. 12–13.

<sup>3</sup> Всемирная история / Под ред. Сидоровой Н.А. и др. М.: Государственное издательство политической литературы, 1957. Т. III. С. 678.

денежного пространства Ганзы не соответствовал формату ее экономической среды. Таким образом, Ганзейский монетный союз был попыткой создать общее денежное пространство, снизить издержки обращения и увеличить его скорость, а также решить, пусть отчасти, проблему доверия к валюте.

В XIX в. Европа стала свидетельницей сразу нескольких валютных объединений, правда, разного типа. Так, объединения денежных систем Швейцарии в 1848 г. и Италии в 1862 г. были следствием создания единых государств, и поэтому едва ли могут рассматриваться как прототипы ЭВС. До этого на землях Швейцарии существовало 11 разных денежных систем, а на территории Италии обращалось несколько десятков различных монет. Два других союза – Латинский и Скандинавский – имели межгосударственную основу, что сближает их с попытками валютного сотрудничества во второй половине XX в. Опыт валютных объединений германских земель интересен тем, что он фактически предшествовал созданию политического союза и единого государства.

Валютные союзы XIX в. создавались в условиях, существенно отличавшихся от тех, в которых появился Ганзейский союз. К этому времени в Европе закончилось формирование национальных государств, утвердилась государственная монополия на эмиссию денежных знаков. Со второй половины XVIII в. в европейских странах получают распространение бумажные деньги<sup>1</sup>. В 1867 г. в Париже состоялась Первая международная конференция по валютным вопросам. Она признала золото единственной формой мировых денег и заложила принципы первой мировой валютной системы на базе золотого (золотомонетного) стандарта<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> В момент создания Ганзейского монетного союза в Европе не было не только бумажных денег, но и печатного станка – он был изобретен четверть века спустя. В 1789–1797 гг. во Франции обращались ассигнанты Великой французской революции, в Англии в 1797–1815 гг. имели хождение неразменные на золото банкноты, в Австрии бумажные деньги появились в 1762 г., в России – в 1769 г., в Пруссии первые бумажные деньги – билеты казначейства возникли в 1806 г. См.: Паикус Ю.В. Деньги: прошлое и современность. Л.: Изд. ЛГУ, 1990. С. 47–48 (цит. по: Портной М.А. Деньги: их виды и функции. М.: АНКИЛ, 1998. С. 64).

<sup>2</sup> Правда, названную систему трудно считать мировой в полном смысле слова. Основная часть международных расчетов осуществлялась при помощи переводных векселей, выписывавшихся в национальных валютах. Наибольшее хождение из них имел фунт стерлингов, и Великобритания как сильнейшая держава того времени целенаправленно препятствовала распространению золота в качестве международного средства платежа. Утверждению золотомонетного стандарта препятствовали также политика Франции, которая в 1871 г. потерпела поражение от Пруссии, а также немецкая денежная реформа 1873 г.

Интернационализация хозяйства подталкивала и интернационализацию валютной сферы. Здесь мы видим проявление той же движущей силы, которая привела к созданию Ганзейского монетного союза, – потребность расширить пространство для денежного обращения. Если в Ганзе деньги переходили границы городов и там нуждались в адекватной среде для исполнения своих функций, то теперь речь шла о границах национальных государств.

И хотя банкноты разменивались на золото, в сфере обращения, особенно международного, появились новые проблемы. Во-первых, государство имело право ввести принудительный курс бумажных денег, что фактически означало прекращение их конвертируемости в золото<sup>1</sup>. В условиях войны так поступали, в частности, Испания, Италия, Греция, Россия, Австро-Венгерская империя, Франция. Во-вторых, власти благодаря монополии на чеканку монет зачастую завышали их номинальную стоимость по сравнению со стоимостью содержащегося металла. Особенно широко это практиковалось в отношении разменных монет, которые, как правило, чеканились из неблагородных металлов. Кроме того, монеты стирались. В-третьих, цены на золото и серебро менялись<sup>2</sup>, притом что одни европейские страны имели биметаллический стандарт (Франция, Италия и т. д.), другие (Великобритания и Германия) – золотой, третьи (Швеция, Дания, Норвегия) – серебряный. Как следствие, в международной торговле возникали ценовые перекосы, что явно не способствовало развитию коммерческих связей.

Поэтому эпоху металлического стандарта только приближенно можно считать временем, когда обмен одной валюты на другую не представлял никаких трудностей. Валютные союзы второй половины XIX в. и были созданы для того, чтобы справиться с возникшими препятствиями.

В 1865 г. Франция, Бельгия, Италия и Швейцария образовали **Латинский монетный союз**. Денежные системы этих стран были

---

<sup>1</sup> М.А. Портной пишет по данному поводу: “Поэтому как экономическое явление государственные бумажные деньги не являются представителями ценности обращающейся товарной массы, а представляют выраженный в этих деньгах объем претензий государства на данную товарную массу”. Цит. соч. С. 66.

<sup>2</sup> С 1848 г. после того, как были открыты месторождения золота в Калифорнии и Австралии, цена золота упала. Как следствие, в странах с биметаллическим стандартом началась тезаврация серебра и его отток за границу. После 1870 г., наоборот, резко подешевело серебро, так как возросло его производство и одновременно сузился спрос.

схожи, поскольку после военных походов Наполеона Бельгия, Италия и Швейцария скопировали французскую систему. Номинальные стоимости итальянской лиры, бельгийского, французского и швейцарского франков совпадали. Все четыре системы базировались на биметаллизме, золотые и серебряные деньги чеканились в пропорции 1:9 (по стоимости). Когда в середине XIX в. цены на золото упали, серебро соответственно подорожало. В ответ на это каждая из стран законодательно понизила долю серебряных монет в общей денежной массе. Несовпадение новых пропорций привело к массовому движению денег из одной страны в другую, одни государства оказались наводненными денежными знаками, тогда как другие страдали от их нехватки.

Все попытки наладить нормальное денежное обращение на индивидуальной основе провалились. Тогда и возник план валютного союза, который помог бы сократить убытки от обесценения золота и, возможно, перейти к монометаллизму. В 1869 г. к Латинскому монетному союзу примкнула Греция. В рамках союза монеты всех пяти государств свободно обращались и принимались к оплате в других государствах-членах<sup>1</sup>. Специальная конвенция регулировала характеристики чеканившихся монет, устанавливала потолок выпуска серебряных монет и особый порядок их обращения. Страны – члены союза сообщали друг другу сведения о масштабах эмиссии. В 1874–1878 гг. участники союза договорились постепенно выводить серебро из обращения.

Латинский монетный союз имел не только экономическое наполнение. Франция как лидер и сильнейшая держава группировки строила далеко идущие политические планы. После образования союза французская дипломатия развернула за рубежом широчайшую кампанию с целью склонить другие государства к введению ее денежной системы и таким образом максимально расширить зону франка. К концу века еще 18 стран, помимо участников Латинского монетного союза, имели денежные единицы, эквивалентные фран-

---

<sup>1</sup> В 1883 г. доля монет стран-партнеров в общей стоимости имевших хождение денег составляла в Италии – 26%, Франции – 46, Бельгии – 58, Швейцарии – 88%. *Willis H.P. A History of the Latin Monetary Union: A Study of International Monetary Action. Chicago: The University of Chicago Press, 1901; Janssen A.E. Les conventions monetaires. P.: F.Alcan y R.Lisbone, 1911. Цит. по: Tafinell X. La UEM y las lecciones de la historia: las uciones monetarias en Europa durante el siglo XIX // Consecuencias economicas del euro /Anchuelo A. (ed.). Madrid, 1998. P.37–38.*

ку. Однако в это время союз уже не только не мог принимать новых членов, но и начал медленно разрушаться изнутри.

Дело в том, что союзные соглашения не касались бумажного обращения. Пока Франция была занята имперскими проектами, Италия бесконтрольно печатала банкноты, пополняя казну за счет партнеров. В этом смысле Латинский союз явился поучительным и, как показали следующие опыты валютного сотрудничества, очень характерным примером коллизий, возникающих в подобных блоках. Участники союза не считали нужным координировать политику процентных ставок и бюджетную политику. Поэтому, когда разразилась Первая мировая война, разрушившая систему золотого стандарта, валюты стран-членов начали терять покупательную способность с разной скоростью. Это и положило конец Латинскому союзу.

В 1872 г. по инициативе Швеции был образован **Скандинавский монетный союз**, куда вошли также Норвегия и Дания. Традиционно все три страны практиковали серебряный стандарт, монеты каждой из них свободно принимались в двух других. Однако ближайшие соседи и главные партнеры Скандинавии – Великобритания и Германия – уже перешли на золотой стандарт, что не только осложняло торговлю, но и создавало опасность попасть в экономическую зависимость от этих держав. Поэтому Скандинавский монетный союз предусмотрел введение общей денежной единицы – золотой кроны.

Выпуск разменных монет – из серебра и бронзы – не ограничивался, и они имели хождение на всей территории союза. Однако государства-эмитенты были обязаны по первому предъявлению и в любых количествах обменивать мелкие деньги на золотые по номиналу. Кроме того, разменные монеты с определенной периодичностью репатриировались в страну происхождения.

В 1885 г. участники союза ввели новшество, которого не было в Латинском союзе. Центральные банки трех стран условились предоставлять друг другу взаимные кредиты для урегулирования возникающих сальдо по расчетам. Результат соглашения состоял не столько в том, что сокращались физические перемещения золота (и соответственно издержки), сколько в том, что появилась возможность распространить действие союзных положений на бумажные деньги. Благодаря этому Скандинавский монетный союз очень успешно функционировал вплоть до Первой мировой войны. Создание союза привело к выравниванию цен, динамики денежной мас-

сы и процентных ставок в государствах-членах, несмотря на постоянные дефициты их торговых балансов. Тем не менее торговые потоки между Скандинавскими странами не стали интенсивнее, что, как полагают, было связано с ограниченной взаимодополняемостью национальных экспортных потенциалов<sup>1</sup>. С началом военных действий Союз фактически прекратил существование: участники больше не могли обеспечивать синхронное движение балансов по текущим операциям.

Причудливую форму имел **Австро-Венгерский монетный союз**, существовавший с 1867 по 1914 г. Он возник в результате компромисса, согласно которому централизованная монархия Габсбургов превратилась в дуалистическое государство Австро-Венгрии. По договору обе половины империи (Австрийская монархия и Королевство венгров) стали отдельными государствами, каждое из которых проводило собственную внешнюю, оборонную и бюджетную политику. Главой монархии выступал император Франц Иосиф. Внутри Австро-Венгерской монархии товары и капиталы перемещались без всяких ограничений, обе страны проводили единую торговую политику по отношению к внешнему миру. Государственные финансы и эмиссия перешли в руки национальных парламентов, зато монархия имела единый центральный банк и единую валюту. Таким образом, монетный союз был результатом не объединения государств, а их частичного размежевания.

Получив финансовую свободу, Венгрия не замедлила воспользоваться ею и сразу прибегла к массированным заимствованиям. В 1873 г. в монархии произошел кризис, за которым последовал тяжелый экономический спад. В этих условиях Австрия с 1875 г. также стала выпускать долгосрочные долговые обязательства. В 1884 г. дефицит государственного бюджета Венгрии превысил 70% его доходной части, а в Австрии это соотношение приблизилось к 40%. Дальше произошло самое интересное. Из-за сомнений в платежеспособности венгерского правительства инвесторы сократили спрос на венгерские долговые обязательства, предпочитая им австрийские, хотя процентные ставки по первым составляли 5,6% годовых, а по вторым – 5,2%. Наличие естественной конкурентной среды и отсутствие средств для внушительного увеличения процента привело к тому, что в обеих частях монархии бюджетная дисципли-

---

<sup>1</sup> Tafunell X. Op.cit. P.43–44.



лина восторжествовала сама собой благодаря действию рыночных сил. В середине 90-х гг. отношение дефицита к доходам правительств составляло уже менее 10%<sup>1</sup>.

В монархии номинально действовал серебряный стандарт, хотя на практике в обеих странах обращались неразменные бумажные деньги. По этой причине, а также ввиду неспособности общего центрального банка поддерживать курс флорина (из-за нехватки резервов) последний сильно колебался по отношению к валютам других стран. В 1892 г. объединенные власти начали денежно-кредитную реформу, ввели новую золотую крону и предприняли меры по стабилизации курса флорина к кроне. С этого времени национальные парламенты потеряли право определять размер эмиссии. В 1896 г. Австро-Венгерский банк ввел так называемый теневой золотой стандарт: золотой запас банка использовался для покупки иностранной валюты, на которую в свою очередь покупались австро-венгерские ценные бумаги, при их продаже действовала обратная схема<sup>2</sup>. Итак, через 30 лет действия монетного союза финансовые системы Австрии и Венгрии практически слились: бюджетные показатели приблизились друг к другу, а денежно-кредитная политика была полностью централизована.

Особую историю имеет **объединение немецких денежных систем**. В 1815 г. территория будущей Германской империи представляла собой 39 независимых государств, каждое из которых обладало монополией на эмиссию денег. Подобная фрагментация мешала развитию торговли, и в 1833 г. немецкие земли заключили соглашение о создании таможенного союза. Объединение торгового пространства в свою очередь усиливало потребность в более однородном, чем ранее, денежном пространстве. В 1837 г. государства юга договорились ввести в качестве единых денег гульден, или флорин Баварии – самого сильного государства региона. Они регулировали обращение разменных монет: мелкие монеты третьих государств должны были выводиться из оборота, а внутренние – беспрепятственно обмениваться на гульден. Принятые жесткие меры позволили пресечь эмиссию неполноценных денег и избежать ситуации, когда слабые участники наживались бы за счет сильных.

---

<sup>1</sup> *Flandreau M.* The Bank, The States, and the Market: An Austro-Hungarian Tale for Euroland, 1867–1914. Oesterreichische Nationalbank. Working Paper 43, 2001. P. 18, 44.

<sup>2</sup> *Ibid.* P 24.

В 1838 г. аналогичный союз образовали государства севера, которые в качестве общих денег ввели талер Пруссии. Одновременно южный и северный союзы заключили Дрезденскую монетную конвенцию, которая установила безотзывную фиксацию обменного соотношения между талером и гульденом. Соглашение имело еще одну важную часть: оно предусматривало создание новой общей для всех валюты – ферейнсмюнце (*vereinsmünze*). Гульден и талер стали обращаться параллельно на равных правах и при одинаково жестких условиях эмиссии. Правила контроля над выпуском разменных денег, принятые в зоне гульдена, были распространены на зону талера<sup>1</sup>.

В 1857 г. в связи с присоединением Австрии к немецкому таможенному союзу между участниками была подписана Венская монетная конвенция. Соглашение ограничивало эмиссию разменных монет, установив их максимальное количество в расчете на душу населения, вследствие чего многим слабым государствам пришлось изымать из обращения мелкие монеты и менять политику казначейства. Новый текст, кроме того, регулировал обращение банковских билетов. Главным же пунктом конвенции было создание новой коллективной валюты. Ею стал ферейнсталер (*vereinsthaler*), который был приравнен по стоимости к прусскому талеру, тогда как гульден пересчитывался в ферейнсталер по курсу 1:1<sup>3</sup>/<sub>4</sub>. Это и предредило судьбу баварских денег. Операции с дробями оказались не под силу безграмотным крестьянам, сложных калькуляций всячески избегали и купцы. Другими словами, гульден выполняли функцию средства обращения гораздо хуже, чем другая немецкая валюта<sup>2</sup>. В 1857–1871 гг. было отчеканено почти 230 млн. талеров и только 4 млн. гульденов (хотя цена монет определялась их весом<sup>3</sup>). Так прусские талеры успешно вытеснили конкурирующие деньги с рынка, а Пруссия закрепила за собой роль сильнейшего германского государства. Создание единого немецкого государства в 1871 г. и проведенная в связи с этим денежная реформа завершили процесс валютного объединения германских земель. Новая ва-

---

<sup>1</sup> *Janssen A.E.* Op.cit. Цит. по: *Tafunell X.* P.46–47; *James H.* The Reichsbank 1876–1945 // Fifty Years of the Deutsche Mark. Central Bank and the Currency in Germany since 1948. Oxford, 1999. P.6.

<sup>2</sup> *Буторина О.* России нужна валютная стратегия // Финансист. М., 2000. №11–12. С. 64.

<sup>3</sup> *Janssen A.E.* Op.cit. P.55–56. Цит. по: *Tafunell X.* P.47.

люта – марка – была создана на базе талера, а единый центральный банк – на основе Банка Пруссии.

Из краткого исторического обзора видно, что монетные союзы XIV–XIX вв. преследовали в сущности одну цель – создать широкое общее денежное пространство. Реализация этой цели помогала решать и другие конкретные задачи: удешевить и облегчить расчеты, а также повысить доверие к валюте и соответственно ее принимаемость и востребованность. Формирование монетных союзов являлось одним из важнейших направлений распространения политического господства.

### 1.1.2. Валютное сотрудничество в условиях золотодевизного стандарта

В результате Второй мировой войны почти все западноевропейские валюты, переболев гиперинфляцией, потеряли былой вес. Тем временем США превратились в бесспорного мирового лидера. В 1944 г. в Бреттон-вудсе была официально заложена новая международная валютная система, основанная уже не на английском фунте стерлингов, как это было до войны, а на американском долларе. Доллар стал мировым эталоном ценности и мерой стоимости других валют. Между тем в Европе его остро не хватало: имевшиеся запасы американской валюты уходили на оплату импортировавшихся из США товаров и услуг, а внутриевропейский оборот оставался почти без средств обращения<sup>1</sup>.

Дефицит платежных балансов, истощение официальных золотовалютных резервов, “долларовый голод” привели к усилению валютных ограничений: ввоз и вывоз валюты без разрешения органов валютного контроля запрещался. Обратимость большинства европейских валют была ограничена, а их официальный курс не соответствовал рыночному. В 1949 г. прошла массовая девальвация валют западно-европейских стран, в результате чего их задолженность Соединенным Штатам значительно возросла<sup>2</sup>. Первые круп-

---

<sup>1</sup> Матюхин Г.Г. Доллар США и валютные отношения Запада. М.: Наука, 1989. С. 36.

<sup>2</sup> Красавина Л.Н. От Генуэзской к Бреттон-вудской валютной системе. В кн.: Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Л.Н. Красавиной. М.: Финансы и статистика, 2000. С. 75.

ные партии долларов попали в Европу в 1948 г., когда началась реализация плана Маршалла. Однако оборотной стороной этого процесса легко могла стать еще большая экономическая зависимость региона от США.

Дефицит “живых” денег привел к тому, что все платежи между европейскими странами были переведены на двусторонний клиринг. Подобная форма расчетов была крайне неудобной и препятствовала развитию экономического сотрудничества. Чтобы восстановить нормальное денежное обращение, в 1950 г. 17 стран – участниц Организации европейского экономического сотрудничества (ОЕЭС) образовали **Европейский платежный союз (ЕПС)**. В него вошли Австрия, Бельгия, Великобритания, Греция, Дания, Ирландия, Исландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Норвегия, Португалия, Турция, Франция, ФРГ, Швейцария, Швеция и Свободная территория Триест. Перед ЕПС были поставлены три основные цели:

- ликвидировать все виды двусторонних расчетов и платежей и заменить их системой многостороннего клиринга;
- упразднить валютные и внешнеторговые ограничения между странами-членами;
- повысить ликвидность западноевропейских валют и восстановить их конвертируемость.

Вел расчеты между странами и управлял ресурсами ЕПС Банк международных расчетов в Базеле (БМР). Он ежемесячно проводил зачеты взаимных требований по текущим операциям и выводил кумулятивное активное или пассивное сальдо для каждой страны. По своим сводным сальдо участники рассчитывались не с партнерами, а только с центральным органом – БМР. Данный механизм действовал в отношении платежей по обмену товарами, услугами, переводу капиталов и погашению двусторонних кредитов.

ЕПС имел свою счетную единицу, равную по стоимости 0,88867 г чистого золота, что соответствовало золотому паритету доллара США. Стоимость расчетной единицы была твердой и не менялась, тогда как правила МВФ допускали колебания курса доллара в пределах  $\pm 1\%$ . С 1 января 1959 г. была введена обратимость основных западноевропейских валют по текущим операциям. Таким образом, за восемь лет ЕПС выполнил свою главную задачу – наладить полноценные международные расчеты.

Помимо официально декларированных целей, у ЕПС имелся и другой набор задач, которые тоже были реализованы (табл. 1.1.)

Таблица 1.1

## Экономика Западной Европы до и после ЕПС\*

Показатель	Единица измерения	До ЕПС	После ЕПС
Либерализация внутриевропейской торговли	Доля поставок, свободных от ограничений в негосударственной торговле, %	56,0	89,0
Либерализация торговли со странами долларовой зоны**	То же	11,0	72,0
Внутриевропейская торговля	Импорт, среднемесячные показатели, млн. долл., СИФ	845,0	1943,0
Экспорт стран ОЕЭС в Северную Америку	Среднемесячные показатели, млн. долл., FOB	144,0	441,0
Импорт стран ОЕЭС из Северной Америки	Среднемесячные показатели, млн. долл., СИФ	324,0	508,0
Официальные золотовалютные резервы	Млрд. долл.	9,9	20,5

\* В графе "До ЕПС" приводятся данные за 1950 г. или на конец 1950 г.; в графе "после ЕПС" — данные за 1959 г. или на конец 1958 г.

\*\* 1 января 1953 г. — 1 января 1959 г.

*Источники:* ОЕЭС Twelfth Annual Economic Report, Statistical Annex (1961); IMF International Financial Statistical Yearbook (1979); Maddison A. Phases of Capitalist Development. Oxford-New York, 1982; Kaplan J. J., Schleiminger G. The European Payments Union: Financial Diplomacy in the 1950s. Oxford: Clarendon Press, 1989. P. 343.

Общеизвестно, что ЕПС был заключен под давлением правительства США. Авторы фундаментального исследования по истории союза американец Якоб Каплан и немец Гюнтер Шляймингер, входившие в разное время в Совет управляющих ЕПС, констатируют, что роль ведущих игроков в переговорах о создании ЕПС отводилась Соединенным Штатам, Великобритании и Бельгии. К концу войны американская экономика набрала невиданную силу, "официальные

резервы – в золоте – были почти до неприличия велики. Несмотря на короткий спад в конце 40-х гг., производство находилось на уровне, значительно превышающем довоенный. Основная проблема США на внешних рынках была связана не столько с ценовой конкурентоспособностью, сколько с неспособностью покупателей платить долларами. Внешняя торговля представляла очень маленькую часть валового национального продукта США”. И далее: “Содействие экономическому росту за границей должно было служить долгосрочным интересам США, особенно, если оно, в конечном счете, вело к восстановлению и конвертируемости и недискриминационной торговле в общемировом масштабе”<sup>1</sup>. При этом американцы понимали, что в краткосрочном плане развитие европейской интеграции приведет к сокращению положительного сальдо в торговле с Европой. Понимали и сознательно шли на это, руководствуясь стратегической целью – создать прочный фундамент для долгосрочного присутствия американских капиталов в Европе.

Бельгийский историк и экономист Ван дер Вее указывает, что союз “образовал решающую институциональную связку в американской стратегии создания из преимущественно двусторонних внутриевропейских платежей системы многосторонних платежей”. Далее он поясняет: “Внутри долларовой зоны американская валюта уже давно использовалась для проведения многосторонних платежей. Однако за ее пределами доллар как сильная и прочная валюта применялся почти исключительно для урегулирования двусторонних расчетов с долларовой зоной. Система многосторонних расчетов *открывала теперь путь к проникновению в другую зону* (курсив мой. – О.Б.)”<sup>2</sup>.

Таким образом, для Соединенных Штатов ЕПС был полезен как способ имплантировать американскую валюту в ткань микроэкономических связей Западной Европы. С помощью ЕПС форсировалась либерализация торговли и расчетов в Европе, что также входило в число геополитических приоритетов США. Вот мнение крупного американского экономиста, работавшего в 50–60-х гг. в Организации европейского экономического сотрудничества, а позже консультантом БМР, Милтона Гилберта: “... было совершенно очевидным, что истерзанные войной страны столкнутся с беспрецедентными проблемами в сфере своих платежных балансов, как в са-

<sup>1</sup> Kaplan J.J., Schleiminger G. Op. cit. P.60.

<sup>2</sup> Ван дер Вее Г. История мировой экономики 1945–1990. М.: Наука, 1994. С. 294.

мом конце войны, так и в период перехода к стабильной экономике мирного времени. Для решения этих проблем им потребовалась бы помощь, и США должны были стать основным ее источником. В качестве ответного шага США выступили с предложением о создании Международного валютного фонда и Международного банка реконструкции и развития. В качестве компенсации за свое участие в формировании основной доли финансовых ресурсов указанных организаций они потребовали скорейшего восстановления свободы торговли и расчетов<sup>1</sup>. В феврале 1950 г. американский Конгресс постановил выделить из средств, предназначенных Европе по линии плана Маршалла, 600 млн. долл. с тем, чтобы они были доступны только для стран, являвшихся членами ЕПС<sup>2</sup>.

Не случайно, в одном пакте с ЕПС оказались и чисто тарифные меры. Так, страны-члены были обязаны освободить от ограничений 60% торговли в пределах Западной Европы в течение 15 дней после учреждения союза<sup>3</sup>. Это не только создавало условия для формирования рынка евродолларов, но и исподволь ослабляло позиции фунта, поскольку английский импорт из западноевропейских стран возрос без соответствующего увеличения экспорта. Уже во время действия ЕПС английские власти заявляли, что установленная им система клиринговых расчетов была “причиной отлива ресурсов, неблагоприятно сказывавшегося на положении фунта”<sup>4</sup>.

После ЕПС дальнейшее взаимодействие в валютной сфере уже происходило в рамках европейских сообществ. Правда, Договор о ЕЭС не ставил цели перейти к экономическому и валютному союзу. Валютной сфере отводилась подчиненная роль – обеспечить условия для нормального функционирования таможенного союза<sup>5</sup>.

---

<sup>1</sup> Гилберт М. В поисках единой валютной системы. М.: Прогресс, 1984. С. 50–51.

<sup>2</sup> Kaplan J.J., Schleiminger G. Op.cit. P.59.

<sup>3</sup> Данное условие содержалось в Кодексе либерализации торговли, принятом Организацией европейского экономического сотрудничества.

<sup>4</sup> Гилберт М. Цит. соч. С. 122.

<sup>5</sup> Так, в ст. 104 говорилось, что “каждое государство-член проводит экономическую политику, необходимую для обеспечения равновесия своего платежного баланса и поддержания доверия к своей валюте...”. Статьей 105 предусматривалось, что участники ЕЭС должны координировать свою экономическую и валютную политику. Для этого предполагалось создать консультативный орган – валютный комитет, которому следовало “наблюдать за валютным и финансовым положением государств-членов...”.

К концу 60-х годов Сообщество уже добилось впечатляющих успехов: были полностью и досрочно отменены внутренние таможенные пошлины на промышленные товары, действовала единая сельскохозяйственная политика. Достигнутый прогресс дал повод выдвинуть на повестку дня вопрос о создании валютного союза. К этому же времени появились первые сбои в механизме Бреттон-вудской системы. В 1968–1969 гг. произошла ревальвация марки ФРГ и девальвация французского франка, ставшие предвестниками будущей эпохи валютной нестабильности.

Первые попытки перейти к более тесному, чем предусматривалось Договором о ЕЭС, сотрудничеству в валютной сфере были предприняты в 60–70-е гг. В октябре 1962 г. Комиссия представила Совету программу перехода ко второй стадии строительства ЕЭС, при этом на третьей стадии (1966–1969) планировалось создать валютный союз. Однако инициатива не была поддержана ни центральными банками, ни министерствами финансов стран “шестерки”.

В феврале 1969 г. Комиссия направила в Совет меморандум о координации экономической и валютной политики, подготовленный под руководством ее вице-председателя Раймона Барра (так называемый “меморандум Барра”). В декабре того же года на встрече в Гааге главы государств и правительств “шестерки” приняли решение о создании валютного союза. Разработку программы поручили группе высших представителей стран-членов, которую возглавил премьер-министр Люксембурга Пьер Вернер, в связи с чем проект получил неофициальное название “**план Вернера**”. В октябре 1970 г. группа представила окончательный вариант программы, а в феврале 1971 г. она была утверждена на заседании Совета министров ЕЭС.

Создание валютного союза рассчитывалось на 10 лет, т. е. до 1980 г. За это время его участники должны были в три этапа осуществить следующие шаги:

- ввести полную взаимную обратимость валют;
- обеспечить свободу передвижения капиталов;
- объединить все официальные золотовалютные резервы и создать фонд валютного сотрудничества (который бы поддерживал паритеты валют, следил за равновесием платежных балансов и координировал национальные денежно-кредитные политики);



- сократить пределы колебаний сначала до  $\pm 1,2\%$ , а потом твердо зафиксировать обменные курсы и, возможно, перейти к единой валюте<sup>1</sup>.

Предполагалось также создать единую бюджетную систему, гармонизировать банковское законодательство, денежно-кредитную и валютную политику, объединив центральные банки стран-членов по подобию ФРС США<sup>2</sup>.

Однако попытка оказалась явно преждевременной. Из всей программы, предусмотренной “планом Вернера”, удалось осуществить два начальных пункта – сузить пределы колебаний валют (механизм “валютной змеи”) и создать Европейский фонд валютного сотрудничества. В остальном же “план Вернера” потерпел неудачу. Ее обусловили серьезные внешние и внутренние причины. Самой очевидной явилось решение США прекратить с 15 августа 1971 г. обмен долларов на золото по официальной цене 35 долл. за 1 тройскую унцию. Это положило конец золотодевизному стандарту, на котором после Бреттон-вудса держалась мировая валютная система. Фиксированные паритеты навсегда ушли в прошлое, и мировому сообществу предстояло освоить неизведанный механизм плавающих курсов. В декабре 1971 г. доллар был впервые девальвирован, а участники МВФ согласились расширить допустимые пределы колебаний с  $\pm 1$  до  $\pm 2,25\%$  (Смитсоновское соглашение). В 1973 г. последовала новая девальвация доллара.

Кроме того, в первой половине 70-х г. в мире стали набирать силу инфляционные процессы, в 1973 г. начался циклический кризис. Мощнейшим толчком для роста цен послужили нефтяные кризисы. Резко увеличились не только сами показатели инфляции, но и их межстрановой разброс. В таких условиях сохранить узкий диапазон курсовых колебаний и тем более сократить его до намеченных  $\pm 1,2\%$  оказалось абсолютно невозможно<sup>3</sup>.

Провал “плана Вернера” был заложен и в нем самом. Как показала последующая практика, экономический и валютный союз является высшей и самой сложной стадией интеграции. К ней нель-

---

<sup>1</sup> См. Шмелев В.В. Коллективные валюты – от счетных единиц к международным деньгам. М.: Финансы и статистика, 1990. С. 37.

<sup>2</sup> См. Красавина Л.Н. Европейская валютная система: проблемы создания Экономического и валютного союза (ЕС). В кн.: Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Красавиной Л.Н. С. 98.

<sup>3</sup> Матюхин Г.Г. Цит. соч. С. 16, 41.

зя перейти, перескочив предыдущие этапы, в частности создание единого внутреннего рынка, предусматривающего свободу передвижения товаров, услуг, капиталов и лиц. В начале же 70-х г. Сообщество имело таможенный союз, т. е. свободу передвижения товаров плюс единый внешнеторговый тариф. Еще три свободы, необходимые для экономического союза, отсутствовали. Они появились гораздо позже: программа Единого внутреннего рынка (ЕВР), утвержденная Единым европейским актом 1986 г., была реализована к 1993 г.

ЭВС не может существовать без проведения участниками общей экономической политики. В 70-е г. Сообщество не имело ни опыта, ни механизмов координации экономической и тем более финансово-кредитной политики. Если же страны не согласовывают цели хозяйственного развития, их макроэкономические показатели могут двигаться в разные стороны и с разными скоростями. В итоге валютные курсы неминуемо отклоняются друг от друга. Только в декабре 1974 г. страны ЕЭС учредили постоянный высший орган, наделенный правом принимать важнейшие политические решения – Европейский совет. До этого встречи глав государств и правительств носили консультативный характер, происходили нерегулярно и не имели официального статуса.

### **1.1.3. Плавающие курсы и новый формат валютной интеграции**

После того как в 1971 г. произошло крушение золотодевизиного, вернее, золотодолларового стандарта и рыночная стоимость валют перестала определяться через их золотое содержание, курсы западноевропейских денежных единиц стали хаотично колебаться и двигаться в разных направлениях. Отмена фиксированных курсов нанесла гораздо более сильный удар по европейским компаниям, нежели по американским, поскольку первые не имели столь обширного внутреннего рынка, как вторые. В ЕС беспорядочное движение котировок поставило под угрозу сложившиеся торговые связи и систему многосторонних расчетов, тем более что инструментов хеджирования в то время не существовало.

Чтобы сократить курсовые колебания, 24 апреля 1972 г. шесть стран ЕС создали механизм совместного плавания своих валют, ко-

который получил неофициальное название “валютная змея”. Он основывался на двух главных принципах. Во-первых, валюты стран-участниц привязывались друг к другу и могли отклоняться не более чем на 1,125% в ту или другую сторону. Каждая страна имела право провести девальвацию или ревальвацию национальной валюты и затем поддерживать в заданных рамках уже новый курс. Во-вторых, все валюты вместе прикреплялись к доллару США как более сильной денежной единице и могли колебаться в диапазоне  $\pm 2,25\%$ <sup>1</sup>.

Чтобы удержать курсы в заданных пределах, вводился механизм валютных интервенций: в случае обесценения валюты национальный центральный банк начинал ее скупать, и наоборот. Для их финансирования центральные банки стран-членов договорились предоставлять друг другу краткосрочные кредиты в форме своп сроком на 45 дней или в исключительных случаях до 5 месяцев. Расчеты по этим сделкам вел БМР. Взаимные кредиты далеко не всегда покрывали спрос на иностранную валюту. Поэтому в апреле 1973 г. был образован Европейский фонд валютного сотрудничества (ЕФВС). Он объединил ресурсы национальных центральных банков, которые они выделяли для взаимных кредитов (кроме сверхкраткосрочных) и получил средства из бюджета Сообщества в виде уставного капитала. При учреждении ЕФВС его ресурсы составили 1,4 млрд. счетных единиц ЕЭС, а в 1978 г. – 10 млрд. единиц<sup>2</sup>. Хотя по масштабам ЕЭС эта сумма была невелика, создание фонда явилось одним из первых шагов по формированию *наднациональных* органов валютной интеграции.

В мае 1972 г. к механизму коллективного плавания примкнули Дания, Норвегия, Великобритания и Ирландия. Правда, две последние продержались в нем совсем немного. Участниками “валютной змеи” были в разное время также Австрия и Швеция. Система позволяла западноевропейским странам сохранять, пусть отчасти, стабильность своих денежных единиц и амортизировать воздействие валютных колебаний на мировых рынках. Она дала Западной Европе первый опыт валютного сотрудничества в условиях плавающих курсов. Вместе с тем “змея” имела два существенных недос-

<sup>1</sup> Правило отменено с 19 марта 1973 г., так как Бреттон-вудская система перестала существовать и практически все страны МВФ перешли к плавающим курсам.

<sup>2</sup> Счетная единица ЕЭС была заимствована у ЕПС, счетная единица которого равнялась по золотому содержанию доллару США. Шмелев В.В. Цит. соч. С. 35–36, 40.

тата: несовершенство самого механизма и отсутствие координации экономической политики государств-членов. Поэтому участники часто прибегали к девальвациям и ревальвациям, а некоторым, в том числе Франции и Италии, пришлось покинуть систему.

“Валютная змея” решала (в той или иной степени) одну из двух проблем, возникших вследствие падения золотого стандарта: она формировала своего рода связку, в которой отныне должны были двигаться западноевропейские валюты. Но при золотом стандарте между любой парой валют существовал паритет благодаря тому, что каждая из них имела цену, выраженную в золоте (до второй половины XIX в. – в серебре). Именно эта стоимостная категория лежала в основе сравнения цен денежных единиц на внешнем рынке. В 1971 г. данное мерило перестало существовать. Однако потребность западноевропейских стран в некоем общем валютном якоря осталась. Простой привязки курсов было явно недостаточно, ведь удорожание, скажем, на 2% бельгийского франка оказывало на взаимную торговлю совсем не такое же влияние, как аналогичное изменение курса немецкой марки или французского франка.

Поэтому следующим шагом в западноевропейской валютной интеграции стала **Европейская расчетная единица** – ЕРЕ (European Unit of Account), введенная 21 апреля 1975 г. Событие, прошедшее почти незамеченным, имело большое стратегическое значение: валютное сотрудничество ЕС “оторвалось” от доллара США, с которым оно было связано всю свою почти четвертьвековую историю. ЕРЕ представляла собой валюту-корзину<sup>1</sup>, составленную расчетным путем из валют стран-членов. Это делало ее более устойчивой к колебаниям конъюнктуры и биржевым спекуляциям по сравнению с валютой одного государства. В отличие от прежней единицы, которую Сообщество унаследовало от ЕПС, курс ЕРЕ больше не был привязан к курсу доллара. На дату создания курс ЕРЕ приравнялся к курсу СДР<sup>2</sup> и отталкивался от прежнего золотого содержания доллара. В дальнейшем он определялся ежедневно

---

<sup>1</sup> Страны Сообщества договорились, что ЕРЕ будет иметь следующий состав: марка ФРГ – 27,3%, французский франк – 19,5, фунт стерлингов – 17,5, итальянская лира – 14,0, голландский гульден – 9,0, бельгийский франк – 7,9, датская крона – 3,0, ирландский фунт – 1,5 и люксембургский франк – 0,3%.

<sup>2</sup> СДР – специальные права заимствования (Special Drawing Rights) – расчетная единица на базе корзины валют, созданная в рамках МВФ.

на основе биржевых котировок входящих в корзину валют (в соответствии с их удельными весами).

Таким образом, ЕРЕ стала ориентиром, к которому отныне привязывались курсы западноевропейских денежных единиц (до этого в “валютной змее” они прикреплялись только друг к другу, за исключением периода с апреля 1972 г. по март 1973 г., когда они все вместе прикреплялись к доллару). В 1976–1978 гг. ЕРЕ стала применяться в межгосударственных расчетах ЕЭС и в расчетах с некоторыми третьими странами, в ней велись операции Европейского инвестиционного банка, а также бюджет и статистика Сообществ<sup>1</sup>.

С 13 марта 1979 г. вступила в действие **Европейская валютная система (ЕВС)**. В нее вошли девять стран – членов ЕС, – первоначальная “шестерка” плюс Великобритания, Ирландия и Дания. ЕВС основывалась на уже имевшихся результатах валютной интеграции – коллективной денежной единице и механизме совместного плавания. Как и в рамках “валютной змеи”, участвующие страны сохранили право официально пересматривать курс своей валюты. Вместе с тем ЕВС предусматривала ряд важных новшеств:

- механизм совместного плавания<sup>2</sup> и коллективная единица были впервые увязаны в одну систему;

- появилась Европейская валютная единица (European currency unit) – ЭКЮ, курс которой определялся на основе корзины, но, в отличие от ЕРЕ, он не менялся каждый день в зависимости от котировок входящих в нее валют. Курс ЭКЮ стал постоянным, пересмотр корзины допускался раз в несколько лет. Так ЭКЮ превратилась в своеобразный якорь для национальных валют;

- значительно увеличились источники средств для проведения валютных интервенций. Страны ЕС внесли в ЕФВС 20% своих официальных золотодолларовых резервов (и получили выпущенные взамен ЭКЮ). Благодаря этому Фонд увеличил максимальные сроки кредитования до 2–5 лет;

- допустимые пределы отклонений курса той или иной национальной валюты от ЭКЮ или другой входящей в ЕВС валюты составили  $\pm 2,25\%$  (для отдельных валют в порядке исключения допускались колебания в амплитуде  $\pm 6\%$ );

<sup>1</sup> Шмелев В.В. Цит. соч. С. 42–43.

<sup>2</sup> Его официальное название – механизм обменных курсов (Exchange Rate Mechanism – ERM).

• интервенции стали двусторонними. Отныне их проводил не только центральный банк той страны, валюта которой подешевела (как это было раньше), но и его визави – эмитент подорожавшей валюты;

• банки приступали к интервенциям не с момента достижения курсом предельного уровня, а заранее – когда он приближался к сигнальному курсу, который был примерно на четверть меньше допустимого.

За время существования ЕВС сфера применения ЭКЮ заметно расширилась. ЭКЮ во многом приобрела черты мировых денег, выполняя функции платежного и расчетного средства, а также резервной валюты. В этой единице велись бюджет ЕС и статистика, публикуемая органами Евросоюза, проводились расчеты между финансовыми институтами ЕС и странами-членами, выпускались государственные ценные бумаги. Коммерческие банки по просьбе клиентов осуществляли эмиссию частной ЭКЮ. В целом же объемы использования частной ЭКЮ по мировым меркам оставались небольшими. Так, в конце 1995 г. на ЭКЮ приходилось 2,3% банковских активов всего мира<sup>1</sup>.

В 1992–1993 гг. ЕВС пережила тяжелейший кризис. Сигналом к нему послужил отрицательный результат, полученный 2 июня 1992 г. в Дании на референдуме о ратификации Маастрихтского договора. Появилась нервозность на валютных рынках, выросли краткосрочные процентные ставки. Когда на этом фоне в Великобритании усилилась критика программы ЭВС, рынки расценили это как сигнал к предстоящему обесценению фунта (тем более что курс доллара достиг беспрецедентно низкой отметки по отношению к марке). Чтобы противостоять атаке на фунт, в августе Банк Англии прибег к интервенциям, и уже 3 сентября 1992 г. он взял кредит в немецких марках в размере 14,5 млрд.долл. на пополнение официальных резервов<sup>2</sup>. Очень скоро большинству других центральных банков стран ЕВС также пришлось развернуть беспрецедентные интервенции и пойти на повышение ставок. Так, 16 сентября шведский Риксбанк поднял ставку рефинансирования до 500% годовых.

---

<sup>1</sup> Recent developments in the use of the private ECU // Statistical survey / European Monetary Institute. Frankfurt-am-Main, 1996. March. Table 2.2.

<sup>2</sup> World Economic Outlook /International Monetary Fund. Wash., 1993. Oct. P.42–47.

Банку Франции лишь ценой многочисленных массивированных интервенций, проводившихся совместно с Бундесбанком, удалось спасти франк от девальвации. В апреле 1993 г. шесть центральных банков ЕС проводили коллективные интервенции в поддержку песеты, в июле – в поддержку датской кроны.

Результаты кризиса неутешительны: девальвированы итальянская лира, испанская песета, португальский эскудо и ирландский фунт, Италия и Великобритании вышли из механизма регулирования обменных курсов. Центральные банки Англии, Франции, Италии, Испании и Швеции потратили на интервенции 100 млрд.долл., а Бундесбанк – 50 млрд.долл.<sup>1</sup>. Со 2 августа 1993 г. допустимые пределы колебаний были расширены до  $\pm 15\%$ . Данная мера преследовала несколько целей: повысить устойчивость системы, сделать спекуляции против валют ЕВС более дорогостоящими для их инициаторов, сократить расходы участников системы на проведение интервенций. Попутно страны ЕВС перестали разглашать уровень сигнальных курсов, чтобы он не мог служить ориентиром для валютных спекулянтов.

Считается, что кризис был вызван двумя основными причинами. Первая – объединение Германии, в результате которого страна столкнулась с ростом государственных расходов и ухудшением баланса госбюджета. Правительство не хотело повышать налоги, и Бундесбанк поднимал процентные ставки, чтобы стимулировать приток в страну капиталов из-за рубежа. Аналитики заговорили о необходимости ревальвировать марку, чему противились Франция и другие страны, где инфляция была ниже, чем в Германии. В то же время партнеры Германии не могли поднять свои процентные ставки до немецких из-за спада производства и растущей безработицы<sup>2</sup>.

Вторая причина – завышение реального курса некоторых валют. Темпы инфляции в западноевропейских странах заметно отли-

---

<sup>1</sup> Мишкин Ф. Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков. М.: Аспект пресс, 1999. С. 539.

<sup>2</sup> Особенно сложно дело обстояло для Великобритании. Там кризис был наиболее глубоким и продолжительным, а власти не могли повысить ставку рефинансирования еще и потому, что она сразу потянула бы за собой ставку по ипотечным кредитам, которыми пользуется большинство домашних хозяйств в стране.

чались<sup>1</sup>, притом что центральные курсы в рамках ЕВС оставались постоянными с января 1987 г., т. е. в течение пяти лет. Как следствие, итальянская лира, португальский эскудо, испанская песета и шведская крона (в одностороннем порядке прикрепленная к ЭКЮ) оказались к 1992 г. значительно переоцененными. Кроме того, во многих государствах-членах росли дефициты балансов по текущим операциям. Все эти вместе взятые факторы стали расцениваться рынками как признаки неизбежного и скорого пересмотра паритетов в рамках ЕВС. Против валют – потенциальных кандидатов на девальвацию начались спекуляции<sup>2</sup>.

ЕВС, безусловно, сыграла позитивную роль в деле стабилизации валютных курсов в Европе. Как и было задумано, она, во-первых, уменьшала амплитуду колебаний между национальными денежными единицами, а во-вторых, прикрепляла каждую из них к общему якорю – ЭКЮ. И хотя эти задачи выполнялись не в полной мере, система заметно улучшала условия для многосторонних расчетов. Кроме того, она позволила участвовавшим странам и органам Сообщества приобрести богатый опыт координации валютной политики в качественно новой обстановке – в условиях свободного плавания валют.

Анализ кризиса ЕВС позволяет сделать несколько важных выводов. Во-первых, он продемонстрировал, что рынки очень чутко реагируют на наличие или отсутствие у правительств ЕС политической воли идти общим курсом. Провал датского референдума означал, что ЭВС может не состояться, а значит, таким странам, как Италия, не обязательно будет проводить структурные реформы и соблюдать бюджетную дисциплину, что наверняка приведет к девальвации лиры. По мнению экспертов БМР, неспособность стран-членов договориться о пересмотре курсов привела к тому, что рынки сделали для себя вывод о наличии разногласий между правительствами и институтами ЕС<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> В течение 1988–1992 гг. среднегодовые темпы инфляции составили: в Нидерландах – 2,1%, Бельгии – 2,7, Австрии – 3,0, Франции и Германии – 3,1, Дании – 3,3, Ирландии – 3,2, Италии – 5,8, Испании – 6,1, Великобритании – 6,3, Швеции – 7,1, Португалии – 11,2%. Источник: расчеты Бундесбанка на основе данных ОЭСР. См.: *Fifty Years of the Deutsche Mark. Central Bank and the Currency in Germany since 1948.* Oxford: Oxford University Press, 1999. P. 761.

<sup>2</sup> См. *Kenen P.B. Economic and Monetary Union in Europe: Moving beyond Maastricht.* Cambridge: Cambridge University Press, 1995. P.155–159.

<sup>3</sup> *Bank for International Settlements, 63 Annual Report. Basle, 1993. P.198–199.* Цит.по: *Kenen P.B. Op.cit. P. 160.*



Во-вторых, стало ясно, что реальная конвергенция представляет ценность не только как стратегическая цель, но и имеет вполне реальную рыночную стоимость. Другими словами, разноречивой в темпах инфляции и процентных ставок, несовпадающие производственные циклы, слабая бюджетная дисциплина подают сигнал рынкам гораздо раньше, чем они могут привести к негативным переменам в реальной экономике.

В-третьих, достигнутая в 80-е гг. высокая мобильность капиталов больше не позволяла поддерживать фиксированные курсы, и одновременно сохранять официальную возможность их пересмотра. Развитие рынков капиталов привело к изменению механизма валютных кризисов. В кризисах “первого поколения” спекулятивные атаки против валют с фиксированным курсом происходили в тех случаях, когда правительства проводили экономическую политику, несовместимую с таким режимом валютного курса, например, долгое время покрывали дефицит госбюджета за счет эмиссии. Как только объем валютных резервов страны снижался до критического уровня, начиналась атака на валюту. Валютные кризисы 90-х годов, особенно кризис ЕВС, поставили под сомнение тезис о том, что их причиной является низкая бюджетная и денежно-кредитная дисциплина властей. Правительства не соглашались подолгу поддерживать высокие процентные ставки, с тем чтобы отбивать повторяющиеся атаки на национальную валюту: они считали, что затраты на поддержание фиксированного курса превышали выгоды от него. Такой расчет прибылей и убытков, производимый правительствами, и соответствующие рыночные ожидания и составляют суть объяснения спекулятивных атак в кризисах “второго поколения”<sup>1</sup>. Иными словами, в 90-е годы мишенью для спекуляций могли стать валюты стран с вполне удовлетворительным состоянием государственных финансов и денежно-кредитной сферы. Поэтому Европейский Союз встал перед дилеммой: жесткая фиксация паритетов и единая валюта или отмена всякой фиксации и соответственно роспуск ЕВС<sup>2</sup>.

В июне 1988 г. сессия Европейского совета в Ганновере учредила комиссию, которой было поручено подготовить предложения о

---

<sup>1</sup> См.: World Economic Outlook / International Monetary Fund. Wash., 1999. May. P.66–87.

<sup>2</sup> См.: Thygesen N. Evolving ambitions in Europe's monetary unification // The Euro. A challenge and opportunity for financial markets / Artis M., Weber A., Hennessy E. (eds.). L.; N.Y.: Routledge, 2000. P. 31.

создании Экономического и валютного союза. В апреле 1989 г. был представлен итоговый документ, получивший название “**доклад Делора**” – по имени возглавлявшего группу председателя Европейской комиссии. В докладе предлагалось полностью либерализовать движение капиталов внутри ЕС, объединить финансовые рынки государств-членов, достичь полной и необратимой конвертируемости национальных валют, жестко зафиксировать обменные курсы и, возможно, заменить национальные деньги единой валютой.

С 1 июля 1990 г. Сообщества приступили к реализации программы. Формально же ее санкционировал Договор о Европейском Союзе. Маастрихтский договор официально провозгласил цель – создать в рамках ЕС Экономический и валютный союз, который предполагает проведение государствами-членами общей экономической и валютной политики и введение единой валюты. Договор устанавливает, что Совет утверждает проект основных направлений экономической политики государств-членов и наблюдает за их экономическим развитием. Для проведения общей валютной политики Договор предусмотрел создание Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ), состоящей из национальных центральных банков и Европейского центрального банка (ЕЦБ). ЕЦБ наделен исключительным правом определять денежно-кредитную и валютную политику Сообщества, в том числе санкционировать эмиссию банкнот в пределах валютного союза.

Согласно “плану Делора” и Маастрихтскому договору, строительство ЭВС рассчитано на три этапа. В течение первого этапа (вторая половина 1990 г. – 1993 г.) было завершено формирование единого внутреннего рынка, разработаны меры, направленные на сближение ряда макроэкономических показателей стран-членов и проведена либерализация движения капиталов внутри ЕС. В задачу второго этапа (1994–1998) входила подготовка институциональной, административной и юридической базы валютного союза. Для этого были разработаны правила функционирования ЕСЦБ и методы координации экономической политики государств-членов. В мае 1998 г. был образован Европейский центральный банк, и Европейский совет определил круг стран, которые ввели евро с января 1999 г.

В ходе третьего этапа (1999–2002) странами ЕС был запланирован переход к общей экономической и денежно-кредитной политике, а также к единой валюте. С 1 января 1999 г. одиннадцать государств ЕС жестко зафиксировали курсы своих национальных валют

по отношению к евро и ввели его в безналичное обращение. Единая валюта начала использоваться для проведения банковских операций, размещения государственных ценных бумаг и в операциях ЕСЦБ. Функции валютного регулирования перешли от национальных центральных банков к ЕЦБ. С 1 января 2002 г. началось обращение банкнот и монет евро, а с 1 марта 2002 г. она стала единственным законным средством платежа и полностью вытеснила национальные денежные знаки.

Создание ЭВС является ключевым направлением современной интеграционной стратегии Европейского Союза. Оно логически продолжает программу Единого внутреннего рынка и предусматривает формирование на территории ЕС единого экономического пространства, сходного с национальным. ЭВС представляет собой первую и важнейшую “опору” ЕС. По сравнению с двумя другими (общая внешняя политика и политика безопасности; внутренние дела, юстиция, иммиграция и пограничный контроль) ЭВС включает области интеграции, в которых Сообщество уже накопило значительный опыт и достигло ощутимых успехов. Особенность “первой опоры”, т. е. ЭВС, состоит в том, что основная часть вопросов решается на коммунитарном уровне. Иначе говоря, участники ЭВС добровольно делегируют единым органам ЕС ряд суверенных прав, в частности, в эмиссионной, учетной, бюджетной и валютной политике.

У ЭВС в том виде, в котором он строится странами ЕС, нет прецедентов: создать коллективную валюту и ввести ее взамен национальных денег пока не удавалось. Образовав ЭВС, страны Евросоюза впервые перешли к такой форме интеграции, которая до сих пор рассматривалась лишь как научная абстракция. Ни одна другая региональная интеграционная группировка, в том числе НАФТА и АСЕАН, пока не имеют реальных предпосылок и соответственно разработанных стратегий валютного союза<sup>1</sup>.

---

1 НАФТА – Североамериканская ассоциация свободной торговли (North American Free Trade Association – NAFTA) создана в 1988 г. США и Канадой, в 1992 г. к ним присоединилась Мексика. АСЕАН — Ассоциация стран Юго-Восточной Азии (Association of South East Asian Nations – ASEAN) создана в 1967 г. Участники: Бруней, Индонезия, Малайзия, Сингапур, Таиланд, Филиппины, Вьетнам, Лаос, Мьянма, Камбоджа. В АСЕАН обсуждаются планы создания единой валюты, однако в обозримом будущем речь здесь может идти о коллективной расчетной (денежной) единице, не заменяющей национальные, а используемой параллельно с ней для удобства расчетов и поощрения внутрирегиональной торговли.

## 1.2. Причины и движущие силы ЭВС

ЭВС – исключительно сложный, дорогостоящий и рискованный проект. В то же время определить его эффективность, даже с известной степенью приближения, невозможно. Сейчас нельзя сказать определенно, как сложится общий баланс прибылей и убытков всего проекта и применительно к разным странам, регионам, слоям населения, отраслям и т.п. На этот счет можно строить предположения, или, вернее, пытаться определить общие контуры, выделяя из набора имеющихся фактов те, которые способны задавать линии развития в будущем. Российский исследователь В.П. Евстигнеев справедливо пишет: “... решение в пользу интеграции, по сути, априорно, оно иной природы, по сравнению с инвестиционным решением, т.е. оно не вырабатывается на основе измеримого выигрыша относительно издержек, но возможные виды выигрыша предполагаются как вероятная (хотя и количественно практически не определенная) поощрительная премия в будущем за “правильный” выбор сейчас”<sup>1</sup>.

Тогда возникает вопрос: что же толкало Евросоюз, его политические элиты к созданию ЭВС? Почему они считают, что вектор общемирового и европейского развития будет иметь соответствующую направленность и Евросоюзу нужно подстроиться под эту общую тенденцию? Какие из происходящих в последнее время явлений питают убежденность в том, что переход к единой валюте не только оправдан, но и необходим с точки зрения стратегических перспектив Евросоюза и государств-членов?

---

<sup>1</sup> Далее автор развивает свою мысль: “Это очень тонкое и едва заметное разграничение, однако при этом оно чрезвычайно важно. Если я выступаю в качестве инвестора, я могу принять инвестиционное решение с учетом ожидаемой отдачи, но если мне приходится принимать решение о более тесной валютной интеграции, мое решение будет принято, в строгом смысле, в условиях отсутствия информации, достаточной для того, чтобы иметь вообще какие бы то ни было рациональные ожидания. Мне придется решать на интуитивном уровне, догадываясь, что в действительности я принимаю не систему международных обязательств в области валютно-денежной политики, а некую общую логику (систему приоритетов) экономической политики или даже некое понимание экономической истории как вектора, имеющую конкретную направленность”. *Евстигнеев В.П.* Валютно-финансовая интеграция в ЕС и СНГ: Сравнительный семантический анализ. М.: Наука, 1997. С. 37–38.

Как ни покажется странным, в обширнейшей западноевропейской литературе по проблемам ЭВС причины его создания освещаются крайне скупо. Во многих солидных монографиях вопрос о причинах и движущих силах ЭВС вообще не затрагивается. И органы ЕС, и ученые, как правило, делают упор на последствиях ЭВС, его слабых и сильных сторонах, отдельных специальных аспектах. Смысл ЭВС объясняется тем, что он способен при определенных условиях принести существенные выгоды: экономия на транзакционных издержках, снижение темпов инфляции и долгосрочных процентных ставок, создание емких финансовых рынков, расширение инвестиций и повышение темпов экономического роста, укрепление позиций ЕС в валютных отношениях с США и Японией<sup>1</sup>.

В мае 1995 г. Европейская комиссия опубликовала Зеленую книгу “О практических шагах по введению единой валюты”. В ней говорится: “Только единая валюта и создаваемая ею обстановка стабильности обеспечит гражданам Европы многие практические преимущества, перечисленные ниже:

- более эффективный единый рынок при наличии единой валюты;
- стимул к росту экономики и занятости;
- устранение дополнительных расходов, связанных с существованием нескольких европейских валют;
- упрочение международной стабильности;
- укрепление совместного валютного суверенитета государств-членов”<sup>2</sup>.

Эти положения дословно повторяются в предназначенной для широкого распространения брошюре “Экономический и валютный союз”, изданной Европейской комиссией годом позже<sup>3</sup>. В ней переход к ЭВС во многом рационализируется, адаптируется к запросам

---

1 См., например: *Thygesen N. Op.cit. P.38; Welfens P., Jungmittag A. Political Economy of EMU and Stabilization Policy // European Monetary Union: Transition, International Impact and Policy Options. Springer, 1997. P.331–332.*

2 *One Currency for Europe. Green Paper on the Practical Arrangements for the Introduction of the Single Currency. European Commission, 31 May 1995. Luxembourg, 1995. P. 12.*

3 *Economic and Monetary Union. European Commission. Luxembourg, 1996. P. 12.*

публики и к той мере понимания, которой владеет “человек с улицы”<sup>1</sup>. Таким образом, логические взаимосвязи переставляются с ног на голову: благоприятные последствия проекта выдаются за его мотив или причину.

Этому есть объяснения. Во-первых, реальные причины ЭВС очень далеки от насущных интересов населения, без поддержки которого, как, в частности, показали референдумы о ратификации Маастрихтского договора, интеграция не сможет ступить и шагу. В кратко- и среднесрочной перспективе плоды ЭВС могут оказаться весьма скромными, а затраты на его создание – внушительными. Чтобы нынешние избиратели приняли идею и согласились пойти на жертвы, правительства (и научная элита) должны убедить их в том, что валютный союз принесет им несомненную пользу. Неустановленные выгоды будущих поколений в данном случае – аргумент слабый. Гораздо большим действием обладают близкие к повседневной жизни практически вещи, такие как снижение процентных ставок, удешевление валютнообменных операций, новые возможности для роста производства и создания рабочих мест. Эти и подобные им вторичные от ЭВС явления вполне подходят на роль обоснования, позволяя сформировать, по выражению В. Евстигнеева, “общественный консенсус вокруг смещенных (фиктивных) целей”<sup>2</sup>.

Во-вторых, решение о создании ЭВС принималось элитами как политическое и идеологическое решение (поскольку в условиях неопределенности точный расчет невозможен) и потому в экономической плоскости можно увидеть лишь часть общей картины. Кроме того, в рамках существующего ныне стиля западной экономической

---

<sup>1</sup> В последнее время общественное толкование экономической политики превращается в самостоятельный очень специфический жанр. Подчас возникают невольные аналогии с детскими книжками, где “Одиссея” уместается на двадцати страничках с легкой прозой и трогательными картинками. Характерное замечание делает по этому поводу один из крупнейших современных экономистов, лауреат Нобелевской премии Фридрих Хайек. В книге “Частные деньги” он констатирует, что так называемая количественная теории денег не может быть использована “даже в качестве отдаленного приближения к удовлетворительному с теоретической точки зрения определению ценности денег” и добавляет, что “...с практической точки зрения одна из худших вещей, которые могут с нами случиться, – это если широкая публика снова перестанет верить в элементарные положения количественной теории”. Хайек Ф.А. Частные деньги. М.: Институт национальной модели экономики, 1996. С. 127.

<sup>2</sup> Евстигнеев В.Р. Цит. соч. С. 47.

науки явное предпочтение отдается детальной проработке узкоспециальных вопросов и моделям с использованием эконометрических средств, тогда как общие проблемы зачастую остаются в тени.

Попробуем выстроить свой взгляд на вещи, внимательно отделяя друг от друга причины, движущие силы и последствия.

В последнее десятилетие условия, в которых развивается Евросоюз, существенно изменились, как изменилось и качество интеграционных процессов<sup>1</sup>. Первая важная перемена – *переход взаимозависимости стран ЕС в новое качество*. К 1993 г. в Сообществе практически завершилось формирование единого внутреннего рынка, который подразумевает полную свободу движения товаров, услуг, лиц и капиталов. В конце 90-х гг. на партнеров по группировке приходилось 61,2 % экспорта и импорта стран ЕС и 65 % их прямых зарубежных инвестиций<sup>2</sup>. Такое сильное переплетение хозяйств и их взаимозависимость значительно увеличили потребность в наличии общего экономического курса стран-членов. Одной только координации национальных политик стало явно не хватать.

Без общего курса эффективность национального экономического регулирования резко снизилась. Например, если в одной стране правительство повышало доходы населения, чтобы за счет спроса стимулировать производство, а в соседней стране инвестиционную активность поощряли, форсируя экспорт, то при отсутствии таможенных барьеров все дополнительные средства граждан первой страны легко могли пойти на приобретение импортных товаров из второй. В итоге национальные производители сталкивались с ростом инфляции, так и не получив никаких преимуществ. По мнению многих экономистов, в частности В. Молле, положение усугублялось и тем, что финансовые рынки, зная о низкой эффективности индивидуальных мер, чутко реагировали на наличие или отсутствие согласованной экономической политики Сообщества. Таким образом, за неспособность принимать общие решения страны ЕС расплачивались завышенными инфляционными ожиданиями<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Буторина О. Что такое евро? М.: "Интердиалект+", 1999. С. 23–28; Буторина О.В. Создание Экономического и валютного союза – новая ступень европейской интеграции // Деньги и кредит. 1988. № 11. С. 33–36.

<sup>2</sup> European Commission. Euro 1999. 25 March 1998. Report on Progress towards Convergence and Recommendations with a view to the Transition to the Third Stage of Economic and Monetary Union. Brussels, 1998. P. 189–191.

<sup>3</sup> Molle W. The Economics of European Integration: Theory, Practice, Policy. Dartmouth: Aldershot, 1994. P. 390.

В 90-е гг. потребность в единой политике возросла и в результате либерализации движения капиталов, которая происходила как в Европе, так и в остальном мире. Изменилась и природа финансовых кризисов, в чем страны ЕС убедились в ходе кризиса ЕВС 1992–1993 гг. Стало очевидно, что без твердой фиксации курсов и единой экономической политики странам ЕС не удастся противостоять атакам на их валюты, каким бы совершенным ни был механизм взаимной привязки курсов. Кроме того, обширные и очень мобильные финансовые потоки сделали Западную Европу более зависимой от поведения американского доллара и японской йены, а также от колебаний мировой валютно-финансовой конъюнктуры, что ясно продемонстрировали недавние азиатский и российский кризисы.

Одним из новых явлений в развитии мирового, в том числе и западноевропейского, хозяйства стали информационные технологии. Их бурный рост кардинально изменил формы работы во многих отраслях и особенно в финансовом секторе<sup>1</sup>. Теперь неудобное географическое расположение и удаленность от деловых центров не мешают стране или региону полноценно участвовать в международном бизнесе – недаром Ирландия и Финляндия перестали быть окраинами Европы. Информационные технологии, сокращая расстояния, еще больше способствуют экономической консолидации региона.

Вторая черта 90-х гг. – возникновение в социально-экономической сфере таких долговременных и насущных задач, которые практически невозможно решать без использования имеющихся коллективных рычагов.

Условия, в которых развивается западноевропейская экономика, в последнее время сильно изменились. Неслучайно, после благополучного десятилетия 80-х, кризис начала 90-х оказался одним из самых тяжелых в послевоенной истории ЕС, а начавшийся за ним подъем – затянувшимся и неуверенным. Все это свидетельствует о том, что западноевропейская экономика израсходовала большую часть запаса прочности, накопленного в результате структурной перестройки, которая последовала за нефтяными кризисами 70-х. *Проводимая экономическая политика во многом перестала отвечать потребностям и возможностям общества.*

---

<sup>1</sup> См.: Bishop G. Delivering the benefits of EMU: Securitization // The Euro: A challenge and opportunity for financial markets / Artis M., Weber A., Hennessy E. (eds.), L.; N.Y., 2000. P. 286.



Безработица в странах ЕС составляет 8% общей численности рабочей силы. Подавляющая ее часть носит структурный, а не циклический характер. Из-за изменения отраслевой структуры хозяйства и повышения технологического уровня производства спрос и предложение рабочей силы в Западной Европе не соответствуют друг другу не столько по количеству, сколько по качеству. Долгое время в западноевропейских странах рост заработной платы не сопровождался должным увеличением производительности труда. Это питало инфляционные процессы и увеличивало издержки производства, что в свою очередь препятствовало росту конкурентоспособности, сдерживало создание новых рабочих мест.

Если в 50–60-е гг. в Западной Европе темпы рождаемости быстро увеличивались, то в 70-е они резко упали. Рост материального благополучия и урбанизация привели к тому, что многодетными перестали быть семьи даже на юге Европы, во многих странах коэффициент фертильности теперь не превышает 1,5<sup>1</sup>. В итоге население ЕС быстро стареет, сейчас 15 % его общей численности составляют граждане старше 65 лет<sup>2</sup>. В ближайшее время в пенсионный возраст вступит многочисленное поколение, родившееся после войны, и ситуация обострится еще больше. Согласно прогнозам, к 2030 г. эта категория составит 29% населения нынешних 15 стран Евросоюза, а в Италии, как ожидается, ее доля возрастет до 33%, в Германии – до 36%<sup>3</sup>.

Действующая в странах Евросоюза система социального обеспечения складывалась в основном в 50–60-е гг., когда потенциальных получателей помощи было значительно меньше, чем теперь. В новых условиях узаконенные несколько десятилетий назад льготы оказываются непосильными для национальных бюджетов. За 1985–1994 гг. в ЕС выплаты пенсий, пособий по безработице и временной нетрудоспособности увеличились в постоянных ценах почти в полтора раза<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Коэффициент фертильности показывает среднее количество детей, которых женщина рождает в течение жизни.

<sup>2</sup> Basic statistics of the European Union, 1996. Luxembourg, 1997. P.136–137.

<sup>3</sup> Bos E. World Population Projections 1994–95 /The World Bank. Wash., 1994. Цит.по: Davis E.P. Public Pensions, Pension Reform and Fiscal Policy // EMI Staff Paper. Frankfurt-am-Main, 1997. № 5. P. 3–4; Deutsche Bundesbank Monthly Report, December 1999. P. 17.

<sup>4</sup> Eurostat Yearbook, 1996: A statistical view on Europe 1985–1995. Luxembourg, 1996. P. 226, 232, 243.

По сравнению с США и Японией многие страны ЕС имеют более низкий пенсионный возраст и максимальный размер пенсий. В среднем по ЕС только выплаты пенсий по старости поглощают 19% государственных расходов и составляют 10% ВВП. К 2030 г. в Германии, Франции и Италии последний показатель вырастет до 18–23%<sup>1</sup>.

Все это говорит о том, что странам ЕС предстоит провести глубокие и очень болезненные реформы систем социального обеспечения, пересмотреть системы налогообложения и государственных субсидий. В противном случае придется увеличить взносы предприятий в социальные фонды и/или смириться с разбуханием дефицита госбюджетов, что напрямую угрожает конкурентоспособности и экономическому здоровью нации.

Если в 1970 г. нынешние 15 участников ЕС в общем сводили государственные бюджеты с положительным сальдо, уже в 1975 г. дефицит составлял 4% их совокупного ВВП. Позже, в 80-е гг. многие правительства стимулировали экономический рост и субсидировали структурную перестройку при помощи бюджетных субсидий, госзаказов и вложений в государственные предприятия. В сочетании с нараставшими социальными расходами это привело к тому, что в 1985 г. государственный долг стран ЕС в среднем достиг 59% ВВП, а в 1996 – 73,5%. Одни только проценты по нему достигли 5,5% ВВП, что аналогично бюджетным затратам на здравоохранение или образование. С середины 80-х гг. нетто-объем государственных заимствований (т. е. собственно дефицит госбюджета) перестал покрывать процентные платежи<sup>2</sup>. Круг замкнулся: государственный долг начал воспроизводить сам себя.

Странам ЕС становится все труднее отстаивать свои позиции на мировых рынках. Росту конкурентоспособности препятствует высокая стоимость рабочей силы. В начале 90-х гг. в десяти из нынешних пятнадцати государств Евросоюза средние часовые заработки в промышленности были выше, чем в США. Например, рабочий в ФРГ получал за час 17,5 ЭКЮ, а американский – 11,5. В большинстве стран ЕС предприниматели отчисляют в фонды социаль-

<sup>1</sup> *Chand S.K., Jaeger A. Ageing Population and Public Pension Schemes /International Monetary Fund. Wash., 1996. P. 7, 14. Цит.по: Davis E.P. Can Pension Systems Cope? Population Ageing and Retirement Income. Provision in the European Union /The Royal Institute of International Affairs. L., 1997. P. 15.*

<sup>2</sup> *Molle W. Op.cit. P. 415; European Monetary Institute, Annual Report 1996. Frankfurt-am-Main, 1997. P. 33–34, 55.*

ного обеспечения в 1,5–2 раза больше средств, чем в США или Японии, и выплачивают на треть больше налогов<sup>1</sup>.

Несмотря на финансовый кризис в Юго-Восточной Азии, так называемые “новые индустриальные” страны по-прежнему составляют конкуренцию многим отраслям западноевропейской промышленности. В некоторых из этих государств, помимо дешевой рабочей силы, уже имеется и активно развивается современное высокотехнологичное и наукоемкое производство, происходит сдвиг от имитации иностранной технологии к собственно инновационной деятельности. В 1993 г. Тайвань и Южная Корея тратили на НИОКР соответственно 1,8 и 2,1% национального ВВП, тогда как в среднем по ЕС аналогичное соотношение составляло 2,0%, в США – 2,7, Японии – 2,9%<sup>2</sup>.

Общеизвестно также, что в Западной Европе, по сравнению с США и Японией, конкурентные, или рыночные, исследования развиты слабее, наука меньше связана с производством и финансируется в основном государством, а не частным бизнесом. Поэтому во многих отраслях по уровню технологической новизны промышленной продукции ЕС уступает своим конкурентам.

Названные проблемы национальным правительствам пришлось бы решать в любом случае, не взирая на то, существовал бы валютный союз или нет. Между тем ЭВС в значительной мере улучшает условия для изменения макроэкономической политики. Это, по мнению автора, является одной из самых мощных, пусть и скрытых, пружин настойчивого движения Евросоюза к единой валюте. Тезис имеет несколько обоснований.

1. Странам ЕС было выгоднее проводить оздоровление экономики и финансов одновременно и в сжатые сроки, чем проходить через эту болезненную процедуру поодиночке, растягивая ее во времени. Как уже говорилось, государства Евросоюза едва ли могут позволить себе разнонаправленную экономическую политику, потому что их хозяйства давно превратились в сообщающиеся сосуды.

2. ЭВС имеет ярко выраженный дисциплинирующий эффект. Еще до появления евро страны ЕС приложили невиданные усилия,

---

<sup>1</sup> Eurostat Yearbook, 1996: A statistical view on Europe, 1985–1995. Luxembourg, 1996. P. 300-301.

<sup>2</sup> Chui M., Levine P., Pearlman J. and Sentance A. Innovation, Imitation and Growth in a Changing World Economy // London Business School Economic Outlook, 1996, May. Цит.по: The Economist. L., 1996. May 18. P. 80; Basic statistics of the European Union, 1996. Luxembourg, 1997. P. 65.

чтобы выполнить установленные Маастрихтским договором критерии конвергенции. В течение 1993–1997 гг. средние темпы инфляции снизились с 4,1 до 1,9%, долгосрочные процентные ставки – с 8,0 до 6,2%, дефицит госбюджета – с 6,1 до 2,4% ВВП. В Италии только за 1997 г. он уменьшился с 6,7 до 2,7%<sup>1</sup>. В настоящее время большинство государств Евросоюза близки к оговоренной в Пакте стабильности и роста цели достичь баланса государственных доходов и расходов. Считается, что это позволит в дальнейшем снизить расходы на обслуживание государственного долга, а освободившиеся средства направить на стимулирование экономического роста и создание новых рабочих мест. Во многих странах, особенно тех, где большинство граждан поддерживает евро (Италия, Испания, Бельгия, Греция, Ирландия, Франция, Португалия, Нидерланды), правительства открыто признают, что политика жесткой экономии была с пониманием принята населением именно благодаря нежеланию остаться на обочине интеграции.

3. С созданием валютного союза в ЕС связываются надежды на улучшение предпринимательского климата. ЭВС, как и экономическая интеграция вообще, активизирует механизмы саморегуляции и “естественного отбора”. Замена национальных денег на общие делает цены внутри зоны евро “прозрачными” (т. е. более сравнимыми) и таким образом усиливает конкуренцию. Кроме того, ЭВС делает внутренний рынок более однородным и устраняет валютные границы. Компании ЕС теперь могут практически свободно<sup>2</sup> оперировать на всем обширном пространстве зоны евро. Это улучшает условия для достижения оптимальных объемов производства, более рационального использования ресурсов и выхода на рынок для новых фирм.

Фиксированные курсы в сочетании с низкими процентными ставками делают хозяйственную конъюнктуру более предсказуемой и стабильной. А стабильность стала в последние годы одним из главных условий хозяйственного роста<sup>3</sup>. По оценкам экспертов Ев-

---

<sup>1</sup> Euro 1999. 25 March 1998. Report on Progress towards Convergence and Recommendations with a view to the Transition to the Third Stage of Economic and Monetary Union. Brussels, 1998. P. 68, 92, 182.

<sup>2</sup> Препятствиями для бизнеса остаются языковые барьеры, различия в системах налогообложения, некоторые административные нормы.

<sup>3</sup> Согласно некоторым расчетам, для Германии, например, эффект от введения фиксированных курсов может выразиться в снижении безработицы с 9 до 8% рабочей силы. *Gros D. Germany's Stake in Exchange Rate Stability // CEPS Review. Brussels, 1996. № 1. P. 3.*

ропейской комиссии, в 1995 г. из-за курсовых колебаний страны ЕС недосчитались 0,5% прироста ВВП и потеряли 1 млн. рабочих мест<sup>1</sup>. Уже с середины 1998 г. благодаря установленным жестким паритетам прекратились спекулятивные операции с участием двух валют, входящих в зону евро (например, немецкой марки и французского франка). Это добавило стабильности финансовым рынкам и избавило правительства от дорогостоящих валютных интервенций. Очень важно и то, что участники ЭВС больше не могут проводить девальвации, т. е. решать внутренние проблемы за счет соседей.

4. Введение евро уменьшило расходы, которые были связаны с существованием множества западноевропейских валют. Например, до 1999 г., объехав 15 стран ЕС, можно было потратить больше половины изначальной суммы только на конвертирование, если на каждой границе менять валюту. Подобные убытки несли и физические лица, и компании. В эпоху плавающих валютных курсов в разницу между курсом продавца и курсом покупателя банки закладывают не только административные расходы, но и издержки по страхованию от валютных рисков. От валютных колебаний вынуждены страховать и компании, ведущие внешнеэкономическую деятельность. С учетом того, что страны ЕС активно вовлечены в мировую торговлю (например, в ФРГ и Франции доля экспорта в ВВП составляет около 20%, в Голландии – 47% по сравнению с 8–9% в США и Японии), нетрудно понять, насколько велики у них подобные потери.

5. В случае успеха ЭВС перед Евросоюзом открывается возможность значительно укрепить свои позиции в мире и сделать крупный задел на будущее. Другими словами, валютный союз является для ЕС долгосрочным капиталовложением, поскольку способен создать для западноевропейской экономики стратегические преимущества, на которые она будет опираться в своем развитии десятилетия спустя. Если евро станет мировой валютой, Евросоюз сможет избавиться от большей части расходов, связанных с курсовой неустойчивостью в его внешнеэкономических отношениях. Используя евро для фактурирования экспортно-импортных сделок, проведения банковских и валютных операций, ЕС во многом решит проблему курсовых колебаний между долларом и западноевропейскими денежными единицами. Ожидается, что наличие у ЕС обшир-

---

<sup>1</sup> Europe Daily Bulletin. Luxembourg, 1996. № 6751.

ного валютного пространства, в пределах которого совершаются операции не только между странами Сообщества, но и многими его партнерами, существенно снизит зависимость Евросоюза от экономической политики США. При прочном валютном союзе Европейскому центральному банку будет гораздо легче проводить самостоятельную денежно-кредитную политику, нежели центральным банкам отдельных западноевропейских стран.

И, наконец, третья крупная перемена, произошедшая с ЕС, – *кардинальное изменение баланса сил в мире и политической обстановки в Европе*. Распалась социалистическая система, в результате исчезла двуполярная структура, на которой держалось послевоенное устройство мира. На повестку дня вышли вопросы геополитического характера, например, такие, как будет ли однополярный мир более безопасным и устойчивым, останутся ли Соединенные Штаты единственной сверхдержавой, как сложатся их отношения с региональными группировками, будет ли в мире три центра силы (США, Западная Европа и Япония) или наступает эпоха полицентричности и многовариантного политического развития.

В связи с переходом стран Центральной и Восточной Европы к рыночной экономике Европейский Союз принял на себя ряд крупных политических и экономических обязательств. По сути дела, он вынужден был это сделать, если только не хотел сознательно разрушить собственные экономические и политические перспективы. Очевидно, что ослабленное в хозяйственном плане и соответственно подверженное военным конфликтам и росту преступности окружение не оставило бы Евросоюзу шансов на процветание.

Таким образом, вокруг Евросоюза сложилась обстановка, которая усиленно толкает его к большей консолидации и более активному участию в международных делах, особенно в Европе. По мнению автора, без экономического и валютного союза Сообществу в перспективе с этой задачей не справиться. ЭВС здесь имеет двойное действие. Во-первых, он превращает зону евро в экономический монолит. Во-вторых, создает мощные рычаги для общеевропейской консолидации (о чем будет сказано ниже) и возможности для того, чтобы влияние ЕС на международной арене соответствовало его значению в мировой экономике и было сравнимо с влиянием США.

Теперь ответим на поставленный выше вопрос: зачем страны ЕС создали Экономический и валютный союз? Сделали они это по-

тому, что считают ЭВС эффективным инструментом для достижения двух взаимосвязанных стратегических целей:

- привести макроэкономическую политику в соответствие с изменившимися потребностями и возможностями общества<sup>1</sup>;
- обеспечить Евросоюзу долгосрочную глобальную перспективу путем превращения его в один из двух главных столпов в новом устройстве мира.

В свете первой цели особо полезными являются такие качества ЭВС, как его способность усилить механизм “естественного отбора” и эффект масштаба, а также содействовать замене устаревших систем государственных финансов и социального обеспечения. При этом ЭВС сам производит такие “блага”, как полная курсовая стабильность, высокая стабильность цен и процентных ставок, что облегчает бизнесу и населению переход в новый формат макроэкономической политики. Общественному согласию способствует также политическая и психологическая окраска ЭВС.

Что касается второй цели, то, во-первых, ее достижение позволит значительно нарастить экономическую и, что особенно важно, политическую мощь Евросоюза. А во-вторых, евро как нельзя лучше подходит для раскручивания геополитического измерения ЕС. “В мире по окончании “холодной войны” традиционные европейские государства-нации – страны, составлявшие “европейский концерт” вплоть до первой мировой войны, – не обладают ресурсами для того, чтобы играть глобальную роль. Консолидация в Европейский Союз предопределит их будущее влияние. Объединенная Европа продолжит свое существование как великая держава; разделенная же на национальные государства – сползет к уровню обладателя второстепенного статуса”. Так пишет Генри Киссинджер в своем знаменитом фундаментальном труде “Дипломатия”. В нашем контексте показательно еще одно высказывание: “Система свободной торговли, охватывающая все Западное полушарие, первым шагом к созданию которой послужило Североамериканское соглашение о свободной торговле (НАФТА), придаст обеим Америкам *командную роль* (курсив мой. – О.Б.) независимо ни от чего. Если на деле будут реализованы принципы Уругвайского раунда Генерального соглашения по торгов-

---

<sup>1</sup> В. Евстигнеев предлагает более жесткую формулировку: валютно-финансовая интеграция как внешнее проявление формирования нового типа экономики, в рамках которой эффективность и стабильность оказываются более важной целью, чем рост. Цит.соч. С. 52–53.

ле и тарифам (ГАТТ), по которым велись переговоры в 1993 г., Западное полушарие станет могучей составляющей глобального экономического роста. Если будут преобладать дискриминационные региональные группировки, Западное полушарие с его обширным рынком будет в состоянии успешно конкурировать с прочими региональными торговыми блоками; на деле НАФТА является наиболее эффективным средством предотвратить подобное состязание или выстоять в нем, коль скоро оно появится!<sup>1</sup>».

Взросшая взаимозависимость стран ЕС, глобализация финансовых рынков, развитие информационных технологий, изменение политической ситуации в Европе – это те движущие силы, которые склонили западноевропейские элиты к решению о создании ЭВС. Экономия на издержках конвертирования – побочный (хотя и очень приятный) продукт Союза. Снижение темпов инфляции и долгосрочных процентных ставок, увеличение емкости рынков – весьма вероятные, но не гарантированные последствия ЭВС. Расширение инвестиций и повышение темпов роста напрямую не зависят от ЭВС, но реально ожидать, что в одних случаях ЭВС сможет косвенно стимулировать инвестиции, а в других – подавлять их. Позитивное влияние валютного союза на занятость вообще не установлено; напротив, в ряде отраслей и регионов (например, в банковском секторе, в отсталых старопромышленных и аграрных районах) произойдет одноразовое сужение рынка рабочей силы. Однако то, что зона евро может выступать как единое лицо или, по терминологии ЕС, “говорить одним голосом” в переговорах с США и Японией по валютным вопросам и по-новому участвовать в процессах реформирования мировой валютной системы – факт бесспорный. Но это только первая ступенька к достижению гораздо более крупной цели – кардинально изменить в долгосрочной перспективе мировой баланс сил в пользу ЕС.

### 1.3. Структура и организация ЭВС

Поскольку единая валюта – самое яркое проявление ЭВС, порой создается впечатление, что она и является его главным наполнением. В действительности же экономический и валютный элементы ЭВС органически связаны и не могут существовать отдельно. Так,

---

<sup>1</sup> *Киссинджер Г.А.* Дипломатия. М.: Ладомир, 1997. С. 734, 759.



общая экономическая политика необходима, чтобы сформировать единое экономическое пространство, в рамках которого компании и население повсюду имели бы идентичные условия для хозяйственной деятельности. Для этого нужны общая денежно-кредитная политика и денежная единица. В то же время сам валютный союз немыслим без общей экономической политики, так как единая валюта не сможет функционировать при существенно отличающихся друг от друга национальных темпах инфляции, процентных ставках, уровнях государственной задолженности и т.п.

Тесное переплетение двух составляющих ЭВС приводит к тому, что между ними зачастую невозможно провести видимую грань, а тот или иной элемент ЭВС справедливо отнести как к экономической, так и к валютной<sup>1</sup> политике Евросоюза. Например, критерии конвергенции традиционно относятся к экономической части ЭВС, вместе с тем они содержат требование о двухлетнем участии страны в механизме обменных курсов ЕВС и унифицированные правила независимости национальных центральных банков. В схематичном виде структура ЭВС представлена в табл. 1.2.

Таблица 1.2

### Структура Экономического и валютного союза

Общая экономическая политика	Единая валютная политика
<p><i>Основные элементы:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Выработка общих целей и направлений экономического развития ЕС</li> <li>● Система многостороннего слежения за хозяйственной динамикой, национальные программы стабилизации/конвергенции</li> </ul>	<p>Главная задача ЕЦБ – поддержание стабильности цен</p> <p><i>Основные инструменты:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Операции на открытом рынке</li> <li>● Процентная политика</li> <li>● Минимальные резервные требования</li> </ul>

<sup>1</sup> В Договоре о Европейском Союзе, так же как и в материалах ЕЦБ, чаще всего используется термин “валютная политика” (monetary policy), который на русский язык в зависимости от контекста может переводиться и как “денежно-кредитная политика”, и как “валютная политика”. Лишь в отдельных случаях используется термин “курсовая политика” (exchange rate policy), который близок русскому понятию “валютная политика”. Поэтому автор считает возможным пользоваться термином “валютная политика” в более широком смысле, чем это традиционно принято в русскоязычной литературе.

## Продолжение табл. 1.2

Общая экономическая политика	Единая валютная политика
<ul style="list-style-type: none"> <li>● Критерии конвергенции, Пакт стабильности и роста</li> <li>● Координация налоговой политики</li> </ul> <p><i>Полномочия Совета по координации экономической политики:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Контроль динамики макроэкономических показателей стран-членов</li> <li>● Мониторинг динамики обменных курсов</li> <li>● Контроль состояния госбюджета</li> <li>● Мониторинг динамики номинальной и реальной зарплаты</li> <li>● Анализ национальных планов действий в области занятости</li> <li>● Мониторинг структурных преобразований на рынках рабочей силы, товаров и услуг</li> </ul>	<p><i>Главные элементы валютной стратегии:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Количественное определение показателя инфляции, соответствующего главной цели ЕЦБ;</li> <li>● Использование следующих средств для достижения ценовой стабильности: Контроль за объемом денежной массы Прогноз и оценка перспектив ценовой динамики</li> </ul> <p><i>Другие составляющие валютной политики:</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>● Единые требования к участникам Европейской системы центральных банков и используемым в ее операциях активам</li> <li>● Система ТАРГЕТ</li> <li>● Механизм обменных курсов –2</li> </ul>

**П р и м е ч а н и с.** Нетрудно заметить, что в данной таблице общая экономическая политика и единая валютная политика имеют разную структуру. Дело в том, что единая валютная политика – ее организация и инструменты – в официальных документах ЕС прописаны гораздо более четко, чем общая экономическая политика. Такие разделы таблицы, как “Полномочия совета по координации экономической политики”, “Главная задача ЕЦБ”, “Основные инструменты валютной политики” и “Главные элементы валютной стратегии” полностью взяты из официальных документов ЕС с сохранением формулировок и структуры оригиналов. Разделы “Основные элементы экономической политики” и “Другие составляющие валютной политики” составлены автором.

**Источники:** The Single Monetary Policy in Stage Three. Specification of Operational Framework. European Monetary Institute, January 1997; The Single Monetary Policy in Stage Three. Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB, European Monetary Institute, February 1997; The Single Monetary Policy in Stage Three. General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures. European Monetary Institute, September 1997.

### 1.3.1. Общая экономическая политика

В Договоре о Европейском Союзе указывается, что “государства-члены рассматривают свою экономическую политику как вопрос общей заботы и согласовывают ее в Совете”, который утверждает проект основных направлений экономической политики государств-членов. В целях тесной координации экономической политики и экономического сближения государств-членов Совет “наблюдает за экономическим развитием в каждом из государств-членов и в Сообществе...”. Если экономическая политика какого-либо государства-члена создает опасность для нормального функционирования экономического и валютного союза, Совет может принять рекомендации в отношении данного государства и контролировать их исполнение (ст. 99)<sup>1</sup>.

В рамках ЭВС действует механизм коллективной финансовой помощи странам, переживающим серьезные экономические трудности по не зависящим от них причинам, например вследствие стихийных бедствий (ст. 100). Участники ЭВС также отказываются от права кредитовать национальные органы власти всех уровней и государственные предприятия через свои центральные банки или ЕЦБ или предоставлять им необоснованные льготы при обращении в финансовые учреждения (ст. 101 и 102). Государства, входящие в валютный союз, обязуются избегать чрезмерных бюджетных дефицитов (ст. 104).

Согласно Договору (ст.121) и прилагаемым к нему Протоколам, право ввести евро имеют лишь те участники ЕС, которые выполняют необходимые условия, так называемые критерии конвергенции<sup>2</sup>:

- темпы инфляции не должны превышать более чем на 1,5 процентных пункта средний аналогичный показатель в трех странах с наименьшим ростом цен;

<sup>1</sup> Здесь и далее нумерация статей дается по консолидированной версии Договора.

<sup>2</sup> В переводе с английского “convergence” дословно означает “схождение в одной точке”, что весьма точно отражает назначение критериев конвергенции. В советской экономической науке термин “конвергенция” имел негативный оттенок из-за широко критиковавшейся западной теории конвергенции, согласно которой социализм и капитализм по мере развития должны были сблизиться и приобрести общие черты. В биологии понятие конвергенции означает приобретение неродственными организмами сходного строения и функций по мере того, как они приспособляются к одинаковым условиям обитания.

- процентные ставки по долгосрочным кредитам не должны превышать более чем на 2 процентных пункта соответствующий средний показатель для трех стран с наименьшим ростом цен;
- дефицит госбюджета не должен быть более 3% ВВП;
- государственный долг не должен быть более 60% ВВП;
- в течение двух лет валюта не должна девальвироваться и ее обменный курс не должен выходить за пределы колебаний, установленные Европейской валютной системой.

Кроме того, в национальное законодательство необходимо внести положения, запрещающие все ограничения на движение капиталов и платежей, а также обеспечить независимость национального центрального банка и привести его статус в соответствие с Уставом ЕЦБ.

Назначение критериев конвергенции вполне очевидно. ЭВС может существовать, только если будет иметь под собой соответствующий экономический фундамент. Опыт “валютной змеи” и ЕВС показал, что коллективный механизм валютной стабилизации – сам по себе не панацея. Он может быть эффективным, если участвующие страны имеют здоровую экономику и сходную динамику основных макроэкономических показателей. Если страна, участвующая в валютном союзе, нарушит норматив дефицита госбюджета, к ней, согласно Пакту стабильности и роста, могут быть применены штрафные санкции<sup>1</sup>.

Важнейшим элементом ЭВС является *изначальное формирование общей экономической политики*, синхронной и однородной хозяйственной (а не только ценовой) динамики. Для этого Совет определяет общие цели и направления экономического развития ЕС и

---

<sup>1</sup> Пакт не был предусмотрен Маастрихтским договором. Идея документа была выдвинута Германией в конце 1995 г. с целью предотвратить нарушение бюджетной дисциплины теми странами, которые будут участвовать в валютном союзе, что могло бы подорвать позиции единой валюты. После длительных дискуссий сессия Европейского совета в Амстердаме (июнь 1997 г.) приняла Пакт. Фактически он состоит из трех документов: резолюции Европейского совета и двух регламентов Совета ЕС: об усилении контроля над состоянием государственных бюджетов и о процедуре предотвращения сверхнормативного дефицита госбюджета. Согласно этим регламентам, участники валютного союза обязуются сводить госбюджет с положительным или нулевым сальдо. Дефицит же не может превышать 3% ВВП. Нарушив это правило, страна обязана исправить положение в течение года. В противном случае ее вынудят создать беспроцентный депозит в размере до 0,5% ВВП, который через два года может быть обращен в безвозвратный штраф.

координирует экономическую политику стран-членов. Все страны ЕС, независимо от их членства в валютном союзе, должны ежегодно представлять Комиссии и Совету национальные программы стабилизации (для участников зоны евро) или конвергенции (для остальных участников ЭВС). В них устанавливаются важнейшие макроэкономические параметры на среднесрочную перспективу, в том числе максимальная величина дефицита госбюджета.

Основная тяжесть экономической координации ложится на Совет министров экономики и финансов (Совет ЭКОФИН). Главным его рабочим органом является Экономический и финансовый комитет (ЭФК), который заменил действовавший до создания ЭВС Валютный комитет. В комитет входит 34 члена – по два от каждой страны (руководители министерства финансов и центрального банка), Комиссии и ЕЦБ. ЭФК следит за развитием экономической и финансовой ситуации в государствах-членах и в Сообществе в целом, регулярно предоставляет соответствующие отчеты Совету и Комиссии, докладывает им о состоянии финансовых взаимоотношений ЕС с третьими странами и международными организациями, а также участвует в подготовке сессий Совета ЭКОФИН. Для решения специфических вопросов, которые касаются только участников валютного союза, создан дополнительный орган – Совет зоны евро, включающий министров финансов стран валютного союза. Решения, принимаемые Советом зоны евро, не имеют обязательной силы, однако, как правило, они служат базой для решений Совета ЭКОФИН.

Конец 1998 г. и начало 1999 г. ознаменовались резким ростом внимания к вопросам координации экономической политики. Практически на всех уровнях ЕС было достигнуто соглашение о том, что переход (в связи с введением евро) к централизованной денежно-кредитной политике при децентрализованной налоговой и структурной политике усиливает потребность в такой координации. Состоявшаяся в декабре 1998 г. сессия Европейского совета одобрила доклад, в соответствии с которым Совет приступил к полномасштабной координации экономической политики стран-членов в пределах года. Задачами Совета стали: постоянно контролировать динамику основных макроэкономических показателей, следить за обменным курсом евро и других валют ЕС, осуществлять надзор за бюджетной дисциплиной, следить за динамикой номинальной и реальной заработной платы, анализировать национальные планы

действий в области занятости, отслеживать процесс структурных преобразований на рынках труда, товаров и услуг. Если добровольная координация окажется неэффективной, Совет может ввести обязательные правила<sup>1</sup>.

В 2001 г. было решено учитывать в национальных программах фактор старения населения и его последствия для бюджетной ситуации. Ожидается, что в ближайшее время странам ЕС придется увеличить государственные расходы на пенсионное обеспечение на 3–5% ВВП и на здравоохранение – на 1–2% ВВП<sup>2</sup>.

В январе 2002 г. Педро Солбес, член Комиссии, ответственный за валютно-финансовые вопросы, предложил новые пути усиления экономической координации. В их числе совершенствование статистических методов; улучшение анализа текущей экономической ситуации и экономического инструментария, применяемого в отдельных странах; достижение большей прозрачности при принятии решений по вопросам экономической политики; предоставление каждой страной другим государствам-членам и Комиссии сведений о готовящихся экономических мерах. Председатель Комиссии Романо Проди назвал необходимым ввести общие для ЕС правила расходования бюджетных средств в периоды благоприятной экономической конъюнктуры, когда доходы бюджета превышают плановый уровень. Он подчеркнул, что Пакт стабильности, устанавливая лимит дефицита госбюджета, решает проблему лишь в краткосрочном плане, тогда как странам Евросоюза следует добиваться долгосрочного оздоровления государственных финансов<sup>3</sup>.

Весной 2002 г., после того как евро стал единственным платежным средством в странах ЭВС, Комиссия начала усиленно пропагандировать тезис о том, что единая валюта требует не только единого центрального банка, но и единого экономического правительства. Для начала она предложила, чтобы страны зоны евро заключили кодекс поведения о координации экономической политики.

Еще одно направление общей экономической политики ЕС – консолидация финансовых рынков Сообщества. Ожидается, что создание единого финансового рынка заметно повысит эффективность капиталовложений и сократит издержки для 18 млн. европейских

---

<sup>1</sup> Europe Daily Bulletin. Luxembourg, 1998. № 2116; 1999. № 7521.

<sup>2</sup> Ibid, 2001. № 8085.

<sup>3</sup> Ibid. № 8139.

предприятий. По расчетам Комиссии, общий экономический эффект достигнет 0,5% ВВП<sup>1</sup>. Согласно решениям Лиссабонского саммита 2000 г., формирование единого фондового рынка ЕС должно быть завершено в 2003 г., а рынка финансовых услуг – в 2005 г. До конца 2002 г. Евросоюз намерен принять все восемь запланированных в этой области директив. Они, в частности, будут регулировать такие вопросы, как борьба с неправомерным использованием особого рыночного и инсайдерского положения; гармонизация бухгалтерских стандартов и гарантий, запрашиваемых финансовыми учреждениями в качестве залогового обеспечения; порядок работы пенсионных фондов; отчетность корпораций для фондовых бирж; правила пруденциального надзора за деятельностью финансовых конгломератов; реформа рынка инвестиционных услуг и посреднических услуг в страховом бизнесе; правила проведения финансовых сделок по телефону и через Интернет.

Постепенно вырисовывался общий подход ЕС к налоговой политике, основная часть которой остается в руках национальных правительств. Если раньше Евросоюз пытался провести гармонизацию налогового законодательства, то теперь такие планы полностью сняты с повестки дня. Сообщество не намерено устранять конкуренцию в налоговой сфере, поскольку последняя признана одним из тех немногих рычагов, с помощью которых правительства могут приспособить единую политику ЕЦБ к национальным условиям. После многолетних переговоров на сессии Совета ЭКОФИН в сентябре 1997 г. был одобрен краткий проект новой стратегии Сообщества в фискальной сфере. Она не предусматривала одностороннего налогового “разоружения” или, наоборот, повышения налогового бремени. Главная цель Сообщества на этом этапе – устранить те формы налоговой конкуренции, которые наносят ущерб функционированию единого внутреннего рынка<sup>2</sup>.

Существование в 15 странах различных систем налогообложения постоянно приводит к возникновению препятствий на пути трансграничных сделок, что отрицательно сказывается на конкурентоспособности европейской экономики. Кроме того, национальные власти нередко прибегают к неправомерной налоговой конкуренции, или налоговому демпингу, чтобы привлечь зарубежные инвестиции.

<sup>1</sup> El Pañ, 14 de marzo 2002. P.5.

<sup>2</sup> Europe Daily Bulletin. Luxembourg. 1998. № 7310, 7354.

В 1998–1999 гг. группа экспертов под руководством члена Комиссии Марио Монти разработала проект налоговой реформы ЕС. Так называемый “пакет Монти” включает три части: налогообложение доходов от сбережений нерезидентов, налогообложение трансграничных платежей между ассоциированными компаниями и кодекс поведения в области корпоративного налогообложения.

На саммите в Ницце (декабрь 2000 г.) государства – члены ЕС не сумели договориться об упрощении законотворческого процесса в области налогообложения (подразумевалось перейти от принципа единогласия к принципу большинства), хотя 16 проектов директив в области прямого и косвенного налогообложения, подготовленные на протяжении 90-х годов, все еще находились в процессе согласования. В ответ на это Комиссия разработала и одобрила в мае 2001 г. новую стратегию ЕС в налоговой сфере. Для ее реализации предполагалось исследовать существующие между странами налоговые барьеры (двойное налогообложение, чрезмерные административные издержки) и различия в сфере налогообложения компаний; устранить налоговые барьеры в области трансграничного пенсионного обеспечения; подготовить сообщение о налогообложении транспортных средств, перемещаемых из одной страны ЕС в другую; подготовить доклад о налогообложении алкогольных напитков; компьютеризировать систему взимания акцизов; воплотить в жизнь принятую в июне 2000 г. стратегию в отношении НДС.

Согласно решению Европейского совета все положения “пакета Монти” должны быть согласованы до конца 2002 г. По первым двум планируется принять новые директивы и заключить соглашения с третьими странами. Но процесс в очередной раз застопорился. Если в 2000 г. новые правила не устраивали Великобританию (она опасалась, что из-за них нерезиденты переведут средства из Сити в Швейцарию и США), теперь камнем преткновения стала Швейцария. По настоянию Люксембурга Евросоюз, чтобы предотвратить утечку бизнеса в “налоговые гавани”, должен договориться с третьими странами об обмене информацией между налоговыми ведомствами. К ним относятся США, Швейцария, Андорра, Лихтенштейн, Монако, Сан-Марино, а также некоторые островные территории, имеющие соглашения об ассоциации с Великобританией и Нидерландами. После серии предварительных консультаций министерство финансов Швейцарии в мае 2002 г. официально уведомило Евросоюз, что оно не будет обсуждать вопрос об обмене информацией, поскольку это равнозначно отмене банковской тайны.



Теперь слово за Люксембургом. По существующим правилам, он может легко заблокировать принятие всего пакета.

### 1.3.2. Единая валютная политика

Для проведения общей валютной политики создана Европейская система центральных банков (ЕСЦБ), которая состоит из Европейского центрального банка и национальных центральных банков (ст. 107 Договора о Европейском Союзе). Основной целью ЕСЦБ является поддержание стабильности цен. В ее задачи также входит разрабатывать и проводить валютную политику Сообщества, проводить международные валютные операции, хранить официальные резервы иностранной валюты государств-членов и управлять ими, содействовать плавному функционированию платежной системы<sup>1</sup>. ЕСЦБ и ЕЦБ действуют на самостоятельной основе, независимо от других органов Сообщества и национальных правительств (ст. 108).

ЕЦБ “является юридическим лицом и пользуется в каждом государстве-члене наиболее широкой право- и дееспособностью, предоставляемой юридическим лицам по национальным законам” (ст. 9 Протокола об уставе ЕСЦБ и ЕЦБ). Руководящие органы ЕЦБ состоят из Дирекции (от четырех до шести членов) и Совета управляющих, куда, помимо членов Дирекции, входят управляющие национальными центральными банками<sup>2</sup>.

Совет управляющих определяет валютную политику Сообщества, устанавливает ключевые процентные ставки и управляет официальными резервами ЕСЦБ. В соответствии с решениями Совета управляющих, Дирекция дает указания национальным центральным банкам относительно осуществления валютной политики ЕС. Национальные центральные банки “действуют в соответствии с основными ориентирами и указаниями ЕЦБ”<sup>3</sup>. Совет управляющих ЕЦБ наделен исключительным правом санкционировать эмиссию банкнот в пределах валютного союза. Выпускать такие банкноты могут ЕЦБ и национальные центральные банки<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Статья 105 Договора, ст. 3 Протокола об уставе Европейской системы центральных банков и Европейского центрального банка.

<sup>2</sup> Статьи 10, 11 и 50 указанного Протокола.

<sup>3</sup> Статьи 12 и 14 указанного Протокола.

<sup>4</sup> Статья 106 Договора, ст. 16 указанного Протокола.

Договор определяет размер уставного капитала и официальных резервов ЕЦБ<sup>1</sup>. Чтобы обеспечить согласованность обменного курса и валютной политики Сообщества, устанавливается, что национальные центральные банки не могут проводить валютные операции с международными организациями и операции с иностранными резервными активами без разрешения ЕЦБ<sup>2</sup>.

Для реализации поставленных Договором задач ЕСЦБ наделяется широкими правами и независимостью. Создатели ЭВС справедливо полагали, что ЕЦБ и национальные центральные банки лишь тогда способны на долговременной основе проводить безинфляционную политику, когда правительства по определению лишены возможности оказывать на них политическое давление. Вот почему одним из условий приема страны в валютный союз является приведение устава ее центрального банка в соответствие с положениями Договора<sup>3</sup>. По сложившимся на Западе традициям, считается, что независимый центральный банк должен действовать откры-

---

<sup>1</sup> Согласно указанному Протоколу они составляют соответственно 5 и 50 млрд. ЭКЮ, в мае 2000 г. Совет ЕС принял решение удвоить их – соответственно до 10 и 100 млрд. евро. Единственными подписчиками и держателями капитала ЕЦБ являются национальные центральные банки государств-членов. Доля каждой из стран в капитале ЕЦБ определяется на основе ее удельного веса в населении и ВВП валютного союза. Их размер уточняется каждые пять лет (ст. 28 и 29 Протокола).

<sup>2</sup> Статья 31 указанного Протокола.

<sup>3</sup> Под независимостью подразумевается, что ни один национальный орган или институт не может иметь прав давать инструкции национальному центральному банку, одобрять, приостанавливать, аннулировать или откладывать его решения, контролировать решения национального центрального банка на законных основаниях, принимать участие в работе руководящих органов банка с правом голоса, требовать от банка проводить консультации с данным органом до того, как банк принял решение. Несовместимыми с Уставом ЕСЦБ являются, в частности, следующие положения национального законодательства: предоставляющие право национальному центральному банку устанавливать процентные ставки по кредитам и норму обязательных резервов (эти права переходят к ЕЦБ); правила, ограничивающие права Управляющего центральным банком при голосовании в Совете управляющих ЕЦБ; положения, не позволяющие руководящим органам национального центрального банка выполнять задачи или инструкции ЕЦБ; правила, противоречащие финансовым положениям Устава ЕСЦБ; правила, которые не позволяют национальному центральному банку хранить официальные резервы в иностранной валюте или распоряжаться ими. См.: Report on Progress, towards Convergence and Recommendation with a View to the Transition to the Third Stage of Economic and Monetary Union. EURO 1999, 25 March 1998, Brussels, 25.03.1998 COM. Luxembourg, 1998. № 1999. P. 33.

то и нести ответственность за проводимую политику, процесс принятия им решений должен быть “прозрачным”, а мотивы его действий – понятны<sup>1</sup>.

Притом, что главной целью денежно-кредитной политики является стабильность цен, ЕСЦБ<sup>2</sup> не обладает средствами прямого контроля над ценами. Денежно-кредитная политика лишь косвенно и через определенный промежуток времени влияет на инфляционную динамику. Этот трансляционный механизм включает несколько рычагов, действие каждого из которых дает результаты с той или иной степенью задержки и результативности. Операционная система ЕСЦБ выполняет следующие задачи: управление процентными ставками денежного рынка, контроль амплитуды и частоты их колебаний, а также обеспечение Европейскому центральному банку возможности информировать рынки о проводимой им денежно-кредитной политике.

**Валютная политика**<sup>3</sup> ЕСЦБ проводится при помощи трех основных инструментов: операций на открытом рынке, суточных ссуд и норматива минимальных обязательных резервов. Все решения принимаются органами ЕЦБ, а использование указанных инструментов проходит на децентрализованной основе, т. е. находится в руках национальных центральных банков.

---

<sup>1</sup> Для этого в рамках ЕСЦБ принимаются следующие меры. Ежемесячно сразу после заседания Совета управляющих ЕЦБ его президент проводит пресс-конференцию, официальное заявление президента размещается в Интернете и публикуется в ежемесячном бюллетене ЕЦБ. Еженедельно публикуется баланс ЕСЦБ. Кроме того, публикуются годовые и квартальные отчеты, которые обязательно представляются в Европейский парламент, Совет и Комиссию. Президент ЕЦБ и члены дирекции обязаны отвечать на вопросы, поставленные Европейским парламентом. Пять раз в год (соответственно после представления квартальных и годового отчетов) президент ЕЦБ выступает в Европейском парламенте. Рабочие материалы ЕЦБ публикуются и распространяются среди специалистов.

<sup>2</sup> С начала 1999 г. в материалах ЕС и ЕЦБ та часть Европейской системы центральных банков, которая включает центральные банки стран зоны евро, стала именоваться “Евросистемой” (Eurosystem). В данном материале автор продолжает использовать более широкий и привычный российской аудитории термин “ЕСЦБ”.

<sup>3</sup> Разделы “валютная политика” и “валютная стратегия” написаны на основе следующих материалов: The Single Monetary Policy in Stage Three. Specification of Operational Framework. European Monetary Institute, January 1997; The Single Monetary Policy in Stage Three. Elements of the Monetary Policy Strategy of the ESCB, European Monetary Institute, February 1997; The Single Monetary Policy in Stage Three. General Documentation on ESCB Monetary Policy Instruments and Procedures. European Monetary Institute, September 1997.

Операции на открытом рынке призваны регулировать спрос и предложение на ликвидные средства. В ЕСЦБ используется четыре вида операций на открытом рынке. Главный из них – “основные операции по рефинансированию”. Именно они являются тем инструментом, при помощи которого передается основная часть средств, направляемых ЕСЦБ банковскому сообществу. Ликвидность достигается посредством регулярных еженедельных торгов, сделки заключаются сроком на две недели на стандартных условиях. В тендерах могут участвовать все финансовые институты зоны евро, допущенные к операциям ЕСЦБ. Кроме того, для специальных целей ЕСЦБ может использовать “операции длительного рефинансирования”<sup>1</sup>, “операции тонкой настройки”<sup>2</sup> и “структурные операции”<sup>3</sup>.

Смысл суточных ссуд<sup>4</sup> состоит в том, что национальные финансовые институты могут по своей инициативе разместить в национальном центральном банке суточный депозит или получить суточную ссуду. Обе операции осуществляются по заранее объявленной учетной ставке. Ссуды предоставляются под залог утвержденного ЕЦБ круга активов. Процентные ставки по депозитам и кредитам, как правило, служат соответственно нижним и верхним пределом рыночной ставки “овернайт”, являясь для рынков барометром денежно-кредитной политики ЕСЦБ.

ЕЦБ имеет право вводить для всех финансовых институтов валютного союза норму обязательных резервов<sup>5</sup>. Повышение или понижение данного норматива традиционно используется национальными центральными банками для регулирования динамики

---

<sup>1</sup> Торги проходят раз в месяц, а продолжительность сделки составляет три месяца. Таким образом, посредством недельных тендеров ЕСЦБ *управляет* процентными ставками денежного рынка, а в ходе месячных тендеров она *использует* сложившиеся ставки.

<sup>2</sup> Проводятся нерегулярно – по мере потребности. Их задача – сделать более ровной динамику процентных ставок, особенно если она связана с непредвиденными движениями ликвидности.

<sup>3</sup> Могут проводиться на нерегулярной основе для корректировки позиции ЕСЦБ по отношению к банковской системе на достаточно продолжительное время.

<sup>4</sup> В документах ЕЦБ они официально именуются “standing facilities” – “постоянные инструменты”.

<sup>5</sup> Правило заимствовано из практики Бундесбанка. До перехода к третьему этапу ЭВС минимальные резервные требования, кроме Германии, применялись во Франции, Италии и некоторых других странах ЕС, тогда как в Великобритании, Бельгии, Дании и Нидерландах они отсутствовали.

процентных ставок и управления структурой денежной массы. Сейчас норма обязательных резервов составляет 2% от пассивов<sup>1</sup>, на размещенные обязательные резервы начисляются проценты.

Единая валютная политика ЕСЦБ предусматривает унифицированные для всех стран валютного союза правила в отношении финансовых институтов, допущенных к операциям ЕСЦБ, и используемых видов активов. Считается, что это позволяет создать равные условия для деятельности финансовых учреждений по всей зоне евро и увеличить операционную эффективность ЕСЦБ. Чтобы минимизировать риски, все кредитные операции ЕСЦБ проводятся на условиях стопроцентного залогового обеспечения.

Активы, разрешенные для операций ЕСЦБ, делятся на два типа: первого класса ("tier one") и второго класса ("tier two"). Первые включают обращающиеся на бирже долговые обязательства, удовлетворяющие отборочным критериям ЕЦБ. Вторые состоят из биржевых и внебиржевых активов, которые имеют большое значение для финансовых рынков и банковских систем государств-членов. Квалификационные требования к активам второго класса устанавливаются национальными центральными банками с последующим утверждением ЕЦБ. Согласно официальной позиции названная градация не подразумевает деления активов по качеству на первосортные и второсортные. Однако сфера применения активов первого класса несколько шире, чем второго (так, предметом сделок по окончательной купле-продаже активов, как правило, являются только активы первого класса).

К операциям ЕСЦБ (суточные ссуды и операции на открытом рынке) допускаются только те расположенные в зоне евро финансовые институты, которые подпадают под требование об обязательных минимальных резервах. А согласно ст. 19.1 Устава ЕСЦБ это требование (за редким исключением) распространяется на все финансовые учреждения зоны евро.

Подготовка, обсуждение и реализация решений, принимаемых в рамках единой валютной политики, должны иметь под собой четкую конструкцию и алгоритм действий. А это уже входит в функции валютной стратегии. Иначе говоря, политика ставит зада-

---

<sup>1</sup> Требование считается выполненным, если в течение месяца (обычно с 24-го числа одного месяца до 23-го числа другого месяца) средний показатель резервов соответствовал установленному нормативу.

чи, а стратегия обеспечивает их практическую реализацию. **Валютная стратегия ЕЦБ** (или денежно-кредитная стратегия<sup>1</sup> в русскоязычной терминологии) выполняет две основные функции: устанавливает схему принятия решений и обеспечивает наличие у Совета управляющих информации, которая необходима ему для выработки валютной политики, адекватной текущей экономической конъюнктуре<sup>2</sup>, обеспечивает взаимосвязь между органами, вырабатывающими валютную политику, и обществом. Задача стратегии – убедить общество в том, что поставленная перед валютной стратегией цель (стабильность цен) будет выполнена.

Главные элементы валютной стратегии были оглашены Европейским центральным банком в октябре 1998 г.:

- количественное определение показателя инфляции, соответствующего главной цели ЕЦБ;
- использование двух средств (так называемых “опор” – “pillars”), необходимых для достижения этой цели:
  - признание ведущей роли денежной массы путем объявления ориентира допустимого роста основного денежного агрегата;
  - оценка перспектив ценовой динамики и инфляционных рисков в зоне евро на основе широкого спектра экономических показателей.

Согласно официальному заявлению ЕЦБ, под стабильностью цен принимается годовой прирост Гармонизированного индекса потребительских цен, составляющий во всей зоне евро менее 2%. Из данной формулировки следует, что абсолютное сокращение индекса инфляции, т. е. дефляция, не соответствует представлению ЕЦБ о стабильности цен. Поддерживать ценовую стабильность в рамках указанного 2%-го норматива ЕЦБ намерен на среднесрочной основе, поэтому краткосрочное отклонение от данного показателя не приведет к автоматическому введению каких-либо экстренных мер, а послужит сигналом для осмысления ситуации и, если это потребует, соответствующей корректировке проводимой политики.

---

<sup>1</sup> В русском языке “стратегия” обычно означает действия, направленные на достижение долгосрочной крупной цели, тогда как “политика” подразумевает действия в краткосрочной перспективе, поэтому политика оказывается подчиненной стратегии. Согласно букве документов ЕЦБ, денежно-кредитная политика является более емким и широким понятием, чем стратегия.

<sup>2</sup> Поэтому валютную стратегию ЕЦБ нередко называют в литературе “навигационной системой”.

Первая “опора” (ориентир роста денежной массы) имеет две основные характеристики: во-первых, соответствует утверждённому показателю стабильности цен, а во-вторых, является ведущим индикатором ценовой динамики (иначе говоря, считается, что долговременное отклонение темпов роста денежной массы от заданного уровня свидетельствует об угрозе инфляции). Ориентир роста денежной массы, так же как и показатель стабильности цен, определяется на среднесрочную перспективу, поэтому краткосрочное его отклонение от заданного уровня не ведёт к автоматическому изменению краткосрочных процентных ставок ЕЦБ. В этом и состоит коренное отличие ориентира (reference value) от промежуточного контрольного уровня (intermediate monetary target).

В качестве показателя денежной массы используется агрегат  $M_3$ . Его прирост вычисляется, исходя из известного соотношения между приростом ВВП, темпом инфляции и скоростью обращения денег. Во всех странах зоны евро проведена полная гармонизация методов определения всех видов ликвидности, поэтому каждый из денежных агрегатов в любой стране имеет стандартное содержание.

Вторая “опора” (оценка перспектив ценовой динамики) дополняет имеющуюся у ЕЦБ информацию о движении денежной массы другими характеристиками хозяйственного развития. В их числе: динамика заработной платы и обменных курсов, движение цен на долгосрочные государственные облигации и разница между доходом по долгосрочным и краткосрочным ценным бумагам, различные показатели производственной активности, движение налоговых ставок, индексы роста цен и издержек производства, а также обзоры деловой активности и потребительского спроса<sup>1</sup>.

Для обслуживания операций между ЕЦБ и национальными центральными банками была создана Трансевропейская автоматизированная экспресс-система валовых расчетов в режиме реального времени ТАРГЕТ. Еще в процессе подготовки ее решили использовать и в коммерческих целях. В итоге перед ТАРГЕТ<sup>2</sup> поставлены две задачи: служить механизмом единой валютной поли-

---

<sup>1</sup> Euro area monetary aggregates and their role in the Eurosystem's policy strategy. European Central Bank. Monthly Bulletin, 1999, February. P. 45–49; European Central Bank, Press Conference Tuesday, 13 October 1998, The President's Introductory Statement.

<sup>2</sup> Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer – TARGET.

тики и сократить время прохождения трансграничных платежей до сроков, присущих внутренним расчетам. Система действует на децентрализованной основе, т. е. трансграничные платежи проходят через национальные центральные банки, минуя ЕЦБ, и состоит из трех элементов:

- национальных систем валовых расчетов в режиме реального времени во главе с национальным центральным банком;
- системы взаимосвязи между ними;
- Европейского центрального банка.

По своей природе ТАРГЕТ рассчитана на обработку особо крупных платежей. В 2001 г. ежедневно через систему проводилось 211 тыс. платежей, совокупный объем которых достигал 1300 млн. евро, в том числе 45 тыс. трансграничных платежей на общую сумму 506 млн. евро. Средний размер одного клиентского трансграничного платежа равнялся 1 млн. евро, а межбанковского – 17,7 евро<sup>1</sup>. Стоимость одной операции составляет от 0,8 до 1,75 евро. Через систему осуществляются платежи, связанные с операциями ЕСЦБ, регулированием дневного сальдо систем нетто-расчетов, межбанковские расчеты по сделкам на денежном рынке и валютно-обменным операциям.

Из-за того, что единую валюту ввели не все страны ЕС, для организации валютного сотрудничества между участниками и временными аутсайдерами зоны евро создан второй вариант Европейской валютной системы – ЕВС-2. Он вступил в действие с 1 января 1999 г., т. е. одновременно с началом функционирования валютного союза. Сейчас в ЕВС-2 участвует только одна страна – Дания, а Великобритания и Швеция пока не намерены подключиться к ней. Национальные центральные банки участников системы могут заключить с ЕЦБ соглашение о более узких пределах колебаний, нежели общие лимиты  $\pm 15\%$ . Следует помнить, что двухлетнее участие в ЕВС является обязательным условием для приема страны в ЭВС. Таким образом, Греция, вошедшая в ЕВС в начале 1998 г., могла присоединиться к зоне евро не раньше 2000 г. (фактически она вошла в нее с января 2001 г.), а нынешние аутсайдеры ЕВС – Великобритания и Швеция – через два года после присоединения к ЕВС.

---

<sup>1</sup> European Central Bank Annual Report 2001. Frankfurt-am-Main, 2002. P. 125.



## 1.4. Внутренние риски и проблемы ЭВС

Проблемы, связанные со становлением и функционированием ЭВС, можно с некоторой степенью условности разделить на внутренние и внешние. И те, и другие состоят из множества крупных и мелких проблем, подчас неразрывно переплетенных друг с другом. О внешних последствиях речь пойдет в гл. 3. Здесь же рассмотрим внутренние трудности и противоречия, которые можно объединить в четыре разные по масштабу группы:

- проблемы достижения реальной конвергенции;
- проблемы сохранения единства ЕС;
- вопросы федерализма и национального суверенитета;
- операционные сложности.

### 1.4.1. Проблемы достижения реальной конвергенции

Самая крупная и многогранная проблема ЭВС связана с тем, что его участники должны сформировать однородное экономическое пространство. Между тем государства, которые вошли в зону евро, отличаются по масштабам и уровню развития экономики, далеко не всегда совпадают их ключевые макроэкономические показатели, не говоря уже об их национальной практике управления хозяйством.

До введения евро центральным вопросом теоретической дискуссии являлся вопрос о том, будут ли участники ЭВС представлять собой оптимальную валютную зону. Научную базу теории оптимальной валютной зоны составляют работы Р. Манделла, Р. Маккиннона и П. Кенена<sup>1</sup>. Теория гласит: введение единой валюты желательно, если потеря возможности менять курс национальной валюты не ведет к тому, что стране становится гораздо сложнее и дороже приспособлять свою экономику к непредвиденным внешним воздействиям и другим явлениям, нарушающим экономическое равновесие.

---

<sup>1</sup> См.: *Mundell R. Optimum Currency Areas // American Economic Review. 1961. Vol.53. P. 717–725; McKinnon R. Optimum Currency Areas // American Economic Review. 1963. Vol.53. P. 717–725; Kenen P. The theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View // Mundell R., Swoboda A. (eds.), Monetary Problems of the International Economy. Chicago: University of Chicago Press, 1969.*

Так, Р. Манделл утверждает, что единая валюта способна снизить трансакционные издержки и усилить конкуренцию, если только фиксированные курсы не приведут к существенному повышению издержек, связанных с асимметричными шоками<sup>1</sup> и недостаточной подвижностью цен на отдельные факторы производства. Указанные издержки могут быть незначительными в условиях высокой мобильности капиталов и рабочей силы. По мысли Р. Маккиннона, валютный союз оправдывает себя экономически, если степень открытости экономик входящих в него стран высока по отношению друг к другу и сравнительно низка по отношению к третьим странам (открыт вовнутрь, но сравнительно закрыт вовне). Такое состояние помогает странам валютного союза свести к минимуму асимметричное влияние динамики экспортных и импортных цен. П. Кенен считает, что странам с высокодиверсифицированным производством легче находиться внутри валютного союза, чем странам с узкоспециализированной экономикой, поскольку колебания мировых цен на разные виды продукции будут взаимно компенсироваться.

Таким образом, согласно теории об оптимальной валютной зоне, введение единой валюты оправдано при следующих условиях:

- хозяйства стран-членов открыты по отношению друг к другу;
- факторы производства свободно перемещаются по территории валютного союза;
- заработная плата и цены подвижны в обоих направлениях;
- страны-члены имеют высокодиверсифицированное производство;
- хозяйства стран-членов примерно одинаково реагируют на одно и то же внешнее воздействие.

В середине 90-х гг. Евросоюз полностью выполнял первое условие и наполовину второе (движение капитала либерализовано, движение рабочей силы крайне затруднено), третье условие не выполнялось, четвертое вызывало сомнения (поскольку введение еди-

---

<sup>1</sup>Асимметричным шоком принято называть ситуацию, когда страны валютного союза могут по-разному испытать на себе последствия какого-либо внешнего воздействия или столкнуться с проблемами исключительно национального характера. Примером такого асимметричного шока для Финляндии считают распад СССР, для Германии – ее объединение. Причиной асимметричного шока может стать стихийное бедствие или экологическая катастрофа.

ной валюты усиливает конкуренцию и, следовательно, специализацию), пятое оставалось под большим вопросом. В итоге получалось, что страны ЕС не могут образовать оптимальную валютную зону и, в лучшем случае, только страны так называемого “твердого ядра” (Германия, Франция, Австрия, Дания, Бельгия, Нидерланды, Люксембург) подходят на роль участников валютного союза.

Исследования показали, что ни одна из стран ЕС не реагировала на внешние воздействия точно так же, как ее партнеры по группировке, и что стоимость приспособления к данным воздействиям будет в условиях фиксированных курсов заметно выше, чем при плавающих курсах. А страновой разброс в издержках адаптации, как выяснилось, связан не столько с особенностями структуры национальных хозяйств, сколько с разницей в методах государственного воздействия на экономическую конъюнктуру<sup>1</sup>. Асимметрия трансляционного механизма (transmission process) может вызываться, в частности, тем, что в одних странах ЭВС рынок рабочей силы менее зарегулирован и соответственно быстрее отзывается на понижение или повышение ставки рефинансирования, чем в других<sup>2</sup>.

Вопреки ожиданиям, валютный союз с самого начала объединил 11 стран. Данный факт – еще одно свидетельство того, что подход к ЭВС с позиций бухучета, т. е. калькуляции его прибылей и убытков, явно не оправдывает себя. И дело не только в политической составляющей проекта: его экономические цели носят долгосрочный стратегический характер и потому не укладываются в формат краткосрочной эффективности. Экономия на издержках обращения, как было показано в разд. 1.2, является не целью ЭВС, а его следствием, таким же, как возможный рост затрат из-за передачи курсовой политики на наднациональный уровень.

Кроме того, и сама теория оптимальной валютной зоны не совершенна. Так, она не учитывает, что наличие валютного союза способно увеличивать степень однородности национальных хозяйств, особенно если на это направлена политика наднациональных органов. При рассмотрении альтернатив валютному союзу упускается

---

<sup>1</sup> Demertzis M., Hughes Hallett A., Rummel O. Does a Core-Periphery Regime Make Europe into an Optimal Currency Area? // Welfens P.J.J. (ed.). European Monetary Union: Transition, International Impact and Policy Options. Springer, 1997. P. 208–209.

<sup>2</sup> De Grauwe P. Monetary Policies in the Presence of Asymmetries // Journal of Common Market Studies. Oxford, 2000. Vol.38, № 4. P. 602–603.

из виду, что поддержание фиксированных курсов с возможностью их пересмотра (как было в ЕВС) требует в современных условиях огромных затрат на интервенции, которые далеко не всегда приводят к желаемому результату.

Тезис о том, что при резком изменении мировых цен на тот или иной товар страна могла бы восстановить прежнее равновесие за счет ре- или девальвации, носит скорее абстрактный, нежели практический характер. Ведь в таком случае пострадали бы производители других групп товаров и районы страны, не связанные с поставками подорожавшего/подешевевшего товара<sup>1</sup>. Во второй половине 90-х годов во многих странах ЕС укрепилось мнение, что девальвация – слишком тяжеловесное орудие экономической политики, его положительный эффект краткосрочен, тогда как негативные экономические и политические последствия дают знать о себе долгие годы. Сторонники валютного союза полагают, что отказ от девальваций связан с минимальными экономическими потерями. Их аргументы таковы: Сообщество по-прежнему может менять обменный курс в отношении валют третьих стран; страны–члены ЕВС уже давно существуют в условиях почти фиксированных курсов; возможность изменения ценовой конкурентоспособности сохраняется благодаря движению цен внутри ЭВС; создание ЭВС облегчает проблему выравнивания торговых балансов, поскольку внутри зоны евро капитал становится более подвижным<sup>2</sup>.

Вариацией на тему асимметричных шоков является дискуссия о несоответствии экономического и политического уровней интеграции. Внутри зоны евро национальные правительства потеряли право проводить самостоятельную денежно-кредитную и валютную политику (и соответственно меры антициклического регулирования), тогда как из-за отсутствия политического союза ЕЦБ и руководящие органы Сообщества не наделены теми же полномочиями, что и правительство в национальном государстве.

Сторонники этой точки зрения утверждают, что Евросоюзу никогда не удастся создать внутренний рынок, аналогичный национальному, из-за существующих между странами языковых и культурных барьеров. Люди, потерявшие работу в одной стране ЕС, едва ли найдут ее в другой, так как рабочая сила вообще гораздо менее мобильна, чем капитал. По убеждению лауреата Нобелевской

<sup>1</sup> Thygesen N. Op. cit. P. 32–33.

<sup>2</sup> Emerson M., Huhne C. The ECU Report. L.: Pan Books, 1991. P. 99–100.

премии М. Фридмана, “хотя Европа с виду и представляет собой зону свободной торговли, товары, как и капитал, передвигаются там менее свободно, чем в Соединенных Штатах”<sup>1</sup>.

По этой логике из-за валютного союза национальные правительства, связанные жесткой бюджетной дисциплиной, не смогут противодействовать перепадам конъюнктуры, а “среднестатистическая” политика ЕЦБ будет крайне неэффективной для решения специфических задач того или иного государства. Если в США в случае кризиса правительство может оказать помощь особо пострадавшим регионам, выделив им средства более благополучных, то у ЕЦБ такой возможности нет. В итоге экономические трудности, возникшие в одной стране, могут из-за тесного переплетения национальных экономик быстро распространиться на соседей.

Сторонники валютного союза убеждены, что проблема во многом надумана, поскольку не представляет собой какого-то коренного противоречия и требует для решения чисто технических мер. Текущие же проблемы были и всегда будут, независимо от существования валютного союза. Чтобы иметь средства для преодоления текущих трудностей, правительствам надлежит прежде всего сводить госбюджет с нулевым или положительным сальдо, как предусмотрено Договором и Пактом стабильности. Тогда в случае экстренной ситуации они смогут увеличить расходы, не выходя за установленный лимит бюджетного дефицита.

Кроме того, в ЕС обсуждается несколько способов, которые позволили бы минимизировать ущерб от серьезных асимметричных колебаний. Так, предлагается разрешить пострадавшей стране временно превысить 3%-й потолок бюджетного дефицита или разработать мероприятия по выравниванию циклических колебаний в зоне евро. В апреле 1999 г. член Комиссии, бывший тогда ответственным за валютно-финансовые вопросы, Ив-Тибо де Силги впервые высказался за создание европейского фонда, из которого можно было бы черпать средства на неотложные нужды, связанные с противодействием асимметричным шокам в той или иной отрасли, регионе или стране. Предполагалось, что задачей фонда будет не решение текущих бюджетных проблем, а мобилизация средств на случай экстренных ситуаций, не зависящих от политической воли и экономического курса национальных правительств. Однако это предло-

---

<sup>1</sup> *Friedman M. Monetary Unity, Political Disunity // Transitions. 1997. Dec. P. 32–33.*

жение не получило широкой поддержки и до конца 2002 г. так и не было реализовано.

Как бы то ни было, предыдущий опыт валютного сотрудничества убедил страны Евросоюза в том, что при разных темпах инфляции никакой коллективный механизм не способен сохранить фиксированные курсы валют. Именно поэтому за несколько лет до введения евро был взят курс на экономическую конвергенцию. Во второй половине 90-х годов страны ЕС добились значительного снижения темпов инфляции и процентных ставок, существенно улучшилось состояние государственных финансов (табл. 1.3.)

Таблица 1.3

## Макроэкономические показатели стран ЕС в 1994–1998 гг.

Страна	Прирост потребительских цен, %		Процентные ставки <sup>с</sup>		Сальдо госбюджета <sup>д</sup> , %		Государственный долг <sup>д</sup> , %	
	1994 <sup>а</sup> г.	1998 <sup>б</sup> г.	1994 г.	1998 г.	1994 г.	1998 г.	1994 г.	1998 г.
Австрия	3,3	0,8	7,0	4,7	-4,4	-2,5	65,1	63,5
Бельгия	2,8	0,9	7,8	4,7	-5,1	-1,0	135,0	117,4
Великобритания	2,2	1,6	8,2	5,6	-6,8	0,3	48,7	48,4
Германия	2,8	0,6	6,9	4,6	-2,4	-1,7	50,4	60,7
Греция	11,0	4,6	20,8	8,5	-10,0	-2,5	109,3	105,4
Дания	1,6	1,4	7,8	4,9	-2,4	1,2	73,5	55,6
Ирландия	2,7	2,2	7,9	4,8	-1,7	2,1	87,9	55,6
Испания	4,8	1,8	10,0	4,8	-6,3	-2,6	63,1	64,9
Италия	4,6	2,0	10,5	4,9	-9,0	-2,8	125,5	116,3
Люксембург	2,3	1,0	7,2	4,7	2,6	3,2	5,7	6,4
Нидерланды	2,8	1,8	6,9	4,6	-3,4	-0,8	77,4	67,0
Португалия	5,1	2,3	10,5	4,9	-5,8	-2,1	69,6	56,5
Финляндия	1,4	1,4	9,0	4,8	-6,2	1,3	59,5	49,0
Франция	2,1	0,7	7,2	4,6	-5,6	-2,7	48,4	59,3
Швеция	3,0	1,0	9,7	5,0	-10,9	1,9	79,0	72,4

<sup>а</sup> Дефлятор потребительских цен. <sup>б</sup> Гармонизированный индекс потребительских цен. <sup>с</sup> Ставки по долгосрочным (10-летним) государственным облигациям в среднем за 12 месяцев. <sup>д</sup> Доля в ВВП.

**Источники:** Report on progress towards convergence and recommendation with a view to the transition to the third stage of economic and monetary union. EURO 1999, 25 March 1998, COM1998. Luxembourg, 1999. P.68, 182; European Monetary

Institute: Annual Report, 1996. P. 31, 42; European Central Bank: Annual Report, 1999. P. 36, 65—70; Eurostatistics. Data for short-term economic analysis. Luxembourg, 1999. № 8–9. P.135, 158.

И все же при определении участников зоны евро органы ЕС пошли на компромисс. Специальная сессия Европейского совета, состоявшаяся 2–3 мая 1998 г. в Брюсселе, разрешила ввести евро с 1 января 1999 г. 11 странам, включая Бельгию и Италию, чей государственный долг превышал 120% ВВП и явно не укладывался в маастрихтский норматив<sup>1</sup>. В своем решении Европейский совет наверняка руководствовался политическими мотивами: Бельгия и Италия – страны основательницы Европейских сообществ; Италия – одно из крупнейших государств зоны евро, способное существенно увеличить ее экономический и политический потенциал и вместе с Францией составить необходимый противовес Германии. Кроме того, если бы Бельгию не приняли в зону евро, невинно пострадал бы связанный с ней валютным союзом Люксембург.

Таким образом, уже по итогам 1998 г. первые 11 участников зоны евро в основном выполнили определенные Маастрихтским договором нормативы. Между тем даже эти номинальные критерии были достигнуты с невероятным напряжением сил: почти всем странам пришлось перейти на режим строгой экономии, ограничить социальные расходы и ассигнования государственному сектору, провести антиинфляционные мероприятия. "...социальная цена экономической политики, посредством которой правительства стремились втиснуться в "прокрустово ложе" маастрихтских критериев, – пишет Ю.А. Борко, – возможно, оказалась не столь уж малой. Не исключено, что есть прямая связь между охарактеризованным выше курсом и устойчивым ростом безработицы в большинстве стран ЕС в течение 1991–1997 годов". Причем в зоне будущей единой валюты безработица увеличилась в большей степени, чем в целом по ЕС<sup>2</sup>. Во многих государствах принимались экстренные меры, которые непригодны даже для среднесрочной экономической политики. Национальные

<sup>1</sup> Главы государств, прислушавшись к мнению Комиссии, сочли возможным использовать содержащуюся в Договоре оговорку, согласно которой норматив может считаться выполненным, если удельный вес госдолга в ВВП устойчиво снижается (ст. 104). Обнадеживающим был признан тот факт, что без учета процентных платежей обе страны имели положительное saldo доходов и расходов госбюджета. Так, в Италии в 1997 г. оно равнялось 6,8%, в Бельгии – 5,8%.

<sup>2</sup> Борко Ю. Новый этап углубления и расширения европейской интеграции: социальные аспекты // Мировая экономика и международные отношения. 2000. № 9. С. 16.

правительства расширяли налоговую базу и улучшали собираемость налогов (особенно в Италии). Одновременно шла массированная приватизация госсектора, основные ресурсы которой уже исчерпаны.

Особенно трудно пришлось относительно слабым членам ЕС – Испании, Португалии и Греции. До конца неясно, смогут ли они и дальше оставаться в нынешней форме, ведь их экономика сильнее зависит от государственных инвестиций, чем индустриально более развитых стран. В государствах с менее продвинутой системой социального обеспечения было бы неоправданно сокращать пособия населению, расходы на образование и здравоохранение. Это только увеличило бы отставание от ведущих государств ЕС по уровню жизни населения, усилило социальное неравенство и сузило бы возможности для повышения качества рабочей силы. А провести широкомасштабную модернизацию производства в условиях строгой бюджетной дисциплины им будет очень непросто.

Теперь, когда ЭВС действует и государства-участники не могут из него выйти, им предстоит не только удержать достигнутые номинальные показатели, но и сделать так, чтобы их хозяйства функционировали как единый организм. А это неизмеримо сложнее, чем “втиснуться” в маастрихтские рамки. Если дефицит госбюджета можно, например, снизить в авральном порядке за год-два, то структурные реформы в отраслях производства или на рынке труда провести в такие сроки немыслимо. Для последних нужна комплексная стратегия, крупные затраты, готовность и властей, и населения идти на жертвы.

Долговременная конвергенция, как показывают исследования, далеко не всегда наблюдается даже в рамках одного и того же государства. Так, анализ ценовой динамики в 19 городах Соединенных Штатов в период с 1918 по 1995 г. показал, что на протяжении каждого из десятилетий среднегодовой разброс темпов инфляции составлял от 1 до 1,5%. Причем, если между одними городами ценовые пропорции приблизительно сохранялись, между другими разрыв в ценах постоянно нарастал<sup>1</sup>.

Как отмечалось в разд. 1.3, все страны ЕС, независимо от их членства в валютном союзе, ежегодно представляют Комиссии и Совету национальные программы стабилизации (для участников зо-

---

<sup>1</sup> *Cecchetti S.G., Mark N.C., Sonora R. Price Level Convergence among United States Cities: Lessons for European Central Bank // Oesterreichische Nationalbank Working Paper. 1998. № 32. P. 10–11, 27–28.*



ны евро) или конвергенции (для остальных участников ЭВС). В них устанавливаются важнейшие макроэкономические параметры на среднесрочную перспективу, в том числе максимальная величина дефицита госбюджета. Комиссия и Совет изучают программы, оценивают их с точки зрения соответствия задачам социально-экономического развития страны и при необходимости заставляют правительства корректировать намеченные планы.

По поводу экономических программ 1999 г. многие страны подверглись критике за то, что собирались лишь формально выполнить критерии конвергенции. По мнению ЕС, правительства были не готовы проводить структурные реформы и, тем более, поддерживать на их фоне достаточные темпы роста экономики, а также бездефицитный баланс госбюджета.

Обсуждение программ 2000 г. прошло более спокойно, в целом они получили положительную оценку, хотя в адрес большинства правительств были направлены рекомендации. Германии было предписано сосредоточить усилия на сокращении дефицита госбюджета, Бельгии и Дании – стимулировать инвестиции, Испании – увеличить резервный фонд социального обеспечения и сдерживать рост зарплаты, Италии – ускорить реформу пенсионной системы, Швеции – держать под контролем динамику зарплаты и пересмотреть налоговую политику, Греции – жестко контролировать ценовую динамику.

В следующем году органы ЕС сделали упор на бюджетной дисциплине и структурных реформах, одной из наиболее сложных среднесрочных проблем они назвали старение населения. При обсуждении программ на 2002 г. очаг напряженности возник вокруг Германии, у которой в 2001 г. дефицит государственного бюджета вырос до 2,6% ВВП. Совет вынудил немецкое правительство взять на себя обязательство не превышать 3%-й потолок дефицита, ужесточить бюджеты земель и уже в 2004 г. уравнивать расходы и доходы государства. За слишком мягкую бюджетную политику Комиссия высказала претензии Франции и Италии. Программы остальных 11 стран были приняты без серьезных замечаний, так как в 2002–2005 гг. все они готовы сводить государственный бюджет с нулевым или положительным сальдо (за исключением Великобритании, где может появиться небольшой дефицит в размере до 1% ВВП).

Летом 2002 г. обнаружилось, что в 2001 г. Португалия имела дефицит госбюджета в размере 4,1% ВВП, а прежнее правительство

страны предоставило Евростату искаженные данные. В ответ на это Комиссия впервые в истории приступила к процедуре, предусматривающей санкции за нарушение Пакта стабильности.

В 2001 г. из общего темпа экономического роста выбивались Греция и особенно Ирландия: там ВВП вырос на 4 и 6% по сравнению с 1,5% в среднем по зоне евро (табл. 1.4.)

Таблица 1.4

## Макроэкономические показатели стран ЕС в 2001–2003 гг., %

Страна	Прирост ВВП			Прирост потребительских цен			Баланс по текущим операциям, доля в ВВП		
	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
Зона евро	1,5	1,3	3,0	2,5	2,3	2,1	0,0	0,3	0,5
Австрия	1,0	1,2	2,8	2,3	1,7	1,8	-2,2	-2,1	-1,8
Бельгия	1,0	1,4	3,2	2,4	1,9	1,7	4,7	4,7	4,9
Великобритания	2,2	1,5	3,0	2,1	2,2	2,4	-1,8	-2,0	-2,2
Германия	0,6	1,4	3,1	2,4	1,6	1,6	0,5	0,8	0,8
Греция	4,1	4,2	4,4	3,7	3,7	3,4	-4,3	-4,5	-4,7
Дания	0,9	1,6	2,8	2,3	2,4	1,9	2,6	2,0	2,4
Италия	2,8	2,2	3,3	3,7	3,6	2,9	-2,1	-2,5	-2,0
Ирландия	5,9	3,5	6,0	4,0	4,7	4,0	-1,0	-0,5	-0,5
Италия	1,8	1,0	2,8	2,7	2,4	2,4	0,0	0,3	-0,5
Нидерланды	1,1	1,1	3,3	5,1	3,7	2,5	3,1	2,9	3,1
Португалия	1,7	1,5	2,7	4,4	3,3	3,2	-8,7	-8,3	-7,5
Финляндия	0,7	1,0	3,7	2,7	2,4	2,3	6,5	6,4	7,0
Франция	1,8	1,4	2,7	1,8	1,8	1,7	2,0	1,5	1,7
Швеция	1,1	1,6	2,8	2,8	2,6	2,0	3,2	3,1	2,7

Примечание. 2002 и 2003 гг. – прогноз.

Источник: Europe Weekly/Deutsche Bank. 2002. 14 June. P. 2.

Очевидно, что процентные ставки ЕЦБ, рассчитанные исходя из потребностей основного состава валютного союза, оказались для этих стран явно заниженными. В 2001 г. в Нидерландах, Португалии и Ирландии темпы инфляции почти вдвое превосходили аналогичный показатель в других государствах зоны евро. Согласно прогнозам, в ближайшие два года цены будут быстрее всего расти в Греции и Ирландии, а их ожидаемый разброс среди участников валютного союза составит до 3%. Довольно заметны диспропорции по показателям текущего баланса, который является одним из факторов, влияющих на валютный курс. В Бельгии и Финляндии в 2001–2003 гг. по-

ложительное сальдо предположительно сохранится на уровне 5–7% ВВП, тогда как в Испании и Австрии будет иметь место отрицательное сальдо в размере около 2% ВВП, в Греции – 4–5%, а в Португалии – около 8%.

Как уже не раз отмечалось, реальная конвергенция предполагает проведение широких структурных преобразований, включая коренной пересмотр сложившихся в континентальной Европе подходов к налогообложению и модели формирования пенсионных фондов, что необходимо не только для оздоровления экономики, но и для повышения мобильности факторов производства. Однако координация налоговой политики в ЕС продвигается с невероятным трудом и очень-очень медленно.

### 1.4.2. Другие проблемы и риски ЭВС

Второй комплекс вопросов порождается вызываемой валютным союзом **перегруппировкой сил внутри ЕС** и изменением существовавших ранее неформальных альянсов. Процесс имеет несколько проявлений. Самое очевидное – повышение статуса участников валютного союза и возникающая для аутсайдеров опасность потерять часть экономического и политического веса. Так, основоположники ЭВС смогли провести своих представителей в дирекцию (избираемую на восемь лет) и Совет управляющих ЕЦБ, их министры финансов встречаются за закрытыми дверями на заседаниях Совета зоны евро. Члены валютного союза без ограничений могут участвовать в финансовых операциях ЕСЦБ и пользоваться ее ликвидными средствами, тогда как банки стран-аутсайдеров, например, не имеют доступа к суточным ссудам. Вследствие перехода к евро растет значение Франкфурта-на-Майне как финансового центра Европы, чего нельзя сказать о Сити. На особом положении оказались Великобритания и Дания, которые не соглашаются участвовать в механизме обменных курсов ЕВС-2. В 1999–2000 гг. Великобритания терпела значительные убытки из-за ослабления евро и относительного укрепления фунта. Когда британские власти обратились за помощью в руководящие органы Сообщества, от ЕЦБ последовал ответ, что возникшая проблема – дело исключительно национальное и не входит в круг интересов зоны евро<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Europe Daily Bulletin. Luxembourg, 2000. № 7709. P. 10.

В последнее время прослеживается и другая примечательная тенденция. Еще до своего появления единая валюта с особым энтузиазмом воспринималась в малых и относительно слабых странах ЕС. Для них евро – средство завершить процесс эмансипации, блестящая возможность доказать свою значимость. Взять, к примеру, давний тандем Великобритании и Ирландии. Первая, отстаивая экономическую независимость, покинула ЕВС в начале 90-х и решила не вступать в валютный союз. Вторая, напротив, продемонстрировала чудеса экономического роста и преданность маастрихтским принципам. Финляндия, связанная вековыми узами со Швецией, еще в 1996 г. выполнила все критерии конвергенции. Она настойчиво стремилась в валютный союз, несмотря на протесты лесопромышленников, которые опасались потерять рынки сбыта, если бы оставшаяся вне зоны евро Швеция девальвировала крону. Правительство твердо придерживалось выбранного курса, объясняя это тем, что с мало популярной финляндской маркой страна останется на обочине европейской интеграции. Нечто похожее наблюдалось в отношениях между Италией и ее “протеже” в Европейский Союз – Испанией и Португалией. Вплоть до середины 1998 г. две последних были неизмеримо ближе к маастрихтским нормам, чем Италия, которая в это время отчаянно боролась с дефицитом госбюджета.

ЭВС выдвигает на повестку дня одну из наиболее сложных проблем интеграции – проблему нескольких скоростей. Маастрихтский договор стал первым в истории ЕС законодательным актом, допустившим возможность асинхронной интеграции. До этого все участники ЕС продвигались вперед в едином темпе (для новых членов предусматривались адаптационные периоды, по истечении которых на них полностью распространялись все правила и нормы ЕС). Теперь же разные скорости могут привести к увеличению различий в хозяйственном развитии между странами и таким образом вступить в противоречие с политикой экономической конвергенции.

В этом плане трудно предсказать участь будущих членов ЕС из Центральной и Восточной Европы. Даже если они формально выполняют критерии конвергенции, до реальной конвергенции с основным составом ЕС им еще предстоит долгий путь. Структурная перестройка хозяйства, повышение конкурентоспособности и эффективности производства, совершенствование системы собственности и методов управления экономикой, глубокая реформа законо-

дательства – все это потребует больших и продолжительных усилий (подробнее эти вопросы рассматриваются в гл. 3).

Еще одна группа проблем замыкается на органически присущую интеграции дилемму: **федерализм или национальный суверенитет**. В валютном союзе государства-члены передали ЕЦБ полномочия, которые веками были связаны с понятием государственности и национального суверенитета, в частности право эмиссии денежных знаков. Поэтому не случайно проблема суверенитета обострилась еще на стадии подготовки Маастрихтского договора. Именно из этих соображений Великобритания и Дания отказались связывать себя обязательствами о переходе к третьему этапу ЭВС. Для ратификации Договора в Дании потребовался повторный референдум, а во Франции сторонники Маастрихта победили с едва заметным перевесом.

Органам Евросоюза и дальше предстоит искать разумный баланс между национальным и наднациональным элементами интеграции, в частности, применительно к валютной сфере. Осложнения может вызвать не только излишне доминантная роль руководства ЕС, но и недостаток его власти. Последний тезис, в частности, лежит в основе концепций о несостоятельности ЭВС из-за отсутствия политического союза стран ЕС и неспособности ЕЦБ противостоять асимметричным шокам.

Автор разделяет мнение многих специалистов, считающих, что ЭВС вынуждает Сообщество двигаться по направлению к политическому союзу. Скорость прохождения этого пути и его этапы пока не поддаются прогнозированию. Однако тот факт, что валютный союз завершает формирование главных экономических предпосылок для политического союза и создает насущную потребность в нем, становится общепризнанным. Бывшие участники ЕАСТ и нынешние евроскептики – Великобритания, Дания и Швеция – уже сейчас поставлены в условия, когда, не являясь членами ЭВС, им все равно приходится следовать за курсом ЕЦБ и сверять свою экономическую политику с политикой зоны евро. Поэтому в обозримом будущем им предстоит пересмотреть взгляд на интеграцию исключительно как на инструмент решения хозяйственных задач и, пусть частично, воспринять идею политической миссии ЕС, положенную в его основу Германией и Францией.

Вместе с тем усиление политической консолидации Евросоюза будет сопряжено с рядом трудностей. Так, руководству ЕС будет очень непросто обеспечивать общественную поддержку своих планов. Дело в том, что по мере развития и усложнения интеграции не-

избежно растет риск отрыва руководства ЕС от рядовых граждан стран – членов Союза. Эта опасность особенно велика для программы ЭВС, поскольку ее мотивы и технические детали трудно понять неспециалистам. Кроме того, выгоды от введения единой валюты неравномерно распределяются между различными слоями населения, тогда как бремя адаптации ложится на всех. В ближайшее время воспользоваться плодами перемен сможет в первую очередь и в большей мере наиболее активная и обеспеченная часть общества: жители крупных городов, предприниматели, граждане, часто совершающие зарубежные поездки и ведущие операции в различных валютах, владельцы пакетов ценных бумаг и т.п. Напротив, мелкие фермеры и предприниматели, работники с низкой квалификацией будут страдать от “прозрачности” цен в зоне евро и усиливающейся конкуренции. В целом у жителей села и мелких городов, а также лиц с невысоким уровнем доходов и образования может сложиться негативное отношение к евро и, следовательно, к перспективе политического союза.

Функционирование валютного союза сопряжено с множеством **операционных трудностей**, в том числе из-за того, что теперь ЕЦБ должен состыковать различные традиции и методы денежно-кредитной политики, укоренившиеся в практике отдельных государств. Причем ни компромиссы, ни копирование наиболее удачных национальных приемов не гарантирует успеха.

В ЕС существует две основные модели денежно-кредитной политики центральных банков. Так, Бундесбанк традиционно делает упор на денежные агрегаты и в первую очередь регулирует количество денег в обращении. Банк Англии, напротив, не вмешивается в процесс расширения денежной массы, а устанавливает норматив роста цен<sup>1</sup>. Если он нарушается, Банк принимает меры антиинфляционного характера. Между сторонниками обеих моделей ведется давний спор об их эффективности и соответствии сегодняшним экономическим реалиям. Решение ЕЦБ устанавливать ориентир роста денежной массы и одновременно оценивать перспективы ценовой динамики – очевидная попытка скрестить эти два подхода<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Таргетирование применяется в Швеции, а до 1998 г. его практиковали Испания и Финляндия.

<sup>2</sup> Так, по словам президента ЕЦБ В. Дуйзенберга, “эта стратегия обеспечит преимущество по отношению к положительно зарекомендовавшей себя практике ... национальных центральных банков ... учитывая при этом ... уникальность ситуации, связанной с переходом к валютному союзу”. См.: European Central Bank, Press Conference, Tuesday, 13 October 1998, The President’s Introductory Statement.

Валютная стратегия ЕЦБ отличается от немецкой в чистом виде тем, что для агрегата  $M_3$  устанавливается не контрольный показатель, а ориентир. Количественное определение показателя инфляции, а также оценка перспектив ценовой динамики и инфляционных рисков могут расцениваться как элементы британской модели. И все же ЕЦБ во многом наследует практику Бундесбанка, порой даже ужесточая ее.

Европейскому центральному банку значительно труднее управлять объемами денежной массы, чем национальным банкам до введения евро. Во-первых, по своим размерам зона евро на порядок больше, чем отдельные государства ЕС; во-вторых, сбор экономической информации остается в руках национальных органов, притом что методология статистики унифицирована не полностью; в-третьих, происходит общее изменение трансляционного механизма.

Так, в последнее время хрестоматийная прямо пропорциональная зависимость между количеством денег в обращении и инфляцией зачастую перестает прослеживаться. Если в апреле 1995 г. среднегодовой прирост агрегата  $M_3$  составлял в зоне евро 2,5%, то к марту 1996 г. он вырос до 6,4% и оставался в пределах 3,55% в течение 1997–1998 гг. Темпы инфляции же сократились с 2,5% в 1995 г. до 1,1% в 1998 г., одновременно центральные банки повсеместно снижали ставки рефинансирования<sup>1</sup>. Новый скачок денежной массы в обращении начался летом 2001 г.: с тех пор в течение года ежемесячные темпы роста агрегата  $M_3$  в годовом исчислении составляют в зоне евро 6–8%. В то же время гармонизированный индекс цен в течение данного периода не превышает 2,5%, а ставка рефинансирования ЕЦБ, поднявшись до максимума 4,75% в начале октября 2000 г., снизилась к ноябрю 2001 г. до 3,25% и оставалась таковой до конца ноября 2002 г.<sup>2</sup>

Кроме того, в конце 90-х г. вследствие роста объемов финансовых рынков (и их отношения к ВВП) в механизме воздействия денежно-кредитной политики на реальную экономику произошли заметные корректировки, особенно при проведении рестрикционных мер. Если денежные власти хорошо представляют себе, до какой степени следует сжать денежное предложение, чтобы предотвратить риск инфляции, они могут в один прием поднять ставку рефинанси-

<sup>1</sup> European Central Bank. Monthly Bulletin. 1999. February. P. 45–46; European Central Bank. Monthly Bulletin. 1999. July. P. 24\*.

<sup>2</sup> European Central Bank. Monthly Bulletin. 2002, May. P. 8\*, 19\*, 43\*.

рования. Когда у властей нет такой уверенности, им приходится поднимать ставку очень постепенно, что ведет к потере времени и в других случаях может только усилить инфляционные ожидания<sup>1</sup>.

Другими словами, может оказаться, что контроль Европейского центрального банка за количеством денег в обращении не обеспечит ему надлежащих рычагов воздействия на экономическую конъюнктуру, в том числе и на ценовую динамику. По крайней мере, снижение учетной ставки во второй половине 2001 г. вовсе не способствовало росту европейской экономики: в третьем и четвертом кварталах годовые темпы роста ВВП в зоне евро равнялись 1,4 и 0,6% по сравнению с 3,2 и 2,8% в те же периоды 2000 г.<sup>2</sup> И хотя в данном случае “виноват” не столько трансляционный механизм, сколько структурные факторы и международная конъюнктура, следует признать, что на отладку денежно-кредитной политики ЕЦБ уйдет еще не один год.

В 1999 г. эксперты ЕЦБ открыто признавали, что национальные центральные банки действовали в условиях неопределенности, так как прогнозы динамики различных факторов ликвидности содержали элемент ошибки<sup>3</sup>. Сейчас система управления ликвидностью в ЕСЦБ представляет собой сложный механизм со множеством деталей и строго регламентированных процедур. Тем не менее, по данным за январь – ноябрь 2001 г., в 25–30% случаев одно- и пятидневные прогнозы ЕЦБ о потребности кредитных институтов в ликвидных средствах не совпадали с действительностью, а средняя ошибка составляла соответственно 3,4 и 7,5 млн. евро<sup>4</sup>.

Дополнительные риски возникают из-за отсутствия координации в деятельности различных платежных систем, действующих на территории зоны евро. После введения единой валюты финансовое пространство ЕС стало гораздо более однородным, чем ранее, а исчезновение курсовых колебаний заставило банки искать новые источники прибыли, в числе которых и услуги по ведению расчетов. Уже с января 1999 г. возникло множество новых путей осуществления платежей в евро. Каждое государство–член ЕС имеет, по меньшей мере, одну национальную систему платежей в евро (а иногда и две: систему валовых расчетов – СВР и неттинговую), трансгранич-

<sup>1</sup> OECD Economic Outlook. 2000. № 67. P. 237.

<sup>2</sup> European Central Bank. Monthly Bulletin. 2002, May. P. 44\*.

<sup>3</sup> Ibid. 1999. May. P. 39.

<sup>4</sup> Ibid. 2002, May. P. 44.



ные платежи в евро можно проводить по традиционным каналам: через независимые банки-корреспонденты и собственные местные отделения или филиалы того или иного банка. В каждой из 15 стран ЕС созданы общеевропейские – подключенные к ТАРГЕТ евро-СВР (как, например, в Великобритании имеется внутренняя система CHAPS и ее дубликат – CHAPS, оперирующая в евро). На евро перешла Евробанковская ассоциация.

Это резко усилило конкуренцию на рынке расчетных услуг. Поскольку каждый из действующих каналов имеет свои особенности, их ценовая политика и спектр предоставляемых услуг не совпадают, отсюда возникает опасность того, что привычный для платежных систем баланс внутрисдневного притока и оттока ликвидности может быть подорван. Под ударом оказываются наиболее уязвимые с точки зрения конкурентоспособности участки. В валовых системах ими являются требования о внешнем залоговом обеспечении, необходимом банкам для открытия длинной позиции, в неттинговых системах – установленные объемы нетто-кредитов и дебетовые лимиты банков-участников, используемые для снижения уровня риска при движении внутрисдневной ликвидности<sup>1</sup>. Специалисты ЕЦБ признают, что “нехватка соглашений о рыночной деятельности приводит к нарушению баланса между платежными системами, а для банков снижает эффективность управления платежными потоками”<sup>2</sup>.

Еще одна проблема связана с тем, что при низких темпах инфляции (до 1% в год) слишком жесткая политика ЕЦБ может спровоцировать продолжительную дефляцию. Данная тема интенсивно обсуждалась в течение 1999 г., и хотя последовавший в 2000 г. рост цен на нефть поменял направленность опасений, сама возможность произвольного зажима денежной массы сохраняется. Согласно расчетам, коэффициент безинфляционного роста цен – NIRI (non-inflationary rate of inflation), де-факто установленный Европейским центральным банком, составлял 1,5% на 1999 г. и менее 2% на 2000 г.<sup>3</sup>. Эти цифры оказались ниже, чем во многих странах, практикующих таргетирование темпов инфляции (табл. 1.5).

---

<sup>1</sup> Practical Issues Arising from the Introduction of the Euro // Bank of England. 1998 14 Dec. № 10. P. 66.

<sup>2</sup> European Central Bank. Monthly Bulletin. 1999. June. P. 48\*.

<sup>3</sup> Bofinger P. The ECB's Monetary Policy: Pretence and Reality // Deutsche Bank Research, EMU Watch. 1999. July 16, № 76. P. 8; Bofinger P. What the ECB can learn from inflation targeting // Deutsche Bank Research, EMU Watch. 2000. April 14, № 83. P. 7.

Таблица 1.5

**Контрольные показатели инфляции центральных банков  
некоторых стран в конце 90-х гг., %**

Страна	Контрольный показатель
Великобритания	2,5
Канада	1–3
Новая Зеландия	0–3
Австралия	2 –3
Швеция	1 –3
Германия*	1,5 –2,0

\* Вмененный уровень, рассчитанный на основе контрольных показателей роста денежной массы в течение 1997–1998 гг.

*Источник:* Deutsche Bank Research. EMU Watch. 2000. April 14, № 83. P. 7.

Зарегистрированный в 1999 г. в зоне евро показатель роста цен – 1,1% был бы расценен практически как признак дефляции в Великобритании, Канаде, Австралии, Швеции и Германии. Функционирование экономики в условиях низких цен ставит перед денежно-кредитной политикой две задачи. Первая – правильная и достоверная оценка собственно инфляции, т. е. роста цен, связанного с удорожанием товаров<sup>1</sup>. Евростату далеко не всегда удается определить несмещенный показатель инфляции, хотя с введением евро все страны рассчитывают Гармонизированный индекс потребительских цен по единым правилам<sup>2</sup>. В итоге возникает опасность, что центральный банк будет проводить нейтральную или даже частично рестриктивную денежно-кредитную политику в ситуации, когда фактически рынкам необходима экспансионистская политика.

Вторая проблема заключается в том, что низкая инфляция сужает поле для маневра властей: низкие процентные ставки невозможно уменьшить на сколько-нибудь существенную для рынков величину. Действенным средством остается скупка государственных ценных бумаг, а вот скупка корпоративных ценных бумаг в большинстве стран либо сильно ограничивается, либо запрещается законо-

<sup>1</sup> Существует три основных источника безынфляционного роста цен: изменение потребительской корзины (увеличение в ней доли дорогостоящих товаров), улучшение качества и появление на рынке новых товаров.

<sup>2</sup> European Central Bank. Monthly Bulletin. 1999. January. P. 46.

дательством. Центральный банк может также либерализовать условия кредитования (в том числе снизив залоговые требования), однако ЕЦБ вряд ли сделает это, поскольку методы и условия кредитования внутри зоны евро являются предметом строжайшей стандартизации, и, например, система ТАРГЕТ по определению действует на условиях 100%-го залогового депозита. По мнению ряда экспертов Совета управляющих ФРС, наиболее эффективными в такой ситуации являются прямые бюджетные стимулы<sup>1</sup>. Но для стран ЭВС этот метод мало пригоден: они должны подчиняться Пакту стабильности и роста.

\* \* \*

Первые коллективные деньги, созданные политически независимыми субъектами публичной власти, появились в конце XIV в. в Ганзе. В XIX в. в Европе были образованы Латинский и Скандинавский монетные союзы, а также произошло объединение немецких денежных систем. Целью союзов того времени было формирование обширного и однородного денежного пространства. С его помощью решались такие задачи, как упрощение расчетов и сокращение расходов на конвертирование, а также повышение статуса коллективной денежной единицы по сравнению с индивидуальными. Последнее обеспечивало востребованность коллективной валюты и таким образом способствовало увеличению скорости обращения. За счет монетных союзов наиболее сильные государства распространяли свое политическое господство. Конкуренция одних немецких денег с другими на общей территории будущей империи привела к вытеснению из оборота баварских гульденов, поскольку они были менее удобными для обращения, чем прусские талеры, и эмитировались более слабым государством.

После Второй мировой войны валютная интеграция нужна была западноевропейским странам для того, чтобы обеспечить нормальное функционирование многосторонней торговли. ЕПС помог восстановить конвертируемость западноевропейских валют, а “валютная змея” и ЕВС – уменьшить амплитуду колебаний между ни-

---

<sup>1</sup> *Johnson K., Small D., Tryon R. Monetary Policy and Price Stability // International Finance Discussion Papers. 1999. № 641. Board of Governors of the Federal Reserve System. Цит. по: International Economic Letter. 1999. Vol. XIX, № 8, August 16. P. 6.*

ми. Кризис ЕВС 1992–1993 гг. показал, что к началу 90-х гг. мировые финансовые рынки перешли в новое качество, изменилась и природа финансовых кризисов. Из-за большой мобильности капиталов государствам стало неизмеримо сложнее поддерживать фиксированные курсы, а рыночным спекулянтам – гораздо легче обрушить ту или иную валюту.

С 1990 г. страны ЕЭС приступили к строительству Экономического и валютного союза. Его главные цели: привести макроэкономическую политику в соответствие с изменившимися потребностями и возможностями общества, а также кардинально изменить в долгосрочной перспективе мировой баланс сил в пользу Евросоюза, сделать его одним из двух основных столпов в новом устройстве мира. К этому шагу ЕС вынудили возросшая взаимозависимость государств-членов, глобализация финансовых рынков, развитие информационных технологий и изменение политической ситуации в Европе. Экономия на издержках конвертирования, снижение инфляции и процентных ставок, увеличение емкости рынков – вероятные, но не гарантированные последствия ЭВС. Позитивное влияние ЭВС на темпы экономического роста и сокращение безработицы не установлено.

Жизнеспособность и дальнейшее развитие ЭВС зависят от того, как будут решаться порождаемые им самими проблемами. В их числе: достижение и поддержание реальной конвергенции, сохранения единства ЕС, поиск баланса между федерализмом и национальным суверенитетом, отладка операционных механизмов.

# Глава 2

## Теория международной валюты

### 2.1. Природа денег и их функции

Отношения между различными видами денег, в том числе на внешних рынках, определяются природой денег и заложенным в ней дуализмом: с одной стороны, деньги – олицетворение общественного труда, а с другой – совокупность функций. После меркантилистов, идеализировавших сферу обращения (поскольку в XVI–XVII вв. капиталистические отношения только вызревали и больше всего проявляли себя в торговле: именно там, а не в промышленности шло первоначальное накопление крупных капиталов<sup>1</sup>), первые попытки рассмотреть деньги как экономическую категорию были сделаны представителями классической политической экономии.

Ее основоположник Вильям Петти объясняет смысл денег тем, что на их производство был затрачен труд. В “Трактате о налогах и сборах” 1662 г. он пишет: “Допустим, что 100 человек производят в течение десяти лет хлеб и то же число людей столько же времени занято производством серебра; тогда чистый остаток добытого серебра представит цену всего чистого сбора хлеба, и равные части первого составят цену равных частей второго... Я утверждаю, что именно в этом состоит основа сравнения и сопоставления стоимостей. Но я признаю, что развивающаяся на этой основе надстройка очень разнообразна и сложна”. Другими словами, серебро обме-

---

<sup>1</sup> Всемирная история экономической мысли. М.: Мысль, 1987. Т. 1. С. 383.

нивается на товары в той пропорции, в которой соотносятся затраты труда на производство серебра и других товаров, однако эта пропорция проявляет себя не в чистом виде.

Тут же он делает важное замечание: “Мир измеряет вещи при помощи золота и серебра, главным же образом при помощи последнего<sup>1</sup>, ибо не могут существовать два мерила, и, следовательно, *лучшее из многих должно стать единственным из всех* (курсив мой. — О.Б.)”<sup>2</sup>, т. е. разные деньги могут конкурировать друг с другом в зависимости от того, как они выполняют функцию мерила. В главе об изменении достоинства монет он говорит, что, если снизить достоинство монеты в два пенса, например на 12 %, это “приведет к известным потерям благодаря дробям, которых простые люди не способны вычислять”: двухпенсовик будет приниматься по полтора пенса<sup>3</sup>. Иначе говоря, ценность монеты определяется не только овеществленным в ней трудом, но и тем, насколько успешно она служит мерой стоимости и средством обращения.

Адам Смит вводит в политэкономии понятия потребительной и меновой стоимости. В знаменитом “Исследовании о природе и причинах богатства народов”, первая книга из которого увидела свет в 1776 г., он пишет: “...слово стоимость имеет два различных значения: иногда оно обозначает полезность какого-нибудь предмета, а иногда — возможность приобретения других предметов, которую дает обладание данным предметом. Первую можно назвать потребительной стоимостью, вторую — меновой стоимостью. Предметы, обладающие весьма большой потребительной стоимостью, часто имеют совсем небольшую меновую стоимость или даже совсем ее не имеют; напротив, предметы, имеющие очень большую меновую стоимость, часто имеют совсем небольшую потребительную стоимость или совсем ее не имеют. Нет ничего полезнее воды, но на нее почти ничего нельзя купить... алмаз почти не имеет никакой потребительной стоимости, но часто в обмен на него можно получить очень большое количество других товаров”<sup>4</sup>. Говоря о ры-

---

<sup>1</sup> В то время действовал серебряный стандарт, на золотой стандарт большинство европейских стран перешло в XIX в.

<sup>2</sup> *Петти В.* Трактат о налогах и сборах. Разное о деньгах. М.: Ось-89, 1997. С. 37–38.

<sup>3</sup> Там же. С. 77.

<sup>4</sup> *Смит А.* Исследование о природе и причинах богатства народов. Книга первая “О причинах увеличения производительности труда и о порядке, в соответствии с которым продукт труда естественным образом распределяется между различными классами народа”. М.: Ось-89, 1997. С. 30.

ночной цене товара, Смит отмечает, что "...хотя труд является действительным мерилом меновой стоимости всех товаров, стоимость их обычно расценивается не в труде". В отношениях, возникающих на рынке между производителями разных продуктов, "меновая стоимость каждого товара чаще расценивается по количеству денег, чем по количеству труда или какого-нибудь другого товара, которое можно получить в обмен на него"<sup>1</sup>.

Как и Петти, Смит обращает внимание на разное отношение рынка к монетам из разного металла. "В Англии золото долгое время после того, как стали чеканить золотую монету, не признавалось законным платежным средством. Соотношение между стоимостью золотой и серебряной монеты не было установлено никаким законодательным актом или указом, это было предоставлено установить рынку. Если должник предлагал уплатить золотом, кредитор мог или отвергнуть такой платеж, или согласиться на него, причем золото при этом оценивалось по соглашению между ним и его должником". Отсюда Смит делает вывод: "При таком положении вещей различие между металлом, являвшимся мерилом стоимости, и металлом, не являвшимся им, имело не только номинальное значение"<sup>2</sup>. В современной терминологии это различие состоит в *неодинаковой ликвидности* двух типов монет.

К тому времени тезис о конкуренции между различными видами денег уже два столетия присутствовал в научном обороте. Это явление впервые описал в 1526 г. известный польский ученый Николай Коперник. Окончательную формулировку предложил в 1560 г. сэр Томас Грешем (Thomas Gresham)<sup>3</sup>, английский банкир и финансовый советник королевы Елизаветы I. Закон Грешема гласит: "плохие" деньги вытесняют из обращения "хорошие"<sup>4</sup>. Действительно, с античных времен люди откладывали про запас качественные, полновесные монеты, тем более что правительства повсеместно прибегали к порче монет. Таким образом, в обращении оставались монеты с

<sup>1</sup> Смит А. Цит. соч. С. 32–33.

<sup>2</sup> Там же. С. 41.

<sup>3</sup> В русскоязычной литературе встречается две версии написания этого имени: Грешем и Грэшем, здесь и далее я придерживаюсь первого варианта.

<sup>4</sup> Согласно трактовке, которую дает О.В. Сиполс, закон Грешема подразумевает более широкий принцип: если в стране обращаются наравне два денежных средства, а рыночная цена отличается от официальной, деньги, имеющие более высокую действительную стоимость, изымаются людьми из обращения. См. Сиполс О.В. *Англо-русский словарь-справочник. Экономика*. М.: Русь, 1998. С. 205.

меньшим содержанием драгоценных металлов, более подверженные повреждениям и из металла, который не был главным платежным средством. В эпоху биметаллизма соотношение между стоимостью золота и серебра фиксировалось государством, однако рыночные цены обоих металлов не оставались постоянными. Поэтому из обращения уходили монеты из металла, рыночная цена которого повышалась по сравнению с официальной<sup>1</sup> (об этом уже говорилось в гл. 1 в связи с историей Латинского монетного союза). Тот факт, что полновесные качественные монеты уходили в сокровища (тезаврировались), означает, что они пользовались повышенным спросом. Повышенный спрос возникал постольку, поскольку такие монеты всюду охотно принимались как платежное средство и хорошо выполняли функцию средства накопления, или (в условиях биметаллизма) приобретали рыночную стоимость, превышавшую номинал.

Понятия потребительной и меновой стоимости развил выдающийся французский экономист Жан-Батист Сэй. В 1803 г. появился его “Трактат по политической экономии”, который стал первым систематическим учебником, созданным на базе классической теории. В это время в Европе набирала силу промышленная революция, и потребность в экономических знаниях резко возросла. Книга Сэя многие годы служила основой для лекционных курсов, читавшихся во многих европейских университетах. О полезности предметов Сэй пишет: “Одни предметы служат нам пищей, другие – одеждой, третьи защищают нас от суровых влияний климата, как, например, наши дома, четвертые, как, например, украшения, обстановка этих домов, удовлетворяют вкусу, составляющему также своего рода потребность. Всегда же несомненно то, что *если люди признают за предметом определенную ценность, то лишь в отношении его употребления: что ни на что не годится, тому и не дают никакой цены* (курсив мой. – О.Б.)”. Эту способность предметов удовлетворять потребности человека Сэй называет полезностью или потребительной стоимостью<sup>2</sup>.

Дальше мы читаем: “Меновая ценность, или цена предмета, служит только верным указателем полезности, которую люди при-

---

<sup>1</sup> См. Финансово-кредитный словарь. М.: Финансы и статистика, 1984. Т. 1. С. 421; Доунс Дж., Гудман Дж.Э. Финансово-инвестиционный словарь. М.: Инфра-М, 1997. С. 201.

<sup>2</sup> Сэй Ж.-Б. Трактат по политической экономии. В кн.: Сэй Ж.-Б. Трактат по политической экономии; Бастиа Ф. Экономические софизмы: Экономические гармонии. М.: Дело, 2000. С. 30.



нают в предмете, если только происходящий между ними обмен предметов не нарушается никаким для их полезности сторонним влиянием, подобно тому, как барометр показывает давление атмосферы лишь постольку, поскольку никакое стороннее влияние не нарушает производимого на него влияния атмосферы”<sup>1</sup>. Другими словами, меновая стоимость проявляет себя при условии, что предмет обладает полезностью. Потеря части или всех полезных свойств ведет к соответствующей потере меновой стоимости (эта закономерность присуща любым товарам, особенно ярко она проявляет себя на рынке скоропортящихся продуктов).

Сэй впервые определяет деньги как товар. “... ножовщик, не имея возможности навязать пекарю товар, который ему вовсе не нужен, будет, по крайней мере, стараться найти такой товар, который пекарь мог бы, в свою очередь, легко обменять на другие необходимые ему продукты. Если есть в обществе такой товар, который всякий желает приобрести не в силу той пользы, какую он мог бы доставлять сам по себе, а в силу той легкости, с какой он мог бы меняться на предметы, необходимые для потребления... именно этот самый товар и стал бы искать ножовщик в обмен на свои ножи, потому что опыт научил его, что на него он легко получит посредством другого обмена хлеб и всякий другой необходимый ему предмет. Этот товар и есть деньги”<sup>2</sup>. Здесь же мы видим и гораздо более четкое, по сравнению с предшественниками, понимание ликвидности: “Всякий хорошо знает, что, предлагая монету, он предлагает такой товар, который годится всем...”<sup>3</sup>.

Трудовая теория стоимости была впервые положена в основу экономической теории капитализма крупным английским экономистом, современником Сэя, Давидом Рикардо. Его главный труд “Начала политической экономии” вышел в свет в 1817 г. Повторяя приведенное выше высказывание А.Смита о стоимости и потребительной стоимости, Рикардо приходит к заключению, что меновая

---

<sup>1</sup> Сэй Ж.-Б. Трактат по политической экономии. В кн.: Сэй Ж.-Б. Трактат по политической экономии; *Бастия Ф.* Экономические софизмы: Экономические гармонии. М.: Дело, 2000. С. 31.

<sup>2</sup> В другом месте Ж.-Б.Сэй доказывает, что деньги не суть только простой знак, но что они должны иметь свою внутреннюю ценность, равную тому, что покупается на них, и выводит отсюда, что монеты должны быть сделана из драгоценного металла. – Примечание французского издателя. Там же. С. 52.

<sup>3</sup> Там же. С. 53.

стоимость не существует без потребительной, однако и не вырастает из нее: “полезность не является мерой меновой стоимости, хотя она абсолютно существенна для этой последней. Если предмет ни на что не годен... он будет лишен меновой стоимости, как бы редок он ни был и каково бы ни было количество труда, необходимое для его получения”<sup>1</sup>. Вслед за своими предшественниками Рикардо трактует деньги как товар<sup>2</sup>. Золото, – пишет он, – “является таким же товаром, как другие предметы...”. Поскольку условия производства золота, как и любого другого продукта, меняются, меняется и количество затрачиваемого на это труда, в результате “ни золото, ни какой-либо другой товар не могут служить всегда совершенной мерой стоимости для всех вещей...”<sup>3</sup>.

Продолжая эту мысль, Рикардо делает вывод, что рыночная цена товара является результатом движения как его собственной меновой стоимости (затрат труда), так и стоимости денег. “...деньги служат всеобщим средством обмена между всеми цивилизованными странами и распределяются между ними в пропорциях, которые изменяются с каждым усовершенствованием в торговле и машинах, с каждым увеличением трудности добывания пищи и других предметов жизненной необходимости для растущего населения”<sup>4</sup>. В силу всех этих причин они подвергаются непрерывным изменениям. Устанавливая принципы, регулирующие меновую стоимость и цены, мы должны тщательно отличать изменения, причины коих лежат в самом товаре, от изменений, вызываемых переменами в самой мере, которой определяется стоимость или выражается цена”<sup>5</sup>.

Современные западные экономисты, особенно представители монетаризма, считают Рикардо основоположником количественной теории денег. Действительно, находясь под впечатлением обесценения бумажных денег в Англии в конце XVIII – начале XIX в. и отожд-

---

<sup>1</sup> Рикардо Д. Начала политической экономии. В кн.: Классика экономической мысли. М.: ЭКМО-ПРЕСС, 2000. С. 405.

<sup>2</sup> На это у него имелись не только научные причины: играя на бирже, Рикардо сделался миллионером.

<sup>3</sup> Рикардо Д. Цит. соч. С. 430.

<sup>4</sup> Здесь явно чувствуется влияние Т.Р.Мальтуса, на которого Рикардо ссылается в предисловии к первому изданию цитируемой работы. Анонимный памфлет Мальтуса “Опыт о законе народонаселения”, где он объясняет бедность чрезмерно быстрым размножением человеческого рода, вышел в 1798 г.

<sup>5</sup> Рикардо Д. Цит. соч. С. 433.

дествляя закономерности обращения бумажных и золотых денег, Рикардо утверждал, что стоимость денег определяется их количеством в обращении<sup>1</sup>.

Представление о деньгах как особом товаре было воспринято Карлом Марксом и последующей марксистской экономической школой. В 1857–1858 гг. Маркс подготовил не предназначенную для публикации рукопись “Критика политической экономии”<sup>2</sup>. В ней он формулирует следующее понятие денег: “Определение продукта как меновой стоимости необходимо приводит к тому, что меновая стоимость получает оторванное, отделенное от продукта существование. Меновая стоимость, отделенная от самих товаров и существующая наряду с ними как самостоятельный товар, есть *деньги*”<sup>3</sup>. В этой же работе деньги рассматриваются как единство их различных функций: меры меновых стоимостей, средства обмена и средства накопления (сокровище).

В 1867 г. в Гамбурге вышел в свет первый том “Капитала”<sup>4</sup>. Маркс пишет: “Не деньги делают товары соизмеримыми. Наоборот. Именно потому, что все товары как стоимости представляют собой овеществленный человеческий труд и, следовательно, сами по себе соизмеримы, – именно поэтому все они и могут измерять свои стоимости одним и тем же специфическим товаром, превращая таким образом этот последний в общую для них меру стоимостей, т. е. в деньги”<sup>5</sup>. Исследуя причины отклонения рыночной цены от стоимости товара, Маркс пишет, что рыночная стоимость превращается в цену при отчуждении товара. Условия этого отчуждения могут повлиять на “меновое отношение данного товара к находящемуся вне его денежному товару”. Поэтому “возможность отклонения цены от величины стоимости заключена уже в самой форме цены”<sup>6</sup>.

---

<sup>1</sup> Всемирная история экономической мысли. Т. 2. С. 57.

<sup>2</sup> Публикация рукописи была начата в 1958–1959 гг. под заглавием “К критике политической экономии”. В ней, в частности, описываются законы, регулирующие связь бумажных денег с золотом и обменом товаров, изучается природа мировых денег. Основные положения и выводы в дальнейшем нашли отражение в “Капитале”.

<sup>3</sup> Маркс К., Энгельс Ф. Соч. 2-е изд. Т. 46. Ч. I. С. 87.

<sup>4</sup> Во второе немецкое издание 1872 г. Марксом были внесены значительные изменения, в том числе структурные.

<sup>5</sup> Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Том первый. Книга I. Процесс производства капитала. М.: Госполитиздат, 1949. С. 101.

<sup>6</sup> Там же. С. 109.

Применительно к взаимосвязи меновой стоимости и потребительной стоимости Маркс указывает, что общественное разделение труда делает труд производителя “столь же односторонним, сколь разносторонни его потребности”. Чтобы обменять свой продукт на другой, производитель должен превратить его в деньги, но они находятся в чужом кармане. “Для того, чтобы извлечь их оттуда, товар должен прежде всего представлять собою потребительную стоимость для владельца денег, т. е. затраченный на него труд должен быть затрачен в общественно полезной форме”<sup>1</sup>.

Появление бумажных денег Маркс выводит из того, что значительная часть монет *постоянно* находится в обращении. Данная денежная масса “непрерывно функционирует как средство обращения и потому существует исключительно как носитель этой функции”. Поэтому “в процессе, в котором деньги переходят из одних рук в другие, достаточно чисто символического существования денег. Функциональное существование денег поглощает, так сказать, их материальное существование”. Но это происходит только во внутреннем обороте, поскольку только там государство может навязать принудительный курс бумажных денег<sup>2</sup>. “Выходя за пределы внутренней сферы обращения, деньги сбрасывают с себя приобретенные ими в этой сфере локальные формы масштаба цен – формы монеты, разменной монеты, знаков стоимости – и опять выступают в своей первоначальной форме слитков благородных металлов. В мировой торговле товары универсально развертывают свою стоимость... Только на мировом рынке деньги в полной мере функционируют как товар, натуральная форма которого есть вместе с тем непосредственно общественная форма осуществления человеческого труда *in abstracto*”<sup>3</sup>. Последнее замечание особенно важно для понимания современных процессов, происходящих на валютных рынках. Во времена Маркса мировая торговля обслуживалась исключительно деньгами из драгоценных металлов. Когда же на внешних рынках обращаются только неразменные бумажные деньги, ситуация в корне меняется, о чем будет подробнее сказано в следующих разделах данной главы.

В 70-е гг., т. е. в то же время, когда Маркс писал “Капитал”, в Европе зарождается направление экономической теории, предста-

---

<sup>1</sup> Маркс К. Капитал. Критика политической экономии. Том первый. Книга I. Процесс производства капитала. С. 113.

<sup>2</sup> Там же. С. 135–136.

<sup>3</sup> Там же. С. 149.

вители которого отходят от классической политэкономии и начинают создавать учение о капиталистической экономике как экономике свободного предпринимательства. К их числу принадлежат: Карл Менгер в Австрии, Вильям Дживонс в Англии, Леон Вальрас во Франции. К концу века Альфред Маршалл в Англии и Джон Б.Кларк в США завершают оформление теории предельной полезности. На Западе она быстро получает распространение и официальное признание.

К концу XIX в. в Европе завершился промышленный переворот, состоялся переход от мануфактур к крупному машинному производству, капитализм полностью утвердился, состоялся раздел мира между европейскими державами. Классу предпринимателей была нужна такая экономическая наука, которая помогала бы решать задачи, связанные с функционированием предприятия и капиталистического рынка. В теории предельной полезности прикладной аспект был неизмеримо сильнее, чем в трудах Маркса. Кривые спроса и предложения, понятие эластичности, эффект замены, маржинальные издержки и маржинальная прибыль – эти и другие ключевые понятия современной экономики были разработаны в рамках школы предельной полезности. У классиков и в социалистической экономической теории раздела микроэкономики не было. В теории предельной полезности, в отличие от классической политэкономии, противопоставляются не потребительная и меновая стоимость, а субъективная и объективная полезность товара. Раз цена товара не связана с овеществленным в нем трудом, а выражает лишь то, как конкретный индивидум оценивает полезность последней покупаемой им единицы товара, значит, проблема неэквивалентного обмена (включая оплату труда) не может существовать в принципе.

В начале XX в. в западной науке уже имелось множество различных теорий денег. Согласно классификации немецкого экономиста Г. Кнаппа, они разделялись на две большие группы: номиналистические и товарно-металлические. В номиналистических теориях отрицалось наличие какой-либо внутренней стоимости у любых видов денег. Это направление в свою очередь было представлено теориями “хартальных” денег, т. е. возникающих благодаря санкции государства, и так называемыми теориями “ортодоксального” (или экономического) номинализма, где деньги хотя и трактуются как символ стоимости, но природа этого символа выводится из экономических (а не только правовых) причин. Товарно-металличес-

кие теории включали “собственно товарные” теории, где стоимость денег объяснялась движением спроса и предложения, и металлические теории, выводившие стоимость денег из издержек производства денежного материала<sup>1</sup>.

Современная западная школа трактует деньги как единственное принимаемое всеми средство обмена. Это определение впервые было дано Карлом Менгером в работе 1871 г. “Принципы экономики”<sup>2</sup>. С тех пор оно стало классикой и почти в неизменном виде повторяется в научных трудах и учебниках.

В их числе и хрестоматийная работа Поля Самуэльсона “Экономика”, впервые вышедшая в свет в 1948 г. и впоследствии многократно переиздававшаяся в США и в других странах. Автор определяет деньги как средство обмена или как счетную единицу, поскольку эти две их функции считает главными. Интересна следующая цитата: “Деньги – это искусственная социальная условность. Если по той или иной причине какая-либо вещь начинает применяться в качестве денег, то все – и трезвенники, и вегетарианцы, и люди, не верящие в ее внутреннюю полезность, – начинают ценить ее. Пока за данную субстанцию можно покупать и продавать вещи, люди соглашаются продавать и покупать с ее помощью. Это парадокс: деньги признают, потому что они признаны!” По Самуэльсону, современные бумажные деньги имеют стоимость, потому что их предложение ограничивается государством, именно поэтому “на них можно покупать вещи независимо от какого бы то ни было золота, серебра или государственного покрытия”<sup>3</sup>. Того же мнения придерживается видный английский специалист по проблемам денег Лоурен Харрис. Он понимает деньги как общественный феномен: “Сам по себе долларový билет – вещь бесполезная; он приобретает стоимость лишь потому, что общество посредством своих законов и обычаев наделяет его способностью функционировать как средство обращения”<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Уоскин В.М. Теории денег. М.: Мысль, 1976. С. 95.

<sup>2</sup> Menger C. Principles of Economics [1871] – Glencoe (Ill.): The Free Press, 1950. Цит. по: Хайек Ф.А. Цит. соч. С. 95.

<sup>3</sup> Самуэльсон П. Экономика: Вводный курс. М.: Прогресс, 1964. С. 69.

<sup>4</sup> Он продолжает: “Аналогичным образом морские раковины, которые использовались в некоторых сообществах в качестве денег, не имели бы стоимости, если бы общественная структура, которая их породила, не нуждалась бы в какой-то форме денег и не придавала бы им соответствующей роли”. Харрис Л. Денежная теория. М.: Прогресс, 1990. С. 82.

В учебнике Грегори Н.Мэнкью “Макроэкономика”, вышедшем в Нью-Йорке в 1992 г. и использовавшемся в качестве учебного пособия в программах Института экономического развития Всемирного банка, деньги определяются как “совокупность активов, используемых при совершении сделок”<sup>1</sup>. Классический учебник по международной экономике Поля Кругмана и Мориса Обстфельда трактует деньги как “широко принятые средства платежа, которые могут передаваться от владельца к владельцу с низкими издержками”, или как “самый ликвидный из активов”<sup>2</sup>. Американский профессор Фредерик Мишкин (бывший исполнительный вице-президент Федерального резервного банка Нью-Йорка), издавший один из самых популярных учебников в области финансов, пишет, что деньги – это “все, что обычно принимают в оплату товаров и услуг или в возмещение долгов”. Он также отмечает, что “деньги являются наиболее ликвидным активом из всех, потому что они и есть средство обмена; для того, чтобы делать покупки, их не нужно конвертировать ни во что другое”<sup>3</sup>.

Российский ученый В.М. Усоскин справедливо отмечает: “Один из самых удивительных парадоксов теоретических исследований денег на Западе заключается в том, что в них отсутствует строго научное, однозначное и непротиворечивое объяснение самого факта существования денег в капиталистическом хозяйстве, причин их внедрения в хозяйственный оборот”<sup>4</sup>.

Таким образом, согласно классической и марксистской политэкономии, деньги – это особый товар. Какой-либо товар становится деньгами в том случае, если он успешнее других товаров выполняет функции меры стоимости, средства платежа, средства обращения

<sup>1</sup> Мэнкью Г.Н. Макроэкономика. М.: Изд-во МГУ, 1994. С. 233.

<sup>2</sup> Кругман П., Обстфельд М. Международная экономика: Теория и политика. М.: МГУ, ЮНИТИ, 1997. С. 370.

<sup>3</sup> Мишкин Ф. Цит. соч. С. 62,66.

<sup>4</sup> Усоскин В.М. Проблемы денег в экономической теории Запада. Вступительная статья к книге Л.Харриса “Денежная теория”. М.: Прогресс, 1990. С. 9–10. В другой своей работе Усоскин цитирует американского экономиста П.Дэвидсона, который считает, что “...неясность по поводу понятия и природы денег по-прежнему являются бичом экономической теории”, а также западногерманского экономиста Г.Мюллера: “В нашей науке все более заметна тенденция уходить от ответа на простой вопрос, что представляют собой в действительности деньги”. Davidson P. Money and the Real World // Economic Journal. 1972, March. P. 101; Muller G. Money as an Economic Good // German Economic Review. 1973. № 3. P. 193; Усоскин В.М. Теория денег. С. 55.

и средства накопления. В западной экономической науке и монетаристы, и кейнсианцы, и представители кейнсианско-неоклассического синтеза понимают деньги как самый ликвидный из активов. По их логике, деньги – социальная условность, принятое обществом правило игры, необходимое для установления пропорций между обмениваемыми товарами и нормального функционирования рынка. В чем представители обеих школ едины, так это в том, что деньги являются деньгами, только если они эффективно, с минимальными издержками (и средств, и времени) выполняют свои функции. Другими словами, ликвидность – непреложное качество денег.

В современном языке термин “ликвидность” имеет несколько разных значений:

- способность компании (банка) своевременно выполнять обязательства;
- ликвидные средства (наличность и близкие к наличности активы);
- возможность превращения активов или пассивов в наличность и другие ликвидные средства, а также получения последних на финансовых рынках или во всей экономике;
- ликвидность рынка (высокий уровень активности торговли, достаточное число продавцов и покупателей), возможность заключения сделки без заметного воздействия на цены<sup>1</sup>.

Все эти понятия происходят от латинского *liquidus* – “жидкий”, “текущий”, “чистый”, “безмятежный”. В эпоху Возрождения данный термин был взят на вооружение итальянскими финансистами (*liquido* – “наличный”, “свободный от долгов”, “легко реализуемый”), и уже из итальянского в XV–XVI вв. попало во французский, немецкий и английский языки<sup>2</sup>.

Применительно к валюте термин “ликвидность” используется в третьем значении, вернее, в его части, поскольку деньги на счетах (с которыми работают операторы валютного рынка) и без того являются активами, максимально приближенными к наличным (денежный агрегат  $M_1$ ). *Говоря о ликвидности той или иной национальной валюты, мы подразумеваем возможность ее быстрой продажи или покупки в обмен на другую валюту или активы в больших*

---

<sup>1</sup> Федоров Б.Г. Англо-русский банковский энциклопедический словарь. СПб.: Лимбус Пресс, 1995. С. 228.

<sup>2</sup> Черных П.Я. Историко-этимологический словарь современного русского языка. М.: Русский язык, 1999. Т. 1. С. 480–481.



объемах при минимальных и предсказуемых издержках. Такая возможность существует, когда:

- рынок данной валюты имеет большую глубину, так что ряд крупных сделок по ее покупке или продаже не приводит к заметному изменению обменного курса;
- имеется развитый межбанковский рынок для прямого обмена данной валюты на другие важнейшие валюты;
- курс валюты имеет низкую волатильность и достаточную устойчивость.

Иначе говоря, ликвидность – это легкость реализации. В конце 90-х гг. синтезированным показателем ликвидности становится разница между ценой покупки и продажи валюты (*bid-ask spread*), поскольку, как будет показано ниже (табл. 2.1.), оборот валютных рынков теперь в десятки раз превышает обороты товарных и фондовых рынков. Кстати, слова “ликвидность” и “ликвидировать” связаны не только этимологически: валюта является ликвидной, если каждый оператор может легко ликвидировать имеющуюся по данной валюте длинную позицию, т. е. обменять имеющуюся сумму на другую валюту. Для оценки ликвидности той или иной валюты используются еще два показателя: объем операций в данной валюте на товарных, фондовых и валютных рынках (ему, в конечном счете, обратно пропорционален спрэд), а также число иностранных валют, по отношению к которым данная валюта имеет непосредственные котировки (что связано с наличием развитого межбанковского рынка в рассматриваемых валютных парах).

Чем ликвиднее тот или иной товар (в понимании классической политэкономии) или актив (в современной западной экономической теории), тем более “денежным” он является, тем в большей степени он способен быть деньгами и соответственно претендовать на роль денег. По этому поводу Ф. Хайек пишет: “... расхожее представление, будто существует четкая разграничительная линия между деньгами и не-деньгами... на самом деле неверно, если говорить о причинно-следственных связях в денежной сфере. Мы обнаруживаем здесь скорее некий континуум, в котором объекты с разной степенью ликвидности и с разной (колеблющейся независимо друг от друга) ценностью постепенно переходят друг в друга, поскольку они функционируют как деньги”<sup>1</sup>. Далее он приводит слова Ф.Махлупа, который говорил о “денежности” и “почти денежно-

<sup>1</sup> Хайек Ф.А. Цит. соч. С. 96.

ти”, и добавляет, что “мы довольно неудачно выбрали для обозначения денег имя существительное. Для объяснения денежных феноменов было бы полезнее, если бы “деньги” были прилагательным, описывающим свойство, которым различные вещи обладают в различной, причем меняющейся, степени”<sup>1</sup>.

Согласно классической политэкономии, стоимость золотой монеты основывалась на тех общественных затратах труда, которые требовались для добычи содержащегося в ней металла и чеканки самой монеты. Этим определялась ее покупательная сила, пропорция, в которой она обменивалась на другие товары. Меновая стоимость бумажной купюры определяется количеством общественно полезного труда, которое она олицетворяет и на которое она обменивается. Таким образом, меновая стоимость денег есть их покупательная способность.

Что представляет собой потребительная стоимость монеты? Ее способность быть деньгами, т. е. выполнять функции денег. Из истории рыночных отношений известно, что на роль денег во всех странах в конечном итоге были выдвинуты драгоценные металлы, потому что они хорошо делились, хранились и заключали в себе значительно большую стоимость на единицу массы, чем подавляющее большинство других товаров. Печать на монете служила свидетельством (хотя и не всегда гарантией) ее определенной массы и пробы, гурт предохранял от обрезания. Все эти качества делали монету *удобной* для обслуживания рыночных отношений. В современной терминологии монета делала это с минимально возможными для того уровня развития общества трансакционными издержкам. Стремление участников рынка сократить издержки обращения и сделать деньги максимально удобными для обращения привело сначала к распространению бумажных денег, а потом и электронных.

Приведенные выше цитаты из классиков политэкономии показывают, что общество всегда проводило грань между деньгами разной ликвидности. В Англии в эпоху серебряного стандарта кредитор мог не принять платеж золотом или согласовать с должником особый курс золота. Точно так же кредитор/продавец мог не принять стертую или подозрительную монету, потому что ее было проблематично использовать в следующей сделке, а переплавка или

---

<sup>1</sup> *Machlup F. Euro-Dollar Creation: A Mystery Story // Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review. 1970. № 94. P. 225. Цит. по: Хайек Ф. Цит. соч. С. 97.*

проверка подлинности требовали дополнительных затрат. По выражению Петти, стертые монеты из золота и серебра “не являются деньгами, а всего лишь кусками металла, которые были деньгами до тех пор, пока они не износились...”<sup>1</sup>.

Из этого следует, что разные виды денег при одинаковой покупательной силе (которой соответствует олицетворенный в деньгах труд) могут иметь разную полезность для пользователей. Способность денег удовлетворять потребности участников рынка зависит от их ликвидности. Участники товарно-денежных отношений ценят в деньгах не только возможность обменять их на товары и услуги (такая возможность заключена во всех других товарах), но и способность быть удобным средством обращения, платежа и мерой стоимости. Удобство заключается в том, что деньги выполняют эти функции при минимальных затратах средств и времени. Ликвидность есть потребительная стоимость денег.

Меновая стоимость денег и их потребительная стоимость соотносятся так же, как и у других товаров: меновая стоимость не возникает из ликвидности, но потеря ликвидности ведет к потере меновой стоимости, или покупательной способности. Денег не может быть без ликвидности, которая у разных видов денег и в разные промежутки времени неодинакова. В условиях неразменных бумажных денег и в рамках одного государства это взаимодействие проявляется довольно ограничено: если в стране циркулирует одна денежная единица, ее покупательная сила в каждый момент одинакова для всех операторов, а деньги одной категории (наличные, средства на текущих и срочных счетах, государственные ценные бумаги) имеют одинаковую ликвидность. Однако когда национальные деньги выходят на внешний рынок и там сравниваются операторами с деньгами других стран, разница в способности денег выполнять свои функции, т. е. в ликвидности, приобретает решающее значение.

И последнее. Показать, что ликвидность валюты является одним из важнейших факторов, определяющих ее позиции в мире, можно и в формате современной западной экономической науки. Имеющаяся там методология и термины вполне позволяют это сделать. Однако, по мнению автора, в рамках классической (а потом и марксистской) политэкономии задача имеет гораздо более элегантное и прозрачное решение.

---

<sup>1</sup> Петти В. Цит. соч. С. 100.

## 2.2. Деньги как товар на валютных рынках

Современное понимание природы валютного курса основывается на двух концепциях: паритета покупательной способности (ППС) и соотношения спроса и предложения на валюту. Многие экономисты согласны с тем, что ППС представляет собой некий общий фундамент, на котором строятся пропорции обмена одной валюты на другую, тогда как реальный рыночный курс формируется под воздействием макроэкономической динамики и различных конъюнктурных факторов, определяющих, в конечном счете, величину спроса и предложения валюты в конкретный момент времени.

### 2.2.1. Обменный курс – цена валюты на внешнем рынке

Теория паритета покупательной силы была разработана в 20-е годы двадцатого столетия шведским экономистом Густавом Касселем. В ее основу были положены идеи Давида Рикардо, автора теории сравнительных преимуществ. Суть своей теории Кассель выразил так: “Наша готовность заплатить известную цену за иностранные деньги, в конце концов, и по существу зависит от того факта, что эти деньги в иностранном государстве имеют покупательную силу в отношении товаров и услуг. С другой стороны, когда мы предлагаем определенное количество собственных наших денег, то фактически мы предлагаем покупательную силу в отношении товаров и услуг в нашей собственной стране”<sup>1</sup>.

Интересны дополнения и комментарии, которые делает по поводу теории Касселя Джон М. Кейнс. В работе 1923 г. он пишет: “...валютный курс между отечественной и иностранной валютой в состоянии равновесия должен иметь тенденцию к уравниванию покупательной силы отечественной валюты внутри страны и иностранной валюты за границей. Это отношение между покупательной силой валют каждой из стран называют “паритетом покупательной силы”. Далее Кейнс добавляет, что равновесие может и отсутствовать, из-за чего валютные курсы отклоняются от паритета покупательной силы. “Курсы зависят от спекуляции, внезапного перемещения вкладов, сезонных влияний и ожидания предстоящих изменений паритета покупательной силы, находящихся в зависимости

---

<sup>1</sup> Кассель Г. Инфляция и валютный курс. М.: Эльф пресс, 1995. С. 23.

от инфляции или дефляции. С другой стороны, валютные курсы могут отставать от развития указанных факторов. Тем не менее, согласно этому учению, паритет покупательной силы соответствует старому золотому паритету”<sup>1</sup>.

Кейнс строит графики валютных курсов и паритета покупательной силы трех европейских валют (фунта стерлингов, французского франка итальянской лиры) по отношению к доллару в течение 1919–1922 гг. Во всех трех случаях оба графика оказываются близки друг к другу, на основе чего автор делает вывод, что “даже при тех необычайных условиях, которые сложились со времени заключения мира”, теория Касселя получает “могущественное индуктивное подкрепление”. Только курс немецкой марки значительно отклонялся от ППС<sup>2</sup>. Начиная с 1921 г. Германия, вынужденная выплачивать огромные репарации, вступила в период гиперинфляции (достигавшей в 1924 г. 100% в месяц). Потеря ликвидности была настолько существенной, что паритет покупательной силы перестал соблюдаться.

В современной экономической теории различают абсолютный и относительный ППС. Абсолютный ППС означает равенство валютного курса отношению между уровнями цен в двух странах, валюты которых сравниваются. Оно выражается формулой

$$E_{\$/DM} = P_{US} / P_G,$$

где  $E$  – exchange rate – обменный курс (количество долларов за марку);

$P$  – prices – цены.

Такое равенство как применительно к какому-либо одному товару, так и ко всей потребительской корзине называется законом единой цены.

Относительный ППС означает, что валютный курс меняется в соответствии с изменением национальных уровней цен, или динамикой инфляции. Другими словами, цены и валютные курсы меняются так, что отношение внешней и внутренней покупательной способности валюты остается неизменным. Относительный ППС записывается в виде следующей формулы:

<sup>1</sup> Кейнс Дж.М. Трактат о денежной реформе: Теория паритета покупательной силы. В кн.: Кассель Г. Инфляция и валютный курс. С. 86–87.

<sup>2</sup> Там же. С. 93.

$$(E_{S/DM,t} - E_{S/DM,t-1}) / E_{S/DM,t-1} = p_{US,t} - p_{G,t},$$

где  $p_t$  – темп инфляции в период между датами  $t$  и  $t-1$ .

В отличие от абсолютного ППС относительный ППС можно определить только применительно к конкретному временному интервалу<sup>1</sup>.

Что касается абсолютного ППС, то его существование эмпирически не доказано. Многочисленные исследования, в ходе которых сравнивались цены широкого набора товаров в разных странах с учетом межстрановых различий в качестве, показали, что цены одинаковых потребительских корзин, будучи конвертированы в одну и ту же валюту, существенно различаются по странам. То же относится и к отдельным промышленным товарам: с начала 70-х гг. цены, по которым в разных странах продаются идентичные по качеству товары, заметно отличаются. Относительный ППС в известной мере соблюдался до отмены золотодевизного стандарта, тогда как после 1970 г. движение валютных курсов начало значительно отклоняться от него<sup>2</sup>.

Жизнь подтвердила приведенное выше положение Кейнса о том, что ППС соответствовал старому золотому стандарту. Прекращение размена долларов на золото привело к тому, что на международном рынке связь между валютами и их вещественной формой (т. е. миром остальных товаров) существенно ослабла. Доллар, марка и франк, выходя за пределы своих стран, перестали приравниваться (пусть идеально) к определенному количеству золота, которому, в свою очередь, соответствовало известное количество овеце- ствленного труда. В рамках одного государства национальные деньги по-прежнему имеют стоимость лишь потому, что в них овеце- ствлен труд. Окончательно отменить эту связь невозможно, поскольку выпуск дополнительной денежной массы не увеличивает количества произведенных товаров. *Однако на мировом финансовом рынке денежные единицы как олицетворяемые ими товары (или как стоимостная категория) и денежные единицы как средства обращения перестали быть сутью одно и то же.*

Резкое обесценение доллара в 1977–1978 гг. заставило экономистов вновь обратиться к теоретическим вопросам курсообразования. Именно тогда было замечено, что движение цен стало оказы-

<sup>1</sup> Кругман П., Обстфельд М. Цит. соч. С. 402.

<sup>2</sup> Там же. С. 410–412.

вать гораздо меньшее влияние на курсы, чем это следовало из теории паритета покупательной силы. Падение курса американской валюты совпало по времени с возникновением у Соединенных Штатов крупного дефицита по текущим операциям, тогда как их главные конкуренты Германия и Япония, напротив, имели возрастающее положительное сальдо. Это наблюдение дало толчок многочисленным исследованиям, которые подтвердили наличие взаимозависимости между состоянием текущего баланса и валютным курсом. С тех пор состояние платежного баланса стало считаться доминирующим фактором курсообразования, более важным, чем ППС или разница в темпах инфляции<sup>1</sup>. Соответственно и усилия национальных правительств стали направляться в первую очередь на выравнивание платежных балансов.

Важной составляющей современной теории валютного курса является концепция паритета процентных ставок. В значительной мере она явилась своеобразным заменителем концепции ППС для условий высокой мобильности капитала. Ее смысл состоит в том, что когда капитал свободно перемещается из страны в страну, а банковские депозиты, выраженные в разных валютах, имеют одинаковую привлекательность для инвесторов, тогда ожидаемая доходность депозитов в обеих валютах должна быть одинаковой. Это условие можно записать в следующем виде:

$$R_S = R_{DM} + (E_{S/DM}^e - E_{S/DM}) / E_{S/DM},$$

где  $R_S$  – сегодняшняя процентная ставка по депозитам в долларах сроком на один год;

$R_{DM}$  – сегодняшняя процентная ставка по депозитам в немецких марках сроком на один год;

$E_{S/DM}$  – сегодняшняя цена немецкой марки в долларах (число долларов за одну марку);

$E_{S/DM}^e$  – обменный курс доллара к немецкой марке (число долларов за одну марку), который, как ожидается, будет преобладать через год;

$(E_{S/DM}^e - E_{S/DM}) / E_{S/DM}$  – ожидаемый темп удорожания/обесценения доллара по отношению к немецкой марке<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> См., например: *Solomon R. International Economic Letter*. Wash., 2000. Vol. XX, № 12, Dec.12. P. 2.

<sup>2</sup> По данной формуле обесценение национальной валюты будет выражаться числом со знаком “плюс”, а удорожание – со знаком “минус”.

Паритет процентных ставок означает, что ожидаемая доходность депозитов в отечественной валюте (в нашем случае долларовых депозитов) равна ожидаемой доходности депозитов в иностранной валюте, пересчитанных в отечественную (в нашем случае долларовая доходность на депозиты в марках). Это правило можно сформулировать так: ставка процента внутри страны равна ставке процента за рубежом плюс ожидаемый темп удорожания/обесценения национальной валюты по отношению к иностранной. Если доходность долларовых депозитов выше, чем депозитов в марках, возникает избыточный спрос на доллары. Когда доходность по депозитам в долларах ниже, чем по депозитам в марках, возникает избыточный спрос на марки. Через некоторое время избыточный спрос на высокодоходную валюту приведет к ее удорожанию, и паритет процентных ставок восстановится<sup>1</sup>.

В западной экономической литературе к настоящему времени разработано несколько основных моделей валютного курса. Согласно классификации американского экономиста Рудиджера Дорнбуша их можно разделить на три большие группы. Первая рассматривает обменный курс как функцию от отношения цен национальных денежных единиц, вторая – от отношения цен товаров и третья – от отношения цен на активы фондового рынка.

Согласно первой модели, называемой монетаристской, обменный курс определяется относительным изменением денежной массы, процентных ставок и реального дохода. Рост денежного предложения в стране ведет к соответствующему обесценению национальной валюты. Рост реального внутреннего дохода стимулирует спрос на инвестиционные ресурсы, понижает цены и таким образом ведет к повышению курса национальной валюты. Высокие внутренние процентные ставки понижают спрос на инвестиционные ресурсы, повышают цены и ведут к удешевлению национальной валюты<sup>2</sup>.

В основе второго подхода лежит ставшая хрестоматийной модель Манделла–Флеминга, которая рассматривает взаимодействие товарного и денежного рынков в условиях малой открытой

---

<sup>1</sup> Кругман П., Обстфельд М. Цит. соч. С. 350–358; Мишкин Ф. Цит. соч. С. 194–195.

<sup>2</sup> Dornbusch R. Exchange Rate Economics: Where Do We Stand? /G.L.Perry (ed.). Wash.: Brookings Institution, 1980. P. 144, 146. (Brookings Papers on Economic Activity № 1).



экономики<sup>1</sup>. В модели подразумевается, что внутренние цены, выраженные в национальной денежной единице каждой из стран, остаются неизменными, вследствие чего обменный курс задает условия торговли, или отношение внутренних цен к импортным (речь идет об относительном ППС). При этом движение капитала полностью либерализовано, и при полной взаимозаменяемости национальных и иностранных ценных бумаг процентные ставки выравниваются в международном масштабе.

Если предложение денег в стране растет, процентные ставки падают, в результате чего происходит отток капитала из страны. Национальная валюта дешевеет, и спрос на отечественные товары возрастает. Вызванный этим рост национального производства приводит к увеличению национального дохода и спроса на деньги до тех пор, пока равновесие между процентными ставками в международном масштабе не восстанавливается на новом уровне объемов производства с более низким обменным курсом. Рост спроса на отечественные товары и услуги вследствие налоговых послаблений или независимых от правительственной политики изменений спроса приводит к увеличению дохода и спроса на деньги и, значит, подталкивает вверх процентные ставки. Последующий приток капитала в страну вызывает удорожание национальной валюты, снижение конкурентоспособности национальных производителей, ухудшение баланса по текущим операциям, что в конечном итоге подавляет инвестиционную активность.

В расширенном варианте модели Манделла–Флеминга снимаются такие ее условные ограничения, как предположения о неизменности цен, полной зависимости размеров производства от спроса и о полной взаимозаменяемости фондовых активов разных стран. Дополнительно вводятся такие факторы, как рыночные ожидания курсовых изменений и воздействие платежного баланса на обменный курс<sup>2</sup>.

Третья модель, называемая моделью диверсификации инвестиционного портфеля, исходит из наличия связи между изменением номинальной процентной ставки, ожидаемого темпа обесценения валюты и премией за риск. Под риском понимается изменчивость реального дохода по ценным бумагам из-за невозможности точно определить будущую динамику инфляции и обменного курса, а не

<sup>1</sup> Подробнее см. *Бункина М.К., Семенов А.М.* Основы валютных отношений. М.: Юрайт, 2000. С. 155–166.

<sup>2</sup> *Dornbusch R.* Op. cit. P. 152–153.

вероятность дефолта. Модель предполагает, что рост благосостояния в какой-либо стране, по сравнению с другими странами (например, благодаря положительному сальдо платежного баланса), приведет к росту спроса на ценные бумаги, номинированные в валюте этой страны. Существовавшее равновесие на международном фондовом рынке нарушится, однако, позже оно будет восстановлено, поскольку курс национальной валюты пойдет вверх, что снизит реальную доходность номинированных в ней ценных бумаг. Все это случится, если рыночные игроки не смогут заранее предвидеть удорожание валюты.

Также непредвиденное изменение объемов эмиссии ценных бумаг аналогичным образом воздействует на валютный курс. Внезапно возникший дефицит государственного бюджета заставит государство выпустить больше облигаций, что приведет к удешевлению денежной единицы, а в итоге восстановит первоначальное равновесие на фондовом рынке на прежнем уровне реальной доходности<sup>1</sup>.

В отечественной экономической литературе покупательная сила валют признается стоимостной основой валютного курса. Так, в фундаментальном учебнике под редакцией Л.Н.Красавиной указывается, что “эта экономическая (стоимостная) категория присуща товарному производству и выражает производственные отношения между товаропроизводителями и мировым рынком”. Далее отмечается, что “как бы ни искажалось действие закона стоимости, валютный курс, в конечном счете, подчиняется его действию, выражает взаимосвязь национальной и мировой экономики, где проявляется реальное курсовое соотношение валют”<sup>2</sup>. При изучении проблем курсообразования российские экономисты основное внимание уделяют выявлению факторов, влияющих на изменение курса. Решающими из них признаются темп инфляции, состояние платежного баланса, разница процентных ставок в разных странах, поведение валютных рынков и спекулятивные валютные операции, степень использования валюты на международных финансовых рынках и в международных расчетах, платежеспособность страны и степень доверия к ее валюте, валютная политика государства-эмитента, показатели экономического роста страны<sup>3</sup>.

<sup>1</sup> *Dornbusch R.* Op. cit. P. 170.

<sup>2</sup> Международные валютно-кредитные и финансовые отношения / Под ред. Красавиной Л.Н. С. 46.

<sup>3</sup> Там же. С. 47–49; Валютный рынок и валютное регулирование / Под ред. И.Н. Платоновой. М.: БЕК, 1996. С. 71.

Надо признать, что в мировой экономической науке не существует единого общепризнанного метода, который с достаточной точностью описывал бы предыдущие колебания курсовой динамики и позволял бы строить более или менее надежные прогнозы. Точно так же нет и методики, которая давала бы ответ на вопрос, какой обменный курс является для данной страны в данной экономической ситуации нормальным, т. е. не завышенным и не заниженным.

Существует два основных метода определения реального равновесного курса. Первый базируется на концепции относительного ППС. Он оценивает изменение конкурентных позиций страны по отношению к базисному периоду. Делается это в два приема. Сначала сравнивается динамика внутренних и внешних цен, и полученная пропорция соотносится с изменением номинального курса. В итоге получается реальный курс. Дальше полагается сравнить его с таким базисным периодом, когда курс полностью соответствовал бы макроэкономической ситуации и позициям страны в мировой экономике. Если, по сравнению с базисным периодом, национальная денежная единица в реальном выражении обесценилась или подорожала, значит, равновесие нарушено и его следует восстановить. На этом этапе возникает основная сложность. Во-первых, базисного периода с безусловно равновесным курсом в ближайшей истории страны может и не быть. Во-вторых, даже если он и существовал, это далеко не всегда решает проблему, ведь экономические пропорции быстро меняются.

При втором подходе равновесным признается курс, соответствующий ситуации макроэкономического равновесия в стране. Для определения такого курса используется два основных способа. Первый, так называемый метод фундаментального равновесного обменного курса (*fundamental equilibrium exchange rate (FEER) approach*), выявляет уровень обменного курса, который соответствует фундаментальным макроэкономическим показателям в среднесрочном плане (т. е. без учета краткосрочных циклических колебаний производства, цен и процентных ставок) или состоянию внутреннего и внешнего баланса. Под внутренним балансом понимается ситуация, когда объем производства соответствует возможностям экономики, а уровень инфляции низок и стабилен. Внешним балансом считается такое сальдо текущих операций, которое создается неконъюнктурными движениями национальных сбережений и инвестиций в условиях внутреннего баланса, притом что возникаю-

щий нетто-поток перемещаемых через границу активов стабилен. Второй вариант, называемый методом динамического равновесного курса (behavioural equilibrium exchange rate (BEER) approach), призван объяснить динамику валютного курса при помощи набора экономических переменных. Средне- и долгосрочные изменения реального курса считаются результатом изменений, происходящих в производительности труда в разных отраслях, а также колебаний объемов чистых иностранных активов (для удобства вычислений они иногда заменяются бюджетными показателями, например долей государственных расходов в ВВП)<sup>1</sup>.

Хорошо структурированный и практически исчерпывающий обзор современных моделей равновесного обменного курса дается специалистами ЕЦБ в статье «Основополагающие экономические факторы и обменный курс евро». В результате проведенного анализа авторы приходят к выводу, что из-за постоянно меняющейся обстановки и многочисленных статистических ограничений «вопрос о величине переоценки или недооценки обменного курса остается в большой степени делом конкретного суждения»<sup>2</sup>.

На редкость устойчивой закономерностью курсообразования является то, что в богатых странах курс национальной валюты по отношению к ППС всегда выше, чем в бедных. Так, по данным ОЭСР, в 1999 г. отношение курса валюты к ППС составляло 110–130% в Дании, Финляндии, Исландии, Норвегии и Швеции; 100–109% – в США, Австрии, Франции, Германии и Великобритании; 97–99% – в Бельгии, Ирландии и Нидерландах; 70–90% – в Австралии, Новой Зеландии, Греции, Италии, Португалии и Испании; 40–60% – в Мексике, Корее, Чехии, Венгрии, Польше и Турции<sup>3</sup>. В России, по оценкам Института экономического анализа<sup>4</sup>, курс рубля в первом полугодии 1998 г. доходил до 70% ППС, а сразу после кризиса упал до 35% ППС. Китай и Индия держат курс на-

---

<sup>1</sup> См. *Hansen J., Roeger W.* Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates // European Commission. Economic Papers. 2000. № 144. P.24–25; ECB Monthly Bulletin. Wash., 2000. Nov. P. 31.

<sup>2</sup> Economic fundamentals and the exchange rate of the euro. ECB Monthly Bulletin. Jan. 2002. P. 53

<sup>3</sup> Main Economic Indicators. OECD. P. , 2000. Dec. P. 263. Данные за 2000 г. менее представительны, поскольку из-за падения курса евро для 12 стран ЭВС произошло искажение исследуемого показателя.

<sup>4</sup> *Илларионов А.* Как был организован российский финансовый кризис // Вопросы экономики. 1998. № 12. С.20

циональной валюты на уровне 20–25% ППС, в развивающихся странах Азии и Латинской Америки он составляет 35–60%, в Центральной и Восточной Европе – 45–60%<sup>1</sup>. В западной экономической литературе этот феномен связывают с тем, что если цены товаров для международного потребления примерно равны во всех странах, то цены на товары внутреннего потребления отличаются. В бедных странах они ниже по двум причинам. Во-первых, зарплата и себестоимость товаров и услуг для внутреннего потребления там ниже, чем в богатых странах (теория Балаша–Самуэльсона), а во-вторых, бедные страны хуже наделены капиталом и трудом<sup>2</sup>. Дальше будет показано, что валюты бедных стран имеют заниженный курс, поскольку спрос на них на валютных рынках ограничен из-за невысокой ликвидности.

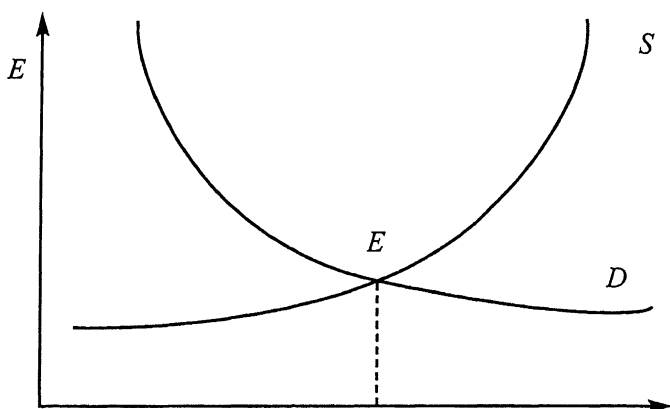
### 2.2.2. Спрос на валюту и ее предложение

Современные теории курсообразования предполагают наличие тесной взаимосвязи между обменным курсом валюты и спросом на нее на валютном рынке. На этом, например, базируется объяснение зависимости курса от инфляции или уровня процентной ставки. Так, согласно общепринятому мнению, высокая инфляция в стране снижает спрос на экспортируемые ею товары, что приводит к соответствующему сокращению спроса на национальную валюту, необходимую зарубежным импортерам для закупки данных товаров. Одновременно растет заинтересованность национальных компаний в импорте товаров из-за границы, что увеличивает внутренний спрос на иностранные деньги. Повышение реальных процентных ставок делает размещение средств в этой стране для иностранцев более прибыльным, что увеличивает спрос на валюту и, в конечном счете, повышает ее цену<sup>3</sup>. При этом обменный курс валюты представляется как точка пересечения кривых спроса и предложения на валюту, т. е. как равновесная цена. Тогда графическое изображение валютного курса выглядит так же, как и изображение рыночной цены товара (рис. 2.1).

<sup>1</sup> Попов В. Уроки валютного кризиса в России и в других странах // Вопросы экономики. 1999. № 6. С. 100–122.

<sup>2</sup> Кругман П., Обстфельд М. Цит. соч. С. 418.

<sup>3</sup> См., например, Основы международных валютно-финансовых и кредитных отношений / Под ред. В.В. Круглова. М.: ИНФРА-М, 1998. С. 46–47.



**Рис. 2.1. Валютный курс как равновесная цена:**

$E$  – обменный курс, т. е. количество единиц национальной валюты за единицу иностранной валюты ( $E$  – exchange rate);  $S$  – предложение иностранной валюты;  $D$  – спрос на иностранную валюту

Тезис о прямо пропорциональной зависимости курса валюты от спроса является ключевым элементом модели Манделла–Флеминга и лежит в основе официальной позиции Международного валютного фонда и других международных финансовых организаций. Они, как правило, видят основную причину неустойчивости валютного курса в дисбалансе платежей по текущим операциям, хотя, строго говоря, спрос и предложение на валюту отражается в платежном балансе. Спрос на иностранную валюту формируется за счет того, что у резидентов (физических и юридических лиц) возникает потребность оплатить:

- импорт товаров и услуг;
- денежные подарки иностранцам;
- покупку иностранных активов за границей;
- долги иностранным кредиторам.

Аналогичным образом формируется и предложение иностранной валюты:

- поступления от экспорта;
- денежные переводы иностранцев;
- покупка иностранцами национальных активов;
- платежи по кредитам, выданным иностранным заемщикам.

То, что платежный баланс неточно отражает фактическое передвижение денежных средств – факт общеизвестный<sup>1</sup>. Если абстрагироваться от него, то связь между балансом по текущим операциям и валютным курсом принимает следующий вид: равенство доходов и расходов по расчетам с заграницей означает, что спрос на иностранную валюту, который возникает у владельцев отечественной валюты, соответствует спросу на отечественную валюту, который возникает у владельцев иностранной валюты. А это является залогом устойчивости национальной валюты. Однако сформулированная таким образом причинно-следственная связь, равно как и описанные модели валютного курса, подразумевает выполнение некоторых вводимых по умолчанию условий, которые на практике почти никогда не соблюдаются. В результате курсы меняются вопреки логике теоретических моделей, притом что положительный баланс по текущим операциям вовсе не спасает от обесценения валюты (например, в случае с Россией), а хронический отрицательный баланс отлично уживается с растущим курсом (как это происходило в США в 1999–2001 гг.).

Можно обнаружить несколько таких встроенных предпосылок:

- использование валют в основном для обслуживания нужд реального сектора;
- неизменный уровень имеющихся за границей накоплений в иностранных валютах;
- симметричная структура входящих и исходящих платежей по видам валют;
- равная и неизменная ликвидность валют разных стран и выраженных в них активов;
- неизменная эластичность спроса по цене у разных валют.

Иностранная валюта далеко не всегда приобретается для покупки товаров, поэтому удешевление отечественных товаров совсем не обязательно приводит к росту спроса на отечественную валюту со стороны иностранцев. Отечественные товары могут иметь ограниченную конкурентоспособность на внешних рынках, кроме того, экспортная цена может не зависеть от внутренних цен (как,

---

<sup>1</sup> Официальная статистика не отделяет фактические платежи от сделок, не повлекших за собой реального передвижения средств. Кроме того, значительные суммы попадают в строку “пропуски и ошибки”, поскольку дебетовые и кредитовые статьи не уравниваются из-за использования разных источников информации. Особую трудность представляет подсчет дохода по иностранным ценным бумагам.

например, в торговле сырьем и продовольствием). Еще Дж.М. Кейнс писал, что спекулятивный мотив “выступает как чрезвычайно важное передающее звено в действии *изменений* количества денег”, притом что совокупный спрос на деньги, отвечающий спекулятивному мотиву, очень гибко реагирует на изменения нормы процента<sup>1</sup>. В мировой экономике давно сформировался мощный и в значительной мере обособленный от производства и торговли товарами финансовый сектор, действующий по своим собственным законам (табл. 2.1).

Таблица 2.1

**Суточные объемы производства и оборота товарных  
и финансовых рынков, млрд. долл.**

Показатель	1995 г.	1998 г.	2001 г.
Оборот валютного рынка спот	490	570	390
Валютные форварды и свопы	640	860	790
Мировая торговля <sup>а</sup>	20	21	25 <sup>с</sup>
ВВП стран ОЭСР <sup>б</sup>	90	95	105 <sup>с</sup>

<sup>а</sup> Экспорт товаров из расчета 255 рабочих дней в году.

<sup>б</sup> В текущих ценах из расчета 255 рабочих дней в году.

<sup>с</sup> 2000 г.

*Источники:* Bank for International Settlements. Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001, Basle, March 2002. P. 5; Main Economic Indicators/OECD, P., 2001. Nov. P. 17, 33; Directory of Trade Statistics Quarterly. IMF. December 2001. P. 3.

Совокупный спрос иностранцев, например, на доллары США – это спрос не только на американские товары (вернее лишь в малой доле это спрос на товары) и не только на фондовые активы в американской валюте, но и на доллары как на средство обращения на мировых валютных рынках, где они нужны для проведения валютных спекуляций, валютообменных операций (в том числе между двумя другими валютами) и, наконец, для различных

<sup>1</sup> Кейнс Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег. М.: Гелиос АРВ, 1999. С. 186.



производных финансового рынка. Последний сегмент полностью “выпадает” из моделей валютного курса и из статистики платежного баланса, тогда как на него приходится львиная доля операций с долларом.

Нулевое или положительное сальдо баланса по текущим операциям вовсе не гарантирует соответствия объемов предложения и спроса на иностранную валюту, уже потому, что часть поступлений может не попасть на валютный рынок. В одних случаях они могут остаться за границей, а в других – поступить в страну и остаться здесь в виде накоплений в иностранной валюте. После распада СССР в России и других странах СНГ быстро росли наличные и безналичные сбережения в долларах, в том числе депозиты на банковских счетах. Известный российский экономист В.Н.Шенаев пишет об этом: “Только в 1994 г. расходы в России на покупку валюты составили примерно 50 трлн. руб. Если приобретенный за рубли валютный товар – доллары (или марки и другая валюта) находится в запасах (резервах) как внутри страны, так и за ее пределами, то его эквивалент (рубли) остается во внутреннем денежном обращении, усиливая инфляционный процесс”<sup>1</sup>. Если отечественная валюта покупается только на местном рынке, то непоступление части экспортной выручки (и других платежей) на валютный рынок приводит к нехватке иностранной валюты и повышению ее цены. Создается парадоксальная ситуация: объем находящейся в стране иностранной валюты растет, общая денежная масса разбухает, а спрос на иностранную валюту не удовлетворяется, и ее курс поднимается все выше<sup>2</sup>.

Модели валютных курсов строятся на предположении, что повышение цены, например, доллара по отношению к швейцарскому франку ведет к относительному удешевлению швейцарских товаров и активов для американцев и относительному удорожанию

<sup>1</sup> Шенаев В.Н. Денежная и кредитная системы России. М.: Наука, 1998. С. 104.

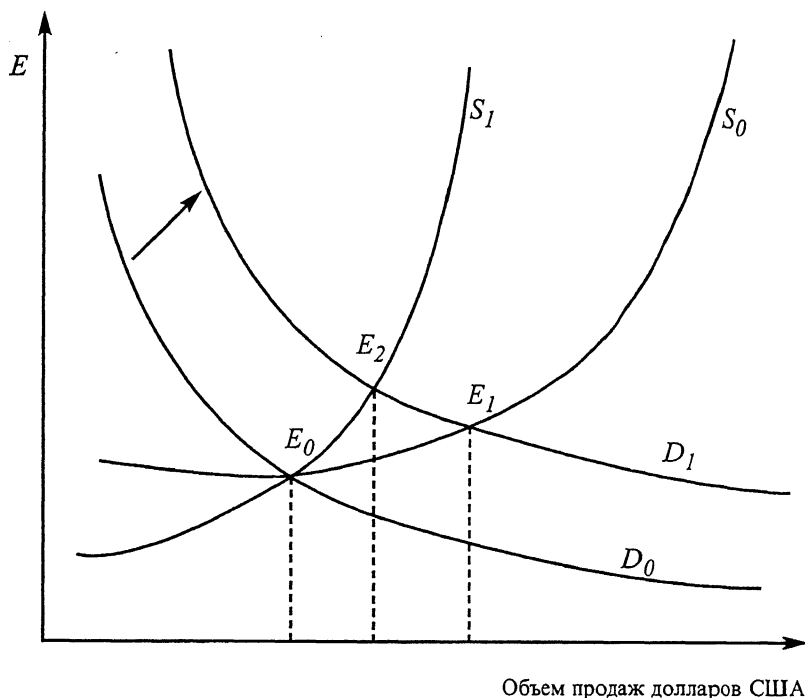
<sup>2</sup> В отдельных случаях наклон кривой спроса становится отрицательным, т. е. спрос на валюту продолжает расти, несмотря на повышение цены (эластичность спроса становится положительной). На обычных рынках подобным образом себя ведут так называемые “товары Гриффена” (названные по имени английского экономиста Р.Гриффена, который во время голода в Ирландии обнаружил, что спрос на картофель рос одновременно с ростом его цены). См.: Бункина М.К., Семенов А.М. Цит. соч. С. 116–117. На валютном рынке аналогичная ситуация может сложиться, когда национальная валюта значительно уступает по своим качествам – стабильности и ликвидности – иностранной валюте.

американских товаров и активов для швейцарцев. В результате через некоторое время после произошедшего сдвига устанавливается новое положение равновесия. Как уже отмечалось, современные валютные рынки лишь отчасти связаны с реализацией товаров и активов. Кроме того, в нашем примере рост курса доллара приведет к относительному удешевлению американского импорта, только если товары закупаются на швейцарские франки. На практике же подавляющая часть американской торговли ведется в американских долларах (на них приходится почти половина мировой торговли), поэтому контрактные цены могут остаться на прежнем уровне, хотя экспортная выручка, выраженная в швейцарских франках, возрастет. Аналогичным образом понижение курса российского рубля в 1998 г. никак не отразилось на ценах экспортируемых нефти, газа или стали, а спрос со стороны нерезидентов на российские рубли как был мизерным, так и остался.

При изучении процессов курсообразования, вопрос о ликвидности валюты, как правило, не поднимается, поскольку в традиционных моделях обменного курса основным мотивом, побуждающим нерезидентов приобретать валюту той или иной страны, считается покупка товаров или активов данной страны. В такой ситуации ликвидность валюты действительно имеет пренебрежимо малое значение, ведь в рамках одной страны ликвидность различных компонентов денежной массы отличается незначительно. Когда же инвестор приобретает иностранную валюту для чисто валютных операций, тогда спрос на валюту самым непосредственным образом зависит от ее ликвидности. Раз инвестора не интересует покупательная сила валюты внутри эмитирующей ее страны или доходность активов, выраженных в этой валюте, то он, имея большой выбор валют, будет ориентироваться прежде всего на ликвидность. Если, предположим, российский инвестор ожидает, что в следующем квартале и шведская крона, и английский фунт подорожают на 3%, предметом фьючерсного контракта совершенно очевидно станет фунт, а не крона.

При прочих равных условиях повышение ликвидности обращающейся на внешних рынках валюты (например, благодаря развитию финансовых рынков в данной валюте, либерализации правил проведения сделок, появления на рынке новых видов финансовых инструментов, снижению расходов на конвертирование), по сравнению с другими иностранными валютами, приведет к росту спроса

на данную валюту. Кривая спроса сдвинется вправо вверх, подобно тому, как она перемещается при улучшении качественных характеристик товара (рис. 2.2.). Точкой равновесной цены теперь уже будет не  $E_0$ , а  $E_1$ . В результате возрастет и цена валюты, и общий объем ее продаж (в нашем случае это доллары США).



**Рис. 2.2. Варианты изменения курса:**

$E$  — обменный курс: количество единиц национальной валюты за 1 долл. США

В рамках одной страны предложение той или иной иностранной валюты на ее рынке может быть ограниченным. Это происходит, когда резиденты, владеющие иностранной валютой, предпочитают не менять ее на отечественную, а спрос нерезидентов на отечественную валюту минимален. В первом случае кривая предложения  $S_1$  имеет больший угол наклона, чем кривая  $S_0$ , а во втором — эластичность предложения по цене гораздо меньше, чем в

первом. Поэтому при сдвиге кривой спроса  $D_0 \rightarrow D_1$  новая равновесная цена установится на уровне  $E_2$ , который заметно выше уровня  $E_1$ . Иначе говоря, равное изменение спроса на валюту может в разной степени влиять на ее курс.

Аналогичным образом валютные рынки по-разному реагируют на изменение доходности активов, выраженных в разных валютах. Увеличение на 2% доходности котирующихся на бирже американских ценных бумаг заинтересует инвесторов неизмеримо больше, чем 10%-й рост котировок, например, в одной из стран Восточной Европы. В последнем случае инвестору негде “развернуться” с крупными вложениями, да и последующая продажа большого пакета акций может быть связана с трудностями. Кроме того, политика инвесторов строится с учетом кредитного рейтинга, присваиваемого фондовым активам международными агентствами. Поэтому эластичность спроса и предложения по такому критерию, как доходность активов, также может быть очень разной.

Подведем итоги. В современных условиях положение валюты на внешних рынках и ее цена (обменный курс) зависят не столько от ее покупательной силы на национальном рынке (абсолютный ППС не соблюдается, а относительный проявляет себя все слабее), сколько от спроса на эту валюту со стороны нерезидентов и резидентов, владеющих иностранной валютой и желающих обменять ее на отечественную. Авторитетный российский специалист по финансовым проблемам М.В. Ершов дает емкую характеристику этого явления. “Отказ от золотодевизного стандарта, – пишет он, – заложил новые критерии надежности валют: центр тяжести переместился с вопроса о соответствии денежной базы золотовалютным резервам “на вопрос о возможности и готовности использования валюты для обслуживания тех или иных экономических операций”. Таким образом “государство, по сути, устранялось от выполнения каких-либо обязательств по выпущенным денежным знакам, и лишь от “доброй воли” экономических агентов, т.е. их желания принимать доллары для осуществления своих операций, зависело теперь место американской (или любой другой) валюты”<sup>1</sup>.

Какими же мотивами руководствуется экономический агент, когда расстаётся с национальной валютой и становится обладателем иностранной? Какие качества иностранной валюты представля-

<sup>1</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире: Кризисный опыт конца 90-х. М.: Экономика, 2000. С. 38.

ют для него полезность и каким образом они соотносятся с возможностями, проистекающими из пользования отечественной валютой?

Начнем с последнего. На внутреннем рынке владелец национальных денежных знаков ценит в них следующие качества: покупательную способность, способность приносить инвестиционный доход и способность быть принятыми как платежное средство другими участниками рынка. Снижение покупательной способности денег означает, что с течением времени их можно обменять на меньшее количество товаров и услуг; значительное снижение покупательной способности приводит к тому, что деньги перестают выполнять функцию средства сбережения. Деньги могут представлять полезность для их владельца как самовозрастающая стоимость: свободные средства, помещенные на банковский счет или вложенные в ценные бумаги, приносят владельцу определенный доход. И последнее, что нужно владельцу денег – быть уверенным, что в любой момент он может беспрепятственно воспользоваться ими. В рамках одного государства национальные деньги являются всеобщим законным средством платежа, и проблема с приемом тех или иных денежных знаков возникает лишь в крайних случаях (при обмене банкнот или в случае крайнего расстройтва денежного обращения, например в условиях войны). Покупательная способность национальных денег зависит от темпа инфляции, который един для всех экономических агентов. Доходность денег как инвестиционного актива также колеблется вокруг общей для всей страны величины – ставки рефинансирования, устанавливаемой центральным банком; разница в доходности в основном связана с типом актива. В рамках одного типа (например, срочные счета или казначейские бумаги) она колеблется в ограниченных размерах в зависимости от риска, срока и других характеристик актива.

Теперь вернемся к иностранной валюте. Нерезидента интересует ее покупательная способность, а именно, сколько товаров и услуг (или одного определенного товара) можно купить в другой стране на те же деньги, которых они стоят в своей стране. Это абсолютный ППС. Однако в современной внешней торговле товары ввозятся из-за границы не столько потому, что они стоят там дешевле, сколько потому, что они не производятся в стране-импортере либо производятся в недостаточном количестве и/или невысокого качества или операция является частью международной производственной цепи. Валюта может потребоваться и потому, что в ней тради-

ционно устанавливаются мировые цены и идет торговля тем или иным товаром. Соответственно спрос на валюту страны-экспортера может не возникнуть, если контракты заключаются в другой валюте. Кроме того, валюта требуется для возврата взятых в ней кредитов, и здесь тоже многое зависит от международной практики.

Нерезидента может интересовать и другая сторона покупательной способности иностранной валюты: ее меновая стоимость на валютном рынке, вернее, движение этой меновой стоимости. Если иностранная валюта дорожает по отношению к отечественной валюте нерезидента, то ему есть смысл вложить в нее средства. Так иностранная валюта превращается в инвестиционный актив. В этом отношении у инвестора появляется целый ряд альтернатив отечественной валюте. Доходность депозитов и активов фондового рынка, выраженных в иностранной валюте, может быть выше соответствующих параметров отечественного рынка – это еще один фактор, создающий спрос на иностранную валюту. Здесь у инвестора также появляется большой выбор, поскольку ставки рефинансирования и доходность фондовых активов заметно меняются от страны к стране.

И, наконец, иностранная валюта нужна для валютных операций, не преследующих спекулятивную цель, например для страхования от валютных рисков или для обмена валют, которые напрямую не конвертируются друг в друга. Размеры и степень развития внешнего валютного рынка той или иной валюты имеют огромное значение для иностранцев: от этого зависит возможность приобрести валюту, в том числе в инвестиционных целях, а потом без проблем продать ее, т. е. фактор “приняемости” валюты на внешнем рынке перестает действовать автоматически. Разброс по этому качеству между разными валютами может быть колоссальным. “Приняемость” валюты (ее внешняя ликвидность) становится тем туннелем (узким или широким), через который должны пройти нерезиденты, чтобы воспользоваться другими полезными для них качествами: покупательной способностью по отношению к товарам и другим валютам, доходностью по депозитам и ценным бумагам.

Огромное значение приобретает наличие непосредственной котировки (т. е. не через кросс-курс) и ликвидного рынка между рассматриваемой валютой и остальными валютами. Так, поскольку доллар США напрямую обменивается на все свободно конвертируемые валюты, то для инвесторов из этих стран открыт доступ к активам и финансовым инструментам, выраженным в долларах США.

Этого нельзя сказать, например, о норвежской кроне; чтобы вложиться в активы, выраженные в кронах, резидентам большинства стран надо сначала обменять национальную валюту на доллары США, а потом купить кроны на доллары. Продажа активов также будет сопряжена с двойной операцией. Дополнительные комиссионные заметно снизят общую прибыльность сделки.

В тот момент, когда товар продается на рынке и его владелец получает взамен деньги – всеобщий эквивалент, происходит признание того, что товар представляет не только конкретную, индивидуальную полезность для его владельца, но и *общественную* полезность, полезность для общества в целом. Точно так же обменять национальную валюту на иностранную можно только тогда, когда она представляет полезность для владельца иностранной валюты. Если этого нет, то взамен иностранной валюты нужно предложить любой другой товар, представляющий полезность для ее владельца. Действие этого правила мы наблюдаем в России: иностранные резиденты не принимают рубли в обмен на свою валюту, чтобы заработать ее, мы предлагаем более полезные для иностранцев товары: нефть, газ, лес... Существование рынка той или иной валюты за пределами ее собственной страны означает, что она признается как представляющая полезность для международного сообщества. Снижение такой полезности не может не сказываться на меновой стоимости валюты по отношению к другим валютам.

Для валюты, попадающей на внешний рынок, может открыться множество новых сфер ее приложения и соответственно источников спроса на нее. В их числе: внешняя торговля как страны-эмитента, так и третьих стран, международный кредит, спекулятивные валютнообменные операции, валютнообменные сделки и даже использование во внутреннем обороте других стран. Однако во всех этих сферах валюту ждет жесткая конкуренция со стороны денежных единиц других стран. При этом на внешнем рынке связь валюты с реальным сектором оказывается значительно слабее, чем на внутреннем, а спекулятивный мотив обладания валютой, наоборот, резко возрастает. В результате овеществленный в деньгах труд имеет на внешних рынках гораздо меньшее значение, чем на внутренних, тогда как ее полезность для операторов – ликвидность – играет все большую роль. Получается, что две денежные единицы, олицетворяющие одинаковое количество труда, могут иметь на международном рынке разную меновую стоимость, если одна из них на

этом рынке является более эффективным средством обращения, чем другая. Разница в курсе здесь выступает как плата за ликвидность. Плата за возможности, в том числе спекулятивные, которые дает обладание данной валютой.

С одной стороны, современные неразменные деньги утратили всякую связь со своей вещественной формой, на внешнем рынке они лишь в малой степени представляют овеществленный в них труд. С другой стороны, на международном валютном рынке денежные единицы выступают именно как товары, меновая стоимость которых может проявить себя лишь при условии, что они представляют потребительную стоимость (способность служить деньгами) для резидентов других стран. В этом смысле современные международные валютные отношения имеют гораздо более ярко выраженную рыночную природу, нежели это было до крушения Бреттон-вудской системы и тем более во времена золотого стандарта, когда обменный курс валюты определялся ее золотым содержанием.

## 2.3. Международные валюты

### 2.3.1. Конкуренция между валютами

Деньги, как и товары, могут конкурировать друг с другом. Как уже отмечалось, в XVI в. это заметил английский банкир Т. Грешем, который вывел формулу: “плохие” деньги вытесняют из обращения “хорошие”. В отечественной истории классическим примером такого вытеснения явился медный бунт 1662 г. в Москве. Но есть факторы, которые Грешем не предусмотрел и которые заставляют его закон работать с точностью до наоборот. Итальянский экономист Константино Брешиани-Турони, автор первого крупного исследования о природе инфляции в Германии после Первой мировой войны, пришел к выводу, что “в условиях, характеризующихся большим недоверием к национальной валюте, принцип закона Грешэма превращается в свою противоположность, и *хорошие деньги вытесняют плохие*, а ценность последних постоянно падает”<sup>1</sup>. Ф. Хайек в книге “Частные деньги”, где он излагает свою идею отменить государственную монополию на эмиссию денег и широко обсуждает проблемы конкуренции денег, пишет, что к концу великой германской

<sup>1</sup> *Bresciani-Turroni*. The Economics of Inflation [1931]. L.: Allen & Unwin, 1937. P. 174. Цит. по: *Хайек Ф.А.* Цит. соч. С. 75.



инфляции закон Грешема был признан ошибочным. На самом деле “этот закон имеет место лишь в том случае, когда между различными видами денег установлен *фиксированный обменный курс*”<sup>1</sup>.

К аналогичному выводу автора привели другие наблюдения: долларизация в постперестроечной России. Она, в частности, показала, что “главным условием тезаврации “хороших” денег является их дефицит. Если же полноценные и неполноценные монеты/банкноты имеют одинаковый номинал и предложение первых не ограничено, вторые неизбежно теряют покупательную силу и/или вытесняются с рынка. Прямая аналогия с миром товаров”<sup>2</sup>.

Тезис о конкуренции между валютами был взят на вооружение представителями неолиберального (неоконсервативного) направления буржуазной политической экономии при разработке теории коллективной валюты. Если в рамках кейнсианской школы считалось, что наднациональная валюта должна представлять собой денежную единицу, созданную и регулируемую посредством широкого международного соглашения, краеугольным камнем неолиберальных теорий наднациональных денег является теория конкурентной валюты. Ее родоначальником считается Ф. Хайек, а наиболее известными сторонниками являются Б. Клейн и Г. Туллок в Великобритании и группа так называемых новых экономистов: Ж. Рибу, Ж.-П. Санти во Франции, а также Дж. Магниifico и Т. Падоа-Шиоппа в Италии<sup>3</sup>.

Кстати, существование теории конкурентной валюты косвенно свидетельствует о том, что и в понимании западных экономистов деньги – не просто социальная условность. Если деньги – лишь безликое мерило, между их видами не может быть конкуренции, как нет конкуренции между метрами и ярдами, литрами и галлонами. Тем более никто не ждет, что однажды исламские страны перейдут с лунного календаря на григорианский и станут вести счет годам не от переселения Мухаммеда в Медину, а от рождения Христова.

По свидетельству Хайека, до первой половины 70-х годов проблема конкуренции валют никогда серьезно не исследовалась. Первым шагом в этом направлении явилась статья Бенджамина

---

<sup>1</sup> Хайек Ф.А. Цит. соч. С. 75.

<sup>2</sup> Буторина О. России нужна валютная стратегия // Финансист. 2000. № 11–12. С. 63.

<sup>3</sup> См. Шмелев В.В. Цит. соч. С. 16–17. В настоящее время Падоа-Шиоппа является директором департамента в Европейском центральном банке.

Клейна<sup>1</sup>, сразу вслед за которой вышла книга Хайека. По убеждению автора, лучший способ внести дисциплину в деятельность государственных финансовых органов – предоставить всем законным банкам право выпускать собственные деньги. Тогда “любое отклонение с достойного пути выпуска честных денег сразу же будет приводить к быстрому вытеснению ненадежной валюты другими, более надежными”<sup>2</sup> (“валюты” здесь означают денежные единицы одной и той же страны, так как на протяжении всей книги, за немногими исключениями, речь идет о *национальных* денежно-кредитных отношениях). Другими словами, эмитент необеспеченных банкнот, в конце концов, понесет убытки, так как рационально мыслящие участники рынка сделают выбор не в пользу его денежных единиц.

Хайек обращает внимание на разницу между собственной ценностью денег и их полезностью для участников товарно-денежных отношений. “Говоря о различных видах денег, мы имеем ввиду денежные единицы разного наименования, ценность которых может взаимно колебаться. Эти колебания ценности нужно особо отметить, поскольку средства обмена могут отличаться между собой не только этим. Они могут также, даже будучи выражены в одной и той же денежной единице, сильно различаться по степени готовности к их приему (т. е. по степени ликвидности – того самого качества, которое и делает их деньгами) или по составу групп, соглашающихся их принимать. Это означает, что различные виды денег могут отличаться друг от друга более чем по одному признаку”<sup>3</sup>. Дальше он делает замечание, имеющее кардинальное значение для понимания современных процессов курсообразования и поведения международных валютных рынков. “Отличия разных видов денег друг от друга бывают двух разных, хотя и взаимосвязанных типов: во-первых, по степени готовности их принимать (ликвидность) и, во-вторых, по оценкам изменений их ценности (стабильность). Ожидания по параметру стабильности будут, очевидно, влиять на ликвидность денег того или иного вида, но в краткосрочной перспективе *ликвидность может оказаться важнее стабильности* (курсив мой. – О.Б.), или, переформулируя, готовность принимать

<sup>1</sup> Klein B. The Competitive Supply of Money // Journal of Money, Credit and Banking. 1975. № 6. Цит. по: Хайек Ф. Цит.соч. С. 48.

<sup>2</sup> Там же. С. 41.

<sup>3</sup> Там же. С. 96.

более стабильные деньги может по каким-то причинам быть ограничена довольно узким кругом людей”<sup>1</sup>.

Продолжая эту мысль, можно сделать два вывода. Во-первых, на денежном рынке, по аналогии с товарным, цена денежной единицы представляет собой сплав ее изначальной стоимости и полезности для участников рынка, т. е. олицетворяемого ею общественного труда и ликвидности. Без одного нет другого, как нет товара без стоимости или без потребительной стоимости<sup>2</sup>. Во-вторых, на денежном рынке могут действовать такие же закономерности, как и на товарном: эластичность<sup>3</sup> спроса на денежные активы по цене и качеству может быть очень разной. Участнику валютного рынка может оказаться выгоднее потратиться на конвертирование валюты “А” в валюту “Б” и, возможно, обратно, а также оплатить расходы по страхованию от валютных рисков, чем проводить операцию в валюте “А”, поскольку в валюте “Б” она совершается в более короткие сроки, приносит более высокую прибыль, связана с меньшими юридическими и операционными рисками и т.п. Такое же решение он примет, если в валюте “А” вообще не существует рынка тех финансовых инструментов, которыми он решил воспользоваться<sup>4</sup>. Делая выбор между валютами, инвестор будет руководствоваться соотношением цены и качества денежного актива, т. е. соотношением единицы полезных свойств на единицу его рыночной стоимости (в валютообменных операциях ею являются затраты на конвертирование), как в любых инвестиционных решениях оценка эффективности базируется на сопоставле-

---

1 Klein B. The Competitive Supply of Money // Journal of Money, Credit and Banking. 1975. № 6. Цит. по: Хайек Ф. Цит.соч. С. 99.

2 В первом случае это общедоступная ценность, как, например, воздух, а во втором – продукт труда, в котором не нуждается ни один из членов общества, кроме, возможно, самого производителя. Ни то, ни другое не является товаром.

3 Эластичность – процентное изменение какой-либо переменной, приходящееся на 1% изменения другой переменной.

4 Здесь уместно провести параллели с международными товарными рынками, где продвижение того или иного продукта в наше время зависит не столько от его цены, сколько от качества, т. е. потребительной стоимости. Снижение потребительских свойств только до известной степени удается компенсировать понижением цены. После определенного уровня даже незначительное понижение качества требует либо скачкообразного снижения цены, либо вообще делает продажу невозможной. Причем появление товаров с новым набором потребительских свойств ведет к моральному износу предыдущих версий и их полному вытеснению с рынка (это особенно хорошо прослеживается на рынке компьютеров и другой техники).

нии издержек и возможной прибыли (то, что в англоязычной литературе называется *cost-benefit analysis*).

В рамках одной денежной единицы существует разница в стоимости активов разной ликвидности. Так, индивидуум, храня деньги в наличной форме, не получает от этого никакой прибыли, зато имеет в своем распоряжении наиболее ликвидный из возможных актив. Положив их в банк на текущий счет, он уже получает определенный доход, зато и ликвидность его актива снижается. Срочный счет приносит еще больший доход при соответственно большей потере ликвидности. В СССР наличные и безналичные рубли на счетах предприятий имели при их официальном равенстве явно неодинаковую ликвидность. При переходе к рынку эта разница в цене активов проявилась открыто: обналичивание требовало значительных усилий и денежных затрат.

На международном валютном рынке, если две валюты имеют одинаковые для инвестора характеристики (например, доходность активов с учетом ожидаемого изменения курса), а их ликвидность неодинакова, очевидно, что спрос на более ликвидную валюту будет расти. Это может повлечь за собой как удорожание данной валюты, так и расширение сферы ее циркуляции. Последнее приводит к тому, что более ликвидные валюты начинают теснить менее ликвидные как в сфере международного обращения, так и на внутренних рынках.

Одним из ярких исторических примеров того, как “хорошие” деньги вытеснили “плохие”, является история баварского гульдена, который за несколько лет параллельного обращения с прусским талером утратил свои исконные рынки. Жертвой подобных обстоятельств легко становятся валюты небольших государств. С момента своего создания в 1904 г. Панама приняла доллар США в качестве национальной валюты. Собственных денег не имеют карликовые Монако, Лихтенштейн, Сан-Марино, Микронезия и некоторые другие страны. В 1921 г. с созданием экономического союза между Бельгией и Люксембургом люксембургский франк был привязан к бельгийскому в отношении 1:1. Бельгийские банкноты и монеты являлись законным средством платежа в Люксембурге, тогда как люксембургские денежные знаки не могли быть средством платежа в Бельгии<sup>1</sup>. Аналогичные системы имеют Камбоджа и Гаити.

---

<sup>1</sup> Золотухина Т. Интеграционные процессы в Европе: Введение единой валюты // Вопросы экономики. 2000. № 9. С. 122.

После тяжелейшего экономического, финансового и политического кризиса в Эквадоре с 2000 г. его национальная валюта – сукре – была заменена на американский доллар. Полным ходом идет долларизация в Аргентине (пережитая страной в конце 80-х – начале 90-х гг. гиперинфляция привела к введению режима валютной палаты и одновременному физическому вытеснению аргентинского песо из обращения). С января 2001 г. доллар стал законным платежным средством на территории Сальвадора, его национальная валюта – колон – будет постепенно выводиться из обращения. Следующей в этом списке может стать Гватемала. В декабре 2000 г. Конгресс разрешил параллельное хождение доллара и местной денежной единицы – кетсала. По прогнозам аналитиков, похожая судьба ожидает Коста-Рику. С ноября 2000 г. Черногория приступила к замене югославского динара на марку ФРГ (с 2002 г. ее роль перешла к евро), в Боснии евро официально обращаются параллельно с национальной валютой.

Помимо случаев полного, законодательно оформленного вытеснения одними валютами других, существует множество “мягких” вариантов этого явления. Например, в Канаде и Мексике доллары США широко используются не только во внешнеэкономических расчетах, но и во внутренних операциях между резидентами. Национальные деньги зачастую просачиваются в приграничные районы соседних стран, чьи валюты относительно менее ликвидны. Скажем, в австрийском Зальцбурге и других близких к немецкой границе городах до 1999 г. можно было беспрепятственно оплатить покупки марками ФРГ. В Белоруссии, особенно в восточных районах, в негосударственной торговле к оплате все еще принимаются российские рубли. Показательно, что эта практика была особенно широко распространена до 2000 г., когда в Белоруссии существовала множественность курсов, и официальный курс белорусского рубля имел очень мало общего с рыночным. По мере сближения официального и рыночного курсов привлекательность российской валюты как заменителя национальной убывала.

Вместе с тем разница в ликвидности по-прежнему очевидна: в Белоруссии в обменных пунктах российские рубли беспрепятственно можно поменять на белорусские, в России же наличные белорусские рубли принимаются крайне ограниченно. Такая же ситуация характерна для многих стран СНГ: российские рубли продаются и покупаются на биржах и межбанковских валютных рынках этих государств, тогда как их валюты не пользуются спросом в России. Так, Московская межбанковская валютная биржа из всех валют СНГ ве-

дет операции только с казахстанскими тенге и белорусскими рублями, притом крайне нерегулярно и совсем в небольших объемах. Наличные российские рубли легко обмениваются на национальные деньги в большинстве стран СНГ и Балтии, но денежные знаки этих стран принимаются в России единичными обменными пунктами и за весьма крупное вознаграждение. Например, 24 мая 2002 г. в московских обменных пунктах Белгородского акционерного социально-экономического банка курс покупки наличных долларов был на 0,03% ниже, чем курс их продажи, для евро это соотношение равнялось 2,3%. Для азербайджанского маната, литовского лита и латвийского лата оно составляло 7–13%; для эстонской кроны, белорусского рубля и украинской гривны – 19–20; для таджикского сомони, казахстанского тенге и армянского драма – 24–26; для киргизского сома – 32, узбекского сума – 43, а туркменского маната – 63%. Приведенные факты доказывают, что в зонах циркуляции валют существует ярко выраженная асимметрия, которая является следствием фактической дискриминации менее ликвидных валют.

Очень показательный, хотя и неявный, вариант вытеснения – появление огромной массы нефтедолларов вследствие резкого повышения цен на нефть в 70-е гг. Примечательно, что нефтеэкспортирующие государства не стали (да и не могли) конвертировать полученные от экспорта средства в отечественные валюты, ведь они были не в состоянии служить адекватным средством платежа и обращения в международной торговле и финансах, т. е. по своим денежным характеристикам не шли ни в какое сравнение с ключевыми международными валютами. Известный отечественный исследователь А.В. Аникин пишет: “Потоки “нефтяных” денег хлынули на счета Саудовской Аравии, Ирана, Венесуэлы, Кувейта и нескольких других небольших стран. Эти страны не в состоянии были в короткий срок использовать миллиарды для закупки полезных товаров, поэтому денежные потоки пошли как бы в обратном направлении – на мировые рынки ссудных капиталов. Огромная их часть осела в виде валютных (главным образом долларовых) резервов”. В 1979–1980 гг. цены на нефть, а вместе с ними и доходы стран ОПЕК снова выросли, между тем их размещение на международном рынке капиталов (рециклирование) становилось все более проблематичным<sup>1</sup>. Из-за узости внутренних финансовых рынков нефтедобы-

---

<sup>1</sup> Аникин А.В. Золото: Международный экономический аспект. М.: Международные отношения, 1988. С. 248.

вающие страны не смогли абсорбировать многомиллиардные поступления. Гигантский рост ВВП и экспорта почти не отразился на положении их денежных единиц в мировой валютной системе: уровень их интернационализации, несмотря на укрепление покупательной способности, остался очень невысоким.

Характерно, что в послевоенной Западной Европе, несмотря на расстройство денежного обращения, легальный внутренний оборот обслуживался только национальными деньгами. Значительно более ликвидная валюта США не допускалась на внутренний рынок. Доллары оставались дефицитом и по закону Грешема не могли служить средством обращения. Англия, единственная из всех, попыталась ввести конвертируемость в июле 1947 г. На ее примере хорошо видно, что случилось бы с европейскими валютами при неограниченном предложении долларов. Стремлению обменять фунты в доллары по курсу 4,03 не было предела. Через пять недель эксперимент пришлось прекратить: британские власти израсходовали на поддержание курса более 1 млрд долл.<sup>1</sup> Либерализация валютного режима при существенной разнице в покупательной силе и ликвидности фунта и доллара оказалась невозможной.

Большинство стран Европы перешли к полной конвертируемости только с 1959 г., после того как Европейский платежный союз выполнил свои задачи, и ликвидность национальных валют была восстановлена.

Под этим углом зрения события на российском валютном рынке в начале 90-х гг. выглядят вполне закономерными. В 1991–1992 гг. Россия полностью либерализовала валютный режим и ввела конвертируемость рубля<sup>2</sup>. В это же время были отпущены цены, и существовавший ранее дефицит товаров привел к всплеску цен. Но уже к концу 1992 г. товарный дефицит был преодолен, а инфляция и дальше продолжала набирать темп (табл. 2.2). С 1994 г. борьба с инфляцией была объявлена главным приоритетом правительственной политики макроэкономической стабилизации. В соответствии с требованиями МВФ Банк России прекратил финансирование бюджета путем прямого кредитования по льготной ставке. На вооружение был взят традиционный монетаристский

<sup>1</sup> Гилберт М. В поисках единой валютной системы. М., 1984. С. 106–107.

<sup>2</sup> Причем сначала внутреннюю (т. е. для резидентов), а потом – внешнюю (для нерезидентов), хотя в большинстве стран переход к обратимости осуществлялся в обратном порядке: сначала внешняя конвертируемость, а потом – внутренняя.

рецепт – контроль за ростом денежной массы. Отношение рублевой наличности к ВВП сократилось с 1993 по 1996 г. почти в два раза: с 22 до 13%. Однако инфляцию удалось подавить только к 1997 г. ценой резкого ухудшения инвестиционного климата и падения производства.

Таблица 2.2

**Рост потребительских цен и денежной массы в России  
в 1993–1999 гг., % к предыдущему году**

Год	Потребительские цены	Денежная масса (агрегат $M_2$ )	Отношение $M_2$ к ВВП, %
1993	875,0	347	22
1994	309,0	171	17
1995	197,4	112	14
1996	47,8	34	13
1997	14,7	30	15
1998	84,4	20	15
1999	36,6	57	13

*Источники:* Бюллетень банковской статистики за соответствующие годы.

Почему цены росли вопреки беспрецедентному сжатию денежной массы? Резкий переход к конвертируемости без развития соответствующей законодательной и нормативной базы привел к тому, что доллары США как более ликвидная валюта начали повсеместно вытеснять рубли из обращения. В условиях высокой инфляции доллары стали использоваться как средство накопления, как самый надежный и ликвидный актив. Таким образом, правительство в попытке противостоять инфляции перекрыло один источник предложения денег – рубли – и открыло новый, гораздо более обильный – иностранную валюту<sup>1</sup>.

Итак, более сильные и ликвидные валюты приобретают дополнительные сферы обращения, проникая в те сегменты денежных отношений, которые раньше обслуживались другими валютами. Это касается как внутренних, так и международных рынков. Рези-

<sup>1</sup> Butorina O. Implications of the Russian Crisis // Post-Communist Economies. L., 2000. Vol. 2, №. 4. P. 416.



денты выбирают для внутренних расчетов чужие деньги, когда те лучше выполняют свои функции, чем отечественные. Из-за гиперинфляции в Аргентине и Эквадоре песо и сукре не смогли быть *средством накопления*. Результат – долларизация внутренних расчетов. Частичная долларизация имеет место в России и многих других странах с переходной экономикой. Контракты на многие виды товаров (нефть, металлы, пиломатериалы, какао-бобы), как правило, заключаются в той валюте, в которой существуют мировые цены. И тогда национальные валюты продавца и покупателя бездействуют, поскольку не являются в данном случае *мерой стоимости*. Высоколиквидные валюты становятся главным *средством обращения* в мировых финансах, т. е. деньгами на рынках, где покупают и продают деньги других стран. Скажем, эстонскую крону легче обменять на болгарский лев через евро. Особенно удобен доллар: операции в нем проходят быстро, надежно и с минимальными издержками. Долларовые рынки высокоразвиты и обладают широчайшим спектром финансовых инструментов. Практически любая валюта, имеющая текущую рыночную котировку, может быть напрямую конвертирована в доллар. В результате там, где “перерабатывают” мощные валюты, “недорабатывают” слабые.

### 2.3.2. Интернационализация валют

Данный раздел построен следующим образом: сначала дается классификация валют по степени их интернационализации, потом систематизируются требования к международным валютам и в конце приводятся общие сведения о характерных чертах поведения доминирующей и ведущей валют.

В экономической литературе пока нет строгой классификации валют по масштабам их применения во внешнеэкономических отношениях. Такие определения валют, как “международная”, “мировая”, “ключевая”, “ведущая”, “лидирующая”, “доминирующая”, зачастую используются как синонимы, а вкладываемый в них смысл, как правило, зависит от автора и контекста. Вместе с тем в среде специалистов по международным валютно-финансовым проблемам данные характеристики постепенно трансформируются в термины и за ними закрепляются все более конкретные значения. В целях дальнейшего исследования необходимо прояснить содер-

жание терминов и составить классификацию валют по степени их интернационализации (рис. 2.3)

Первую, самую нижнюю ступень занимают *замкнутые, или неконвертируемые*, валюты. Ими являются денежные единицы тех стран, законодательства которых предусматривают ограничения практически по всем видам валютных операций. Советский рубль являлся классическим образцом замкнутой валюты.

Следующий уровень – *внутренние* валюты. Внутренней валютой может быть как частично конвертируемая, так и свободно конвертируемая валюта. Основная черта внутренней валюты состоит в том, что спрос на нее существует только на внутреннем рынке страны-эмитента<sup>1</sup>. Внутренняя валюта не участвует в обслуживании внешнеэкономических отношений эмитирующего государства, не используется для накопления частных и тем более государственных резервов других стран. Российский рубль – внутренняя валюта, как и валюты СНГ, государств Центральной и Восточной Европы, а также развивающихся стран. Внутренние валюты – наиболее многочисленная категория денежных единиц.

Иерархия валют, обращающихся на внешних рынках, может быть представлена следующим образом<sup>2</sup>.

*Международной* (international currency) является валюта, которая выполняет одну или несколько функций денег (меры стоимости, средства обращения или средства накопления) за пределами юрисдикции эмитирующего ее государства. Национальные деньги принимаются к оплате на территории страны в силу того, что государство

---

<sup>1</sup> В ограниченном объеме он может существовать и за пределами страны, однако лица, предъявляющие такой спрос, делают это, если у них есть необходимость потратить полученную валюту в стране-эмитенте. Например, в Финляндии в районах, граничащих с Россией, евро обмениваются на российские рубли.

<sup>2</sup> Текст составлен по: *Hartmann P. Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro.* Cambridge: Cambridge Univ.Press, 1998. P. 13–19; *Pineau G., Ruggiero G.P. The International Role of the Euro // EURO.* Brussels, 2000. № 50. P. 63–64; *Bergsten F.C. The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation.* In: Masson P.R., Krueger T.H., Turtelboom B.G. (eds.) *EMU and the International Monetary System /International Monetary Fund.* Wash., 1997. P. 21–25; *Bergsten F.C. The Dollar and the Euro // Foreign Affairs.* N.Y., 1997. Vol.76, № 4. P. 86. Авторы – ведущие в мире специалисты в области международного обращения валют. Ф.Бергстен – директор Института международной экономики, США; Пино Ж. – замдиректора Генерального директората по международным и европейским отношениям Европейского центрального банка, Хартманн Ф. – начальник отдела экономических и финансовых исследований ЕЦБ.

закрепляет за ними статус законного платежного средства. На международном уровне подобное волевое решение невозможно. Валюта может приниматься к оплате только в результате независимого решения или неформального соглашения хозяйствующих субъектов.



Рис. 2.3. Иерархия валют на мировых рынках

Выдвижение валюты на роль международной зависит от нескольких факторов. Главными из них являются: доверие иностранных инвесторов; наличие в стране, эмитирующей валюту, развитых финансовой и законодательной систем, действующих на рыночных принципах; размер национальной экономики; ее роль в международной торговле и степень либерализации финансового рынка<sup>1</sup>. Чтобы стать международной, валюта должна быть свободно конвертируемой. К обычным международным валютам относятся, например, шведская и норвежская кроны, канадский и австралийский доллары. До введения евро в эту группу входили: итальянская лира, финляндские марки, австрийские шиллинги, бельгийские франки, испанские песеты. В таких валютах заключаются внешнеторговые контракты, в них нерезиденты могут хранить сбережения. Однако объемы, в которых выполняются данные международные функции, очень невелики.

<sup>1</sup> Pineau G., Ruggiero G.P. Op. cit.

*Ключевая валюта* (key currency, currency) – валюта, выполняющая за рубежом несколько функций денег в масштабах, отличных от пренебрежимо малых. Понятие ключевой валюты близко к понятию резервной валюты, и они зачастую используются как синонимы. Но все-таки первое понятие шире, чем второе, хотя последнее более распространено. В настоящее время большинство из валют промышленно развитых стран обладают той или иной степенью международного применения. Однако только у немногих из них доля в объеме международных накоплений (инвалютных банковских активах или официальных резервах), а также в фактурировании мировой торговли или валютнообменных операциях превышает 1–2%. Например, канадский доллар и норвежская крона используются в международном обороте, но ключевыми валютами не являются. Встречающееся иногда определение “мировая валюта” (global money, global currency) по своему содержанию тождественно понятию “ключевая валюта”.

Способность валюты стать ключевой зависит от следующих факторов:

- размер ВВП и степень участия в мировой торговле (объем экспорта и его доля в ВВП);
- самодостаточность и независимость национальной экономики от внешнего влияния;
- отсутствие ограничений на движение капитала и валютные операции;
- значительный объем, глубина и ликвидность финансового рынка;
- значительный потенциал и стабильность национальной экономики и ее международных позиций<sup>1</sup>.

Ключевыми валютами сейчас являются: евро, японская иена, фунт стерлингов и швейцарский франк. До введения евро к ним относились немецкая марка, французский франк, голландский гульден.

*Доминирующая валюта* (dominant currency) – одна из валют, которая в международном обороте выполняет большинство функций денег в значительно более крупных масштабах, чем другие ключевые валюты. После Второй мировой войны доминирующей валютой уже в течение полувека является доллар США. До Первой мировой войны эту роль выполнял фунт стерлингов.

---

<sup>1</sup> Bergsten F.C. Op. cit.

*Ведущая* валюта (vehicle currency) – валюта, используемая в сделках, где для каждой из сторон данная валюта не является национальной. В отличие от понятий “международная”, “ключевая” и “доминирующая”, которые отражают масштаб использования валюты на внешнем рынке, понятие ведущей валюты связано не со сферой ее циркуляции, а с характером обращения<sup>1</sup>. Различают два вида ведущих валют: обслуживающих торговый и валютообменный оборот (trade vehicle, foreign exchange vehicle). Например, когда контракт на поставку российской нефти в Германию заключается в долларах США, последние выступают как ведущая внешнеторговая валюта. В начале 90-х гг. обмен датских крон на французские франки или голландские гульденy, как правило, совершался через немецкие марки, а обмен канадских долларов на швейцарские франки – через доллары США<sup>2</sup>. В этих валютообменных операциях марки и доллары являлись ведущими денежными единицами.

Строго говоря, ведущей может быть любая валюта. Так, если резиденты одной страны используют иностранную валюту для внутренних платежей, то данная валюта выступает в роли ведущей, т. е. валюты-посредника или валюты-заменителя национальных денег (как, например, российские рубли в Белоруссии). Однако на практике валюта становится ведущей в значимых масштабах, только когда она является ключевой. Ведущая валюта в этом узком смысле слова (в котором здесь и далее будет употребляться данный термин) расположена в иерархии валют выше ключевой. Ведь валюта становится ключевой, как только она попадает в официальные резервы иностранных государств, а чтобы стать ведущей, операторы третьих стран должны признать ее более удобным средством обращения, нежели национальные деньги. Первый из этих шагов да-

---

<sup>1</sup> В русскоязычной экономической литературе с термином “vehicle currency” из-за лингвистических трудностей происходит некоторая путаница. Он переводится и как “ключевая валюта”, и как “ведущая валюта”. Причем в последнем случае из контекста зачастую не явствует, использовано ли слово “ведущая” как термин или как синоним к словам “значимая”, “лидирующая”. В качестве альтернативных вариантов перевода можно предложить такие, как “валюта-посредник”, “валюта-проводник” или “валюта-провайдер”.

<sup>2</sup> Denmark's Nationalbank, Survey of the Danish foreign-exchange market, April 1992, Denmark's Nationalbank Monetary Review, November 1992. Цит. по: *Hartmann P.* Foreign Exchange Vehicles before and after EMU: From Dollar/Mark to Dollar/Euro? In: *Welfens P.J.J.* (ed.). Op. cit., p.134–136.

ется легче, чем второй, о чем будет сказано чуть позже. Не всякая ключевая валюта является ведущей. Кроме доллара США ведущими валютам на региональном уровне выступают евро, английские фунты стерлингов и японские иены. До введения евро ими были немецкие марки и французские франки. Как видно, всякая ведущая валюта является ключевой.

Следует обратить внимание на то, что приведенная классификация построена по принципу сужения понятий (выражаясь разговорным языком, его можно назвать “принцип матрешки”). Действительно, доминирующая валюта обязательно является и ведущей, и ключевой, и международной. Точно так же ключевая валюта обязательно является международной, а замкнутая – внутренней. Обратные утверждения неверны.

Если свести воедино и систематизировать перечисленные выше требования к международным валютам, получаются интересные результаты (табл. 2.3). Чтобы валюта вышла за национальные границы, одновременно должны выполняться три группы условий: в отношении размеров национальной экономики, степени развития рыночных отношений и открытости экономики. Ключевым из них и независимым от национальной политики является достаточный размер страны и ее ВВП. Валюты маленьких стран по определению не могут быть международными: на внешних рынках нет условий для формирования спроса на такие деньги. Кроме того, страна должна иметь рыночную экономику с соответствующими ей финансовыми рынками и законодательной системой.

Институциональными критериями открытости являются: либеральный режим движения капиталов и отсутствие валютных ограничений – это требования “порогового” характера. Наличие достаточного экспортного потенциала и соответственно активное участие в мировой торговле – обязательная предпосылка выхода валюты на внешний рынок. Низкие темпы инфляции и отсутствие крупной задолженности по расчетам с зарубежными странами необходимы для того, чтобы завоевать доверие иностранных пользователей валюты. Характерно, что, когда валюта становится ключевой или доминирующей, степень требовательности к двум последним параметрам не только не возрастает, но и порой снижается. Так, периоды высокой инфляции в США не подорвали позиций доллара, как до 2000 г. не влиял на них и хронический дефицит по текущим операциям.

Таблица 2.3

## Требования к международным валютам

Показатель	Международная валюта	Ключевая валюта	Доминирующая валюта
<b>Экономика</b>			
Размер ВВП		++	+++
Доля в мировой торговле	+	++	+++
Открытость <sup>d</sup>	+	+	+
Стабильность <sup>e</sup>	+	+	+
Баланс внешних расчетов	+	+	
Устойчивость к влиянию извне	+	+	+
Потенциал роста	-	+	+
<b>Финансовые рынки</b>			
Ширина <sup>a</sup>	+	++	+++
Глубина <sup>b</sup>	+	++	+++
Ликвидность <sup>c</sup>	+	++	+++
Свобода движения капиталов	✓	✓✓	✓✓
Отсутствие валютных ограничений	✓	✓✓	✓✓
<b>Законодательная система</b>			
Развитая	✓	✓	✓
Рыночная	✓	✓	✓

Условные обозначения:

“+” – показатель имеет значение;

“++” – показатель имеет большое значение;

“+++” – показатель имеет решающее значение;

“✓” – требование должно выполняться;

“✓✓” – требование должно выполняться в максимальном объеме.

<sup>a</sup> “Ширина” рынка – доля акций, участвующих в движении рыночной конъюнктуры. (Большой считается такая “ширина” рынка, когда 2/3 всех котирующихся на бирже акций в течение торговой сессии участвуют в однонаправленном движении курса на рынке, например в подъеме. Рыночные тенденции на “широком” рынке являются более значительными и продолжительными, чем на “нешироком”.) “Ширина” рынка связана с его интегрированностью.

<sup>b</sup> “Глубина” рынка – показатель степени, до которой рынок может абсорбировать покупки и продажи без значительного изменения цен. “Глубина” рынка зависит от его объема.

<sup>c</sup> Ликвидность рынка – высокий уровень активности торговли, достаточное число покупателей и продавцов, устойчивость к резкому колебанию цен на активы.

<sup>d</sup> Доля экспорта и импорта товаров и услуг в ВВП.

<sup>e</sup> Ценовая стабильность (низкие темпы инфляции) и макроэкономическая стабильность.

Дальнейшее восхождение валюты по лестнице международного признания зависит от двух основных параметров: мощи национальной экономики и развития финансовых рынков. Для ключевой валюты нужно, чтобы экономика имела достаточный вес не только по сравнению с другими странами, но и в мировых масштабах. От этого зависят размеры внешнеторговых потоков и самодостаточность национального хозяйства, его способность противостоять колебаниям конъюнктуры на внешних рынках.

Другими словами, ключевая валюта более устойчива и имеет более солидный экономический фундамент, нежели обычная международная валюта. Чтобы валюта стала ключевой, она должна стать резервной, а для этого инвесторы должны быть уверены в *долгосрочных* перспективах, в том, что экономика данного государства имеет большой “запас прочности”. Дополнительные требования: полнейшая либерализация движения капиталов и валютного режима. На данном этапе (вернее, в последней его части) валюта приобретает функции ведущей, т. е. начинает обслуживать не только свой внешнеэкономический оборот, но и оборот третьих стран.

Доминирующую валюту от ключевой отделяют две характеристики: масштаб экономики, а также объем и качество финансовых рынков. История доминирующих валют – это история крупнейших мировых держав (табл. 2.4). Утрата мирового экономического лидерства всегда сопровождалась потерей финансового главенства, и наоборот: глобальное превосходство неизменно означало и возвышение национальной валюты.

В современных условиях, чтобы валюта стала доминирующей, национальные финансовые рынки должны быть не просто высокоразвитыми. Степень их широты, глубины и ликвидности должна быть самой высокой в мире. В противном случае транзакционные издержки по операциям с данной валютой не будут минимальными, что вызовет перемещение огромной массы нетоварных операций на другие валютные рынки (подробнее об этом будет говориться в разделе, посвященном ведущей валюте). Высокая гомогенность и интегрированность финансовых рынков превращаются в решающий фактор.

Теперь, когда мы рассмотрели требования к международным валютам, выделим некоторые особенности их поведения на международных валютных рынках. Применительно к доминирующим валютам Манделл пишет, что генеральная линия поведения той



Таблица 2.4

## Доминирующие мировые валюты

Валюта	Период
Византийская золотая монета (номисма)	V–VII в.
Арабский динар	VIII–XII в.
Флорентийский флорин	XII–XIV в.
Венецианский дукат	XV в.
Голландский гульден	XVII–XVIII в.
Фунт стерлингов	Конец XVIII в. – до Второй мировой войны
Доллар США	После Второй мировой войны

*Источник:* Hartmann P. Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro. Cambridge: Cambridge Univ.Press, 1998. P. 30.

страны, валюта которой лидирует в мире, заключается в противодействии любым переменам, поскольку реформа международной валютной системы “может только ограничить ее способность господствовать”. Напротив, потенциальные соперники добиваются такой реформы, чтобы получить свою долю влияния. На основе имеющегося исторического опыта он выводит несколько общих правил<sup>1</sup>:

- страна-лидер может эффективно пресечь реализацию альтернативных вариантов устройства валютной системы;
- она противодействует реформам;
- в переходный период она то устраняется от лидерства, то делает попытки восстановить его;
- ее соперники способствуют реформе, особенно в переходный период;
- мелкие страны пассивно принимают валютное лидерство доминирующей державы;
- международная валютная система развивается эволюционно, а не революционно, крупные перемены предсказуемы, поскольку им предшествуют “предупредительные сигналы”;

<sup>1</sup> Mundell R. EMU and the International Monetary System: A Transatlantic Perspective // Oesterreichische Nationalbank Working Papers. Vienna, 1993. № 13. P. 16–20.

- резервные валюты являются сильными в начальный период могущества, тогда они в дефиците; свой путь они заканчивают слабыми и избыточными;
- страны-лидеры не идут на компромиссы в вопросах, где национальные интересы противоречат интересам мирового сообщества.

В подтверждение своих выводов Манделл приводит перечень фактов из истории международных денежно-кредитных отношений. Вот некоторые из них. Предложения о реформе международной валютной системы, выдвигавшиеся на международных конгрессах в XIX в., были отвергнуты Великобританией – ведущей державой того времени. Эти форумы финансировались в основном Францией – бывшей державой времен биметаллизма и Соединенными Штатами – восходившей сверхдержавой. В 1931 г. Великобритания сознательно покинула международную валютную систему, когда стало ясно, что утрачен контроль над ней. В 1933 г. на Всемирной экономической конференции Великобритания и особенно Франция настоятельно предлагали Соединенным Штатам объединить усилия для восстановления золотого стандарта, однако последние не стали брать на себя новых международных обязательств: американская делегация удалилась с конференции. Британия, теперь уже не будучи сверхдержавой, выдвинула план введения общемировой валюты (“банкор”) – аналогичный тем, которые она сама отвергала до войны. На сей раз идею отвергли Соединенные Штаты.

США воспользовались предоставляемым ст. IV Устава МВФ правом формировать официальные резервы за счет золота. Таким образом они избавились от необходимости проводить валютные интервенции, переложив это бремя, а заодно и обязанность уравнивать платежные балансы на другие страны. Мелкие страны охотно ратифицировали Бреттон-вудские соглашения, хотя они практически не участвовали в разработке и согласовании их условий. Франция, играющая ведущую роль в валютных отношениях Западной Африки и бывшая мировая сверхдержава, оспорила лидерство США, предложив вернуться к полномасштабному золотому стандарту. США, как и в случае с английским “банкором”, наложили вето на французское предложение.

США одобрили создание СДР, поскольку золотое обеспечение этой расчетной единицы делало ее заменителем золота, а не

долларов, на которых строилась новая международная валютная система. В августе 1971 г., когда Соединенные Штаты больше не могли контролировать ситуацию в условиях золотодевизного стандарта, они отrekliсь от него<sup>1</sup>. По Смитсоновскому соглашению 1971 г. США согласились девальвировать доллар, поскольку тот уже не мог обмениваться на золото; система, установленная этим Соглашением, была системой нефиксированного долларового стандарта. Когда в 1973 г. СДР были лишены золотого содержания, что делало их потенциальными конкурентами доллара, США стали игнорировать СДР, и они так никогда не приобрели веса в международной валютной системе<sup>2</sup>.

Понятие ведущей валюты и соответствующая теоретическая база возникли на рубеже 60–70-х гг. Одной из первых публикаций на эту тему была теперь повсеместно цитируемая статья американского экономиста Александра Свободы “Ведущие валюты и валютный рынок: пример доллара”<sup>3</sup>. В валютнообменных операциях ведущая валюта, по мысли Свободы, является не чем иным, как средством обращения. На валютном рынке может существовать ситуация, аналогичная бартерной торговле на товарном рынке, когда одна валюта напрямую меняется на другую. Но тогда возникает проблема стыковки потребностей продавца и покупателя. Если же две участвующие в сделке валюты не меняются напрямую одна на другую, тогда купля-продажа осуществляется через валюту, выступающую всеобщим платежным средством.

Из более поздних работ следует назвать статьи Стэнли Блэка “Трансакционные издержки и ведущие валюты” и Джорджа Тавласа “Международное использование валют: немецкая марка”. Блэк говорит, что ведущая валюта появляется там, где обмен одной валюты на другую через третью обходится дешевле, чем напрямую. Тав-

---

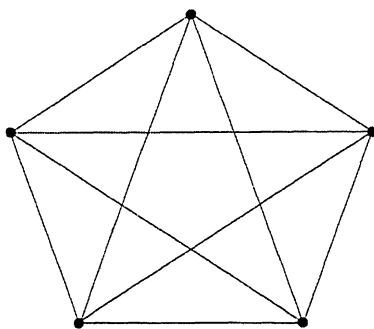
<sup>1</sup> “Из фонограмм Белого дома известно, что президенту Никсону было глубоко безразлично (он выразил это абсолютно непечатными словами), что будет с лирой. Очевидно, ему было весьма безразлично, что будет с долларом”, – комментирует эти события М. Гилберт. И далее: “Валютно-кредитную систему, действовавшую в период 1946–1971 гг., часто называют бреттон-вудской системой. ... вернее было назвать эту систему золото-долларовым стандартом, так как в ее основе лежала обратимость доллара в золото”. *Гилберт М.* Цит.соч. С. 79–80.

<sup>2</sup> *Mundell R.* Op. cit.

<sup>3</sup> *Swoboda A.* Vehicle currencies and the foreign exchange market: the case of the dollar. In: *Aliber R.* (ed.). *The International Market for Foreign Exchange.* N. Y.: Praeger, 1969. P. 30–40.

лас замечает, что на ведущую валюту начинает работать эффект масштаба: чем больше проводится в ней операций, тем сильнее становятся ее позиции<sup>1</sup>.

Среди теоретических работ последнего времени наиболее всесторонней и глубокой является книга немецкого экономиста Филиппа Хартманна “Конкуренция между валютами и валютные рынки: доллар, иена, евро”<sup>2</sup>. Автор пишет, что, поскольку фирмы, как правило, сами не занимаются валютнообменными сделками, а поручают их банкам, формируется межбанковский валютный рынок. На нем банки могут быстро купить иностранные валюты, требующиеся их клиентам для исполнения внешнеторговых контрактов, а также для операций на международном кредитном и фондовом рынке. Межбанковский валютный рынок может быть организован по-разному. В одном крайнем случае для каждой пары валют существует ликвидный межбанковский рынок, это вариант валютнообменного бартера (рис. 2.4)<sup>3</sup>.



**Рис. 2.4. Межбанковский валютный рынок, организованный на принципах бартера:** точки на рисунке – валюты, а соединяющие их отрезки – активно действующие межбанковские рынки

В другом крайнем случае существует только одна валюта с ликвидным рынком по отношению ко всем остальным валютам, тог-

<sup>1</sup> *Black S.W.* Transaction Costs and Vehicle Currencies; *Tavlas G.S.* International Use of the Currencies: The Deutsche Mark. In: *Frenkel J.A., Goldstein M.* Functioning of the International Monetary System. Vol.2. IMF. Wash. 1991. P. 789–850.

<sup>2</sup> *Hartmann P.* Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro. Cambridge: Cambridge Univ.Press, 1998.

<sup>3</sup> *Ibid.* P. 16.

да как рынки всех остальных пар валют неликвидны (рис. 2.5). В нашем примере единственной ведущей валютой является доллар – он служит всеобщим средством обращения. При таком положении вещей владелец, скажем, английских фунтов, чтобы поменять их на немецкие марки, сначала должен купить доллары за фунты, а потом продать их за марки. На валютном рынке, так же как и на товарном, ведущая валюта является удобным средством обращения, с той лишь разницей, что поставка ведущей валюты осуществляется практически сразу после заявки<sup>1</sup>.

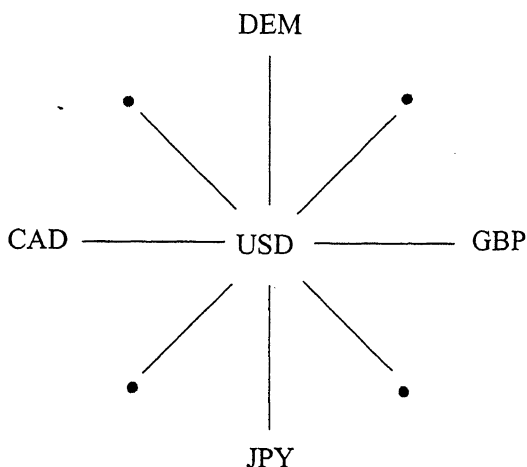


Рис. 2.5. Межбанковский валютный рынок, организованный на принципах “полной монетизации” с использованием единственной ведущей валюты: DEM – немецкие марки, CAD – канадские доллары, USD – доллары США, GBP – фунты стерлингов, JPY – японские иены

Отношение рынка к ведущим валютам формируется на основе двух противоположно направленных тенденций. С одной стороны, использование валюты как средства обращения, способствует централизации расчетов. Так же как и в обычном производстве, экономия на издержках достигается за счет увеличения

<sup>1</sup> Hartmann P. Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro. Cambridge: Cambridge Univ.Press, 1998. С. 17.

масштабов: чем больше объем торговли той или иной валютой, тем более ликвиден ее рынок и тем меньше конверсионные издержки. С другой стороны, международные валюты являются и средством накопления. Эта функция, напротив, требует диверсификации валютной структуры сбережений. “Не класть яйца в одну корзину” – основной и самый простой способ уберечь резервы от обесценения<sup>1</sup>. К нему, в частности, стали активно прибегать страны – экспортеры нефти во второй половине 70-х гг., когда курс доллара пошел вниз.

На основе эконометрического анализа данных о разнице между курсом покупки и курсом продажи (называемой “маржа” или “спрэд”) более двадцати пар валют, сделки с которыми осуществлялись через систему Рейтер в течение 1989 и 1992 гг., Хартманн эмпирически подтверждает широко распространенное в экономической литературе положение о наличии обратно пропорциональной зависимости между объемом торговли той или иной валютой и величиной спреда. Он показывает, что эта зависимость действует в долгосрочной перспективе, в краткосрочном плане ее могут нарушить конъюнктурные факторы. Условием сокращения спреда с нарастанием объемов торговли является краткосрочная устойчивость обменного курса, т. е. его низкая волатильность. Неодинаковая волатильность ключевых валют в разные периоды времени, а также неодинаковые показатели инфляции вкупе с тенденцией к диверсификации инвестиционного портфеля создают условия для существования дву- или трехполярного валютного рынка, т. е. равновесия при наличии двух или трех ведущих валют<sup>2</sup>.

В первом случае при строго биполярной организации рынка (рис. 2.6). каждая из неведущих валют обменивается только на “свою” ведущую валюту и через нее на денежные единицы, входящие в зону “чужой” ведущей валюты. Это чисто теоретическая схема. Во втором случае каждая из обычных валют обменивается на доминирующую (ведущая В1), и для большинства валют также существуют ликвидные рынки сделок с ведущей В2. Подобная конструкция может на практике возникнуть в будущем на базе доллара и евро.

<sup>1</sup> *Hartmann P. Currency Competition... P. 19.*

<sup>2</sup> *Ibid. P. 64–65, 132–163.*

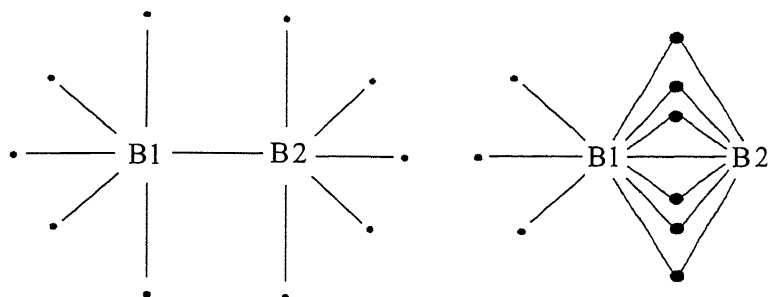


Рис. 2.6. Строго биполярный валютный рынок (слева) и вариант амбивалентного валютного рынка с двумя ведущими валютами (справа):  
B1, B2 – ведущие валюты

## 2.4. Валютная асимметрия

В течение XX в. механизм формирования международных валютных рынков качественным образом изменился. До Первой мировой войны золотой стандарт существовал в своей классической форме – золотомонетного стандарта. Для него были характерны: исчисление цен товаров в золоте, обращение золотых монет и их неограниченная чеканка государственными монетными дворами для любых владельцев, свободный обмен кредитных денег на золотые монеты по номиналу, свободный вывоз и ввоз золота, обращение на внутреннем рынке неполноценной разменной монеты и государственных бумажных денег с принудительным курсом. Если внутренний оборот обслуживался и золотом, и бумажными деньгами, во внешнем обороте окончательные расчеты проводились исключительно в золоте. В условиях, когда путь только что отчеканенных монет неизменно вел к плавильному тигелю, экспортерам и импортерам, по большому счету, было все равно, какая валюта стояла за оговоренным в контракте количеством золота.

В годы Первой мировой войны во всех воевавших странах (кроме США) золотые монеты ушли из обращения. После войны одни страны, например Великобритания и Франция, установили золотослитковый стандарт: их центральные банки обменивали банкноты только на золотые слитки стандартного веса – около 12,5 кг. Другие ввели золотодевизный стандарт, при котором центральные банки обменивали национальные деньги не на золото, а на валюту

стран золотослиткового стандарта. Это положило начало фактическому неравенству валют на внешних рынках. Странам золотодевизного стандарта, чтобы поддерживать разменность отечественной валюты, требовались значительные валютные резервы. Если до войны практически единственной резервной валютой был фунт стерлингов, в промежутке между войнами его сильным конкурентом стал американский доллар.

В результате мирового экономического кризиса 1929–1933 гг. золотой стандарт был отменен во всех странах, в США золотые монеты обращались до 1934 г. К началу Второй мировой войны ни в одной стране, кроме Соединенных Штатов, банкноты не обменивались на благородный металл, причем они обмен долларов на золотые слитки производили только официальным органам иностранных государств<sup>1</sup>. Таким образом, в ходе Первой мировой войны золото было фактически, а в тридцатые годы полностью вытеснено из внутреннего обращения, которое стало целиком обслуживаться неразменными бумажными деньгами. Однако во внешних расчетах связь денег с золотом, пусть в искаженном виде, продолжала сохраняться. Возникшая после Второй мировой войны Бреттон-вудская валютная система поставила доллар в исключительное положение: ни одна другая валюта больше не обменивалась на золото. Это обеспечило доллару всеобщую востребованность, что дало ему громадное стратегическое преимущество и поставило остальные валюты в подчиненное положение.

Крах Бреттон-вудской системы в начале 70-х гг. разорвал последнюю нить, связывавшую бумажные деньги с их товарной формой, вещественным содержанием. Так был совершен окончательный перевод внешних расчетов на неразменные бумажные деньги. В 80–90-е гг. на фоне стремительного развития электронных технологий резко возросли масштабы и ликвидность международных фондовых и валютных рынков. Эти рынки превратились в самостоятельный (и действующий по собственным законам) сегмент международного бизнеса, оборот которого теперь на порядок превышает оборот международной торговли товарами и услугами. Таким образом, всего за двадцать лет с международными валютными отношениями произошли две крупнейшие метаморфозы, в корне изменившие их сущность, а именно: 1) валюты на внешних рынках ут-

---

<sup>1</sup> См.: Финансово-кредитный словарь / Под ред. *Гарбузова В.Ф.* М.: Финансы и статистика, 1999. Т. 1. С. 442–443; *Аникин А.В.* Цит. соч. С. 231.



ратили всякую связь с вещественным содержанием и 2) ликвидность валюты стала для иностранных операторов гораздо более ценным свойством, чем способность обмениваться на товары. В результате к концу XX в. сложилась очень жесткая иерархия валют. Между внутренними и международными валютами, а тем более резервными, пролегла пропасть.

### 2.4.1. Международные функции валют и сферы их обращения

В последнее время в западной экономической науке сложилось устойчивое представление о том, какие функции являются атрибутами международной валюты. Помещенная ниже табл. 2.5 с теми или иными модификациями воспроизводится во многих работах по данной тематике.

Таблица 2.5

#### Функции международной валюты

Функции денег	Частное использование	Государственное использование
Средство обращения и платежа*	Валюта платежа по внешней торговле; внутренний оборот других стран; валютнообменные сделки	Валюта интервенций, платежи по кредитам
Мера стоимости	Валюта цены во внешнеторговых контрактах	Валюта привязки
Средство накопления	Частные инвестиции	Резервная валюта

\* Во многих западных источниках функции денег как средства платежа и средства обращения объединяются в одну под тем или другим названием.

*Источники:* Alogoskoufis G., Portes R. The Euro, the Dollar, and the International Monetary System. In: Masson P.R., Krueger T.H., Turtelboom B.G. (eds.). EMU and the International Monetary System /IMF. 1997. P. 58–68; Hartmann P. Currency Competition... P.14; Krugmann P.R. Currencies and Crisis. Cambridge, 1997.

Нетрудно заметить, что международные функции валюты тесно связаны друг с другом, расширение одной из них “тянет” за собой расширение других, и наоборот. Накопление резервов в той

или иной валюте означает, что в ней же проводятся интервенции. Привязка национальной валюты, например, к доллару или евро влечет за собой их государственное использование как средств накопления и платежа. Поскольку мировые цены на многие виды сырья устанавливаются в долларах США, последние, как правило, являются валютой платежа при поставке данных товаров и, в конечном счете, становятся средством накопления для стран-экспортеров. Спрос на ценные бумаги, номинированные в той или иной валюте (здесь она выступает как средство накопления), создает спрос на нее на валютнообменном рынке (средство обращения).

Используя табл. 2.5 и классификацию статей платежного баланса, можно составить наглядную картину сфер обращения национальной валюты (табл. 2.6). Полноценное выполнение валютой той или иной страны своих внутренних и внешних функций (и соответственно ее равноправное, недискриминационное положение среди других валют) в нашем исходящем из здравого смысла допущении предполагает, что она обслуживает: 1) весь внутренний оборот эмитирующего государства и 2) половину его внешнеэкономических расчетов (условно экспорт товаров и услуг). В современном мире эти условия в подавляющем большинстве случаев не выполняются априори. Первое из-за того, что в странах со свободно конвертируемой валютой часть внутренних сбережений приходится на иностранные активы (сектор *A 1.2*). Второе заведомо не может быть выполнено уже потому, что национальная валюта не используется для накопления официальных резервов, а также в качестве валюты-якоря и валюты интервенций (секторы *A 2.1*, *D 2.1*, *C 2.1*).

Сложившиеся традиции международного кредитования, согласно которым подавляющая часть займов выдается в долларах США и нескольких других резервных валютах, а также деление стран на нетто-кредиторов и нетто-заемщиков делают практически невозможным обслуживание национальной валютой половины операций по государственному кредитованию и помощи (сектор *B 2.1*). Явно неодинаковая глубина и ликвидность фондовых рынков различных стран приводит к тому, что спрос со стороны нерезидентов на активы в отечественной валюте не совпадает по объему со спросом отечественных инвесторов на активы в иностранной валюте (сектор *B 2.2*). То, что мировые цены на сырье и другие однородные товары существуют в одной, редко – в двух валютах, приводит к вытеснению денежных единиц стран-экспортеров из обслуживания

соответствующих внешнеторговых сделок (секторы *C 2.2* и *D 2.2*). Поскольку для большинства пар валют не существует ликвидного межбанковского рынка, валютнообменные сделки ведутся через ведущие валюты. Это вкупе с широким распространением спекулятивных валютнообменных сделок и операций с производными инструментами валютного рынка (которые почти всегда содержат куплю или продажу ключевой валюты) приводит к существенному сокращению доли неключевых валют в обслуживании валютнообменных сделок (сектор *C 2.2*).

Раз во внутреннем обороте отечественная валюта почти всегда “отдает” иностранным часть своей зоны циркуляции (частные активы в иностранных валютах), естественно предположить, что для соблюдения баланса необходима соответствующая “уступка” со стороны зарубежных валют. Именно так (или почти так) обстоит дело в развитых промышленных странах. Часть их внутренних банковских активов приходится на иностранные валюты, тогда как национальная валюта присутствует в банковских активах за рубежом (сектор *A 4.2*). Такое вытеснение называют симметричным (*symmetric currency substitution*). Скажем, в Японии некоторая доля банковских депозитов номинирована в евро, а в зоне евро – в японских иенах. Для развивающихся стран и стран с переходной экономикой характерно асимметричное вытеснение национальной валюты (*asymmetric currency substitution*) как из сферы внутреннего накопления, так и из сферы внутреннего обращения (уровень 1.2), поскольку иностранная валюта часто становится параллельным средством обращения и мерой стоимости<sup>1</sup>.

Если национальная валюта не может обслуживать половину внешнеэкономических расчетов страны-эмитента, теоретически компенсировать это изъятие можно за счет соответствующего проникновения во внешние или внутренние расчеты третьих стран. Например, если часть официальных резервов и внешних платежей Германии приходится на японские иены, то и часть государственных резервов и внешних платежей Японии должна приходиться на евро. Однако подобная компенсация лишь отчасти возможна для стран с ключевыми валютами и невозможна для остальных стран. В России значительная часть банковских депозитов и наличных сбережений приходится на доллары США, но американцы не имеют сбережений в российских рублях. В отношении официальных резервов асиммет-

<sup>1</sup> *Hartmann P. Currency Competition... P.15.*

Таблица 2.6

## Сферы обращения национальной валюты

Сферы		Средство накопления (A)	Средство платежа (B)	Средство обращения (C)	Мера стоимости (D)
Внутреннее обращение страны-эмитента (1)	Государственное использование (1.1)	Государственные фонды	Платежи по внутреннему долгу	Операции госбюджета	Официальная статистика, исчисление госбюджета
	Частное использование (1.2)	Безналичные и наличные сбережения, внутренние инвестиции	Платежи по коммерческим кредитам, доход по ценным бумагам	Внутренний оптовый и розничный оборот, сделки между физическими лицами	Валюта цены во внутренних сделках
Внешне-экономические связи эмитента (2)	Государственное использование (2.1)	Официальные резервы	Иностранная помощь и внешние долги*	Валюта интервенций	Валюта привязки, статистика внешнеэкономических связей (ВЭС), таможенный тариф
	Частное использование (2.2)	Трансграничные вклады и инвестиции	Трансграничные переводы, платежи по ценным бумагам и коммерческим кредитам	Внешняя торговля, валютные сделки	Валюта контрактов во внешней торговле
Внешнеэкономические связи других стран (3)	Государственное использование (3.1)	Официальные резервы	Иностранная помощь, внешний долг	Валюта интервенций	Валюта привязки, статистика ВЭС, таможенный тариф

Продолжение табл. 2.6

Сферы		Средство накопления (A)	Средство платежа (B)	Средство обращения (C)	Мера стоимости (D)
Внешнеэкономические связи других стран (3)	Частное использование (3.2)	Трансграничные вклады и инвестиции	Трансграничные переводы, платежи по ценным бумагам и коммерческим кредитам	Внешняя торговля, валютнообменные сделки	Валюта контрактов во внешней торговле
Внутреннее обращение других стран (4)	Государственное использование (4.1)	Государственные фонды	Платежи по внутреннему долгу	Операции госбюджета	Официальная статистика, исчисление госбюджета
	Частное использование (4.2)	Безналичные и наличные сбережения, инвестиции внутри страны	Платежи по коммерческим кредитам, доход по ценным бумагам	Внутренний оптовый и розничный оборот, сделки между физическими лицами	Валюта цены во внутренних сделках

\* Помощь иностранным государствам и от иностранных государств, долги и кредиты иностранным государствам.

рия заложена и увековечена уже тем, что почти все государства имеют накопления в американских долларах, тогда как США – очень небольшие резервы в иностранных валютах – менее 60 млрд. долл.

Теперь посмотрим, как выглядят зоны циркуляции валют с разной степенью интернационализации. Замкнутая валюта обращается только внутри страны (уровень 1), причем она целиком контролирует данную сферу, поскольку вклады резидентов в иностранных валютах запрещены (отсутствует вытеснение в секторе A 1.2). В обслуживании внешнеэкономических отношений отечественная валюта не участвует, при этом несколько их секторов вообще не существуют. Так, замкнутая валюта не привязывается к иностранной и денежные власти не проводят интервенций (секторы D 2.1 и C 2.1). Частным лицам не разрешены трансграничные вклады, инвестиции, переводы

и операции с фондовыми активами (секторы *A 2.2* и *B 2.2*). Монополия на внешнеэкономическую деятельность ограничивает размеры трансграничного коммерческого кредитования и сводит к минимуму спекулятивные валютнообменные сделки (секторы *B 2.2* и *C 2.2*).

Частично и свободно конвертируемая внутренняя валюта также обращается лишь внутри страны (уровень 1), на нее не существует спроса за границей. Для страны с внутренней валютой и либеральным режимом движения капиталов характерна еще большая валютная асимметрия, чем для стран с замкнутой валютой. Во-первых, более ликвидные иностранные валюты, как правило, активно проникают в ее внутреннее обращение (уровень 1.2), а во-вторых, в ее внешнеэкономических связях образуются и расширяются те сегменты, которые отсутствуют или сжаты при замкнутой валюте (секторы *C 2.1*, *D 2.1*, *A 2.2*, *B 2.2*, *C 2.2*). Отечественный исследователь С.М. Борисов пишет по этому поводу: “Если ограничить понимание конвертируемости той или иной степенью свободы обмена одной денежной единицы на другую, то ... российский рубль по сравнению с “замкнутым” советским рублем выглядит, безусловно, предпочтительнее. Но если... видеть в обратимости ... подлинную конвертабельность, т.е. проявление особого свойства национальных денег, позволяющего полноправно и полнокровно участвовать в международном разделении труда, то напрашиваются иные оценки...”<sup>1</sup>.

В странах с международной валютой внутренний оборот, как правило, полностью обслуживается отечественными деньгами (секторы *B 1.2*, *C 1.2* и *D 1.2*), за исключением определенной части накоплений в иностранных валютах (сектор *A 1.2*). Международная валюта уже присутствует во внешнеэкономических связях страны-эмитента. Она может использоваться для заключения внешнеторговых контрактов (сектор *C 2.2*), иностранные резиденты могут предъявлять спрос на номинированные в ней активы (сектор *B 2.2*) и использовать ее для диверсификации инвалютных накоплений (сектор *A 4.2*). Однако оборот этих сделок сравнительно невелик, доля национальной валюты в обслуживании частных внешнеэкономических операций далека от искомых 50%. Другие страны не держат официальных резервов в данной валюте и не оформляют в ней государственные кредиты: дисбаланс в области государственного внешнеэкономического использования налицо. Получается, что у

---

<sup>1</sup> Борисов С.М. Рубль: золотой, червонный, советский, российский... Проблема конвертируемости. М.: ИНФРА-М, 1997. С. 270–271.

стран с обычными международными валютами зона распространения национальной валюты также асимметрична, причем асимметрия складывается не в их пользу.

Ключевая валюта также целиком обслуживает внутренний оборот страны-эмитента. Объем накоплений резидентов в иностранной валюте равен или приближается к объему накоплений нерезидентов в отечественной валюте (секторы *A* 1.2 и *A* 4.2). Как видно, симметрия в данной сфере достигается только при довольно высокой степени интернационализации валюты. Ключевая валюта служит средством накопления официальных резервов третьих стран, может выступать как валюта привязки и валюта интервенций (секторы *A* 3.1, *D* 3.1, *C* 3.1), что позволяет компенсировать (в значительной мере или полностью) наличие иностранных валют в собственных официальных резервах. Резервная валюта широко используется для трансграничных вкладов, инвестиций, переводов, платежей по ценным бумагам и коммерческих кредитов (секторы *A* 2.2 и *B* 2.2). У промышленно развитых стран подавляющая часть экспортных контрактов заключается в национальной валюте (так называемый закон Грассмана – *Grassman's Law*<sup>1</sup>). Вместе с тем значительная часть поставок в Соединенные Штаты оплачивается долларами США<sup>2</sup>. Симметрии во внешнеторговых расчетах удастся достичь, если в национальной валюте номинируется и часть импорта. В целом зоны распространения ключевой валюты симметричны или близки к симметрии.

Дисбаланс в пользу страны-эмитента начинается тогда, когда валюта становится ведущей. На этом уровне интернационализации валюта проникает в частные внешнеэкономические расчеты третьих стран (уровень 3.2). Как уже отмечалось, зона государственного внешнеэкономического использования третьих стран (уровень 3.1) является относительно более легкой для проникновения, поскольку многие страны стремятся диверсифицировать структуру официальных валютных резервов и нередко привязывают свою денежную единицу к корзине иностранных валют. Закрепиться в частных опе-

---

<sup>1</sup> *Grassman S. A Fundamental Symmetry in International Payments Patterns // Journal of International Economics. 1973. № 3. P. 105–116; Currency Distribution and Forward Cover in Foreign Trade // Journal of International Economics. 1976. № 6. P. 215–221. Цит. по: Hartmann P. Currency Competition... P.16, 24, 179.*

<sup>2</sup> В 80-е гг. в Японии эта доля составляла 94%, в Нидерландах и Бельгии – около 80, в Италии, Германии, Великобритании и Франции – от 30 до 50%. См.: *Ершов М.В. Цит. соч. С. 25.*

## Симметричная валютная структура

Сфера национальной валюты		Сферы иностранных валют	
	Официальные резервы	Официальные резервы	
	Банк. активы и депозиты	Банк. активы и депозиты	
	Импорт	Экспорт	
	Валютные операции	Валютные операции	
	Внешний госдолг	Внешние гос. кредиты	

## Валютная структура страны с замкнутой (неконвертируемой) валютой

Сфера национальной валюты		Сферы иностранных валют	
	Официальные резервы	Официальные резервы	
	<del>Банк. активы и депозиты</del>	<del>Банк. активы и депозиты</del>	
	Импорт	Экспорт	
	<del>Валютные операции</del>	<del>Валютные операции</del>	
	Внешний госдолг	Внешние гос. кредиты	

## Валютная структура страны с внутренней валютой

Сфера национальной валюты		Сферы иностранных валют	
	Официальные резервы	Официальные резервы	
	Банк. активы и депозиты	Банк. активы и депозиты	
	Импорт	Экспорт	
	Валютные операции	Валютные операции	
	Внешний госдолг	Внешние гос. кредиты	

Внутреннее обращение и наличные сбережения



### Валютная структура страны с обычной международной валютой

Сфера национальной валюты		Сферы иностранных валют	
	Официальные резервы	Официальные резервы	
	Банк. активы и депозиты	Банк. активы и депозиты	
	Импорт	Экспорт	
	Валютные операции	Валютные операции	
	Внешний госдолг	Внешние гос. кредиты	

### Валютная структура с ключевой (резервной) валютой

Сфера национальной валюты		Сферы иностранных валют	
	Официальные резервы	Официальные резервы	□
	Банк. активы и депозиты	Банк. активы и депозиты	
	Импорт	Экспорт	
	Валютные операции	Валютные операции	
	Внешний госдолг	Внешние гос. кредиты	

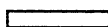
Внутреннее обращение и наличные сбережения в третьих странах

### Валютная структура страны с доминирующей валютой

Сфера национальной валюты		Сферы иностранных валют		
	Официальные резервы	Официальные резервы		
	Банк. активы и депозиты	Банковские активы и депозиты		
	Импорт	Экспорт	Торговля третьих стран	
	Валютные операции	Валютные операции	Валюта-посредник	
	Внешний госдолг	Внешние гос. кредиты	Кредиты МВФ и ВБ	

Внутреннее обращение и наличные сбережения в третьих странах

Рис. 2.7. Валютная асимметрия Условные обозначения



Национальная валюта

Иностранная валюта

Сектор отсутствует

Частичное присутствие нац. валюты

рациях между резидентами третьих стран заметно труднее, поскольку участники рынка стремятся иметь единственное средство обращения и меру стоимости. Во внешней торговле использование в контракте валюты, не являющейся национальной ни для одной из сторон (сектор С 3.2), в основном происходит, когда в этой валюте существуют мировые цены или в рамках региональной валютной зоны (например, зона фунта и существовавшие до 2002 г. зоны франка и немецкой марки<sup>1</sup>). На фондовом и валютообменном рынках обстановка еще сложнее. Так, для того чтобы итальянский инвестор купил акции, номинированные в швейцарских франках на Стокгольмской фондовой бирже, эти акции должны быть в высшей степени ликвидными. Общая картина использования ведущей валюты выглядит так: 100%-е обслуживание внутреннего оборота, симметрия или перевес в пользу отечественных денег в сферах частного накопления (секторы А 1.2 и А 4.2), а также внешнеэкономических связей (уровни 2 и 3).

Доминирующая валюта обслуживает подавляющую часть собственных внешнеэкономических расчетов, при этом у страны-эмитента отсутствует потребность в крупных официальных резервах, привязке и интервенциях. Позиции валюты чрезвычайно сильны в государственных и частных внешнеэкономических расчетах третьих стран (уровни 3.1 и 3.2), в том числе в валютообменных сделках, где она выступает как общемировое средство обращения. Происходит интенсивное внедрение валюты во внутренние расчеты ряда других стран (уровень 4.2), что также характерно для ключевых валют, образующих региональные валютные зоны. Официальные резервы других стран, номинированные в доминирующей валюте, в десятки раз больше, чем официальные резервы в иностранных валютах, которыми обладает центральный банк страны-эмитента. Данное положение характерно для инвалютных банковских активов и сбережений, для внешней торговли и международных кредитных операций. В целом объемы участия доминирующей валюты в обслуживании операций третьих стран намного превышают объемы присутствия других валют в операциях ее резидентов.

Проведенный анализ показывает, что для современных международных валютных отношений характерна высокая степень асимметрии. Симметрия является редким исключением (она прису-

---

<sup>1</sup> Существовавшую до 1999 г. Европейскую валютную систему многие авторы справедливо называют зоной немецкой марки.

ща некоторым странам с ключевой валютой); для подавляющего большинства государств она либо не достижима, либо нежелательна. К первой группе относятся страны с внутренними и обычными международными валютами, ко второй – страна – эмитент доминирующей валюты и ее потенциальные конкуренты. Можно выделить несколько основных источников валютной асимметрии:

- потребность в официальных валютных резервах;
- существование режимов фиксированных курсов (жесткая или мягкая привязка);
- практика международных финансовых организаций (выдача кредитов в долларах США);
- традиции мировой торговли (существование мировых цен в той или иной валюте);
- повсеместная либерализация движения капиталов;
- явное превосходство США над остальными странами по уровню развития фондового рынка;
- превращение валютного рынка в самостоятельный и мощный сегмент бизнеса.

Существующая валютная асимметрия постоянно воспроизводится. Валюты, не пользующиеся спросом за рубежом, соответственно имеют ограниченную сферу обращения и поэтому на них не распространяется эффект масштаба. Как следствие, операции с ними сопряжены с большими транзакционными издержками, чем сделки с ведущими валютами. В результате спрос на них так и остается незначительным. Круг замыкается. Высокая ликвидность доминирующей и нескольких ведущих валют позволяет им утвердиться на новых сегментах постоянно расширяющихся международных финансовых рынков. Дополнительные сферы обращения способствуют повышению ликвидности, снижению транзакционных издержек и таким образом обеспечивают возрастающие конкурентные преимущества.

Общая схема валютной асимметрии представлена на рис. 2.7 В отличие от табл. 2.6, на нем обозначены те сферы использования валют, которые играют наибольшую роль в процессах симметричного и асимметричного вытеснения. К ним относятся: официальные резервы, банковские активы и депозиты (та их часть, которая номинирована не в валюте резидентов), внешняя торговля, валютообменные операции, внешний государственный долг, а также внутреннее обращение и наличные сбережения в “чужой” валюте. Как и всякая

схема, данный рисунок подразумевает некоторые упрощения, сделанные с единственной целью – дать образное, наглядное представление о природе и масштабах явления. Так, если сделать точные расчеты, валютные структуры Японии и Швейцарии будут выглядеть иначе, чем аналогичная структура в зоне евро. И хотя все эти валюты являются ключевыми, в первых двух случаях резонно ожидать определенной валютной асимметрии. Ее “виновниками” будут валютные ограничения (в Японии) и относительная узость внутренних финансовых рынков.

Замечание по поводу валютнообменных операций: в схеме для всех валют, кроме доминирующей, правая часть этого сектора (отображающая продажу отечественной валюты) обозначена как сфера, где национальная валюта присутствует частично. Смысл здесь в том, что, поскольку ни одна из валют, кроме доминирующей, не образует ликвидных межбанковских рынков в парах со всеми остальными валютами мира, часть валютнообменных операций резидентов приходится на сделки “чужая валюта” – “чужая валюта”. Поэтому национальная валюта занимает не половину валютнообменной сферы, а меньше. По данным Банка международных расчетов (БМР), в апреле 2001 г. доля доллара в валютнообменных операциях, совершенных банками США, составляла 93% (при общем итоге 200%). В Германии и Франции квота национальной валюты равнялась соответственно 64 и 72%, в Японии – 74, в Великобритании – 24, в Швейцарии – 34, в Австралии – 51, в Канаде – 62%<sup>1</sup>. В России на рубль приходилось не более 43% объема конверсионных операций. В Норвегии доля национальной валюты составляла не более 68%, в Польше – 73, в Чехии – 76, а в Сингапуре – 11%<sup>2</sup>.

## 2.4.2. Интернационализация валют и курсообразование

Неодинаковое положение валют на международных рынках оказывает непосредственное влияние на механизм курсообразования. По мнению многих авторов, главная разница между нацио-

<sup>1</sup> Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001. Bank for International Settlements. March 2002. P. 58–59.

<sup>2</sup> Там же. Показатель включает операции с национальной валютой и валютами “прочих стран, участвовавших в исследовании”. Иначе говоря, из всех операций вычтены крупнейшие валюты: доллар США, евро, японская иена, фунт стерлингов, швейцарский франк, канадский доллар, австралийский доллар, а также валюты стран, не участвовавших в исследовании БМР.

нальными и международными валютами состоит в том, что динамика первых формируется под воздействием предложения, а вторых – под воздействием спроса<sup>1</sup>. К этому я добавляю следующие положения:

1. Курсообразование валют с разной степенью интернационализации происходит по-разному.

2. Ключевые и доминирующая валюты, по сравнению с остальными:

- а) значительно более устойчивы к обесценению и
- б) обладают дополнительными источниками повышения курса.

3. Внутренние валюты:

- а) значительно подвержены обесценению,
- б) равновесие на их валютном рынке не достижимо без мер валютного регулирования.

То, что валюты с разной степенью интернационализации имеют разный механизм формирования курса, можно обнаружить, если проследить их реакцию на одни и те же курсообразующие факторы и сравнить ее с теоретической реакцией некоей абстрактной валюты (табл. 2.7). В теории, когда внутренние цены растут, спрос на отечественные товары со стороны зарубежных стран падает и национальная валюта дешевеет. Для страны с внутренней валютой, экспорт которой всегда оплачивается в иностранной валюте, эта закономерность может не работать, особенно если экспорт представлен товарами, цена которых является общемировой (мера стоимости – одна из ключевых валют). В таком случае возрастут доходы экспортеров в национальной валюте, но сам экспорт и предложение иностранной валюты на внутреннем рынке не увеличатся. Эффективность импорта возрастет, и это может увеличить спрос на иностранную валюту на внутреннем рынке. При значительном росте внут-

---

<sup>1</sup> *Krugman, P.* The International Role of the Dollar: Theory and Prospect. In: *Bilson, J., Martson R.* (eds). Exchange Rate Theory and Practice. Chicago: Univ.of Chicago Press, 1984. P. 261–278, *de Grauwe P.* International Money: Post-war Trends and Theories. Oxford: Oxford Univ.Press, 1989; *Alogoskoufis G., Portes R.* European Monetary Union and International Currencies in a Tripolar World. In: *Canzoneri M., Grilli V., Masson P.* (eds). Establishing a Central Bank – Issues in Europe and Lessons From the US. Cambridge: Cambridge Univ.Press, 1992. P. 273–301; *Matsuyama K., Kiyotaki N., Matsui A.* Toward a Theory of International Currency // Review of Economic Studies. 1993. № 60 (2). P. 283–320. Цит. по: *Hartmann P.* Currency Competition... P.13.

ренных цен отечественная валюта может перестать быть надежным средством накопления. Тогда спрос на иностранную валюту и ее курс пойдут вверх, возрастут банковские активы и наличные сбережения в иностранной валюте – начнется вытеснение отечественной валюты из внутреннего обращения.

Для страны с доминирующей валютой рост внутренних цен окажет сдерживающее воздействие на экспорт. Однако это воздействие будет ограниченным, поскольку львиная доля мирового спроса на доминирующую валюту не связана с внешней торговлей страны-эмитента. Экспорт действительно может сократиться, но без заметных последствий для курса. Эффективность импорта возрастет, однако если его значительная часть оплачивается в национальной валюте, спрос на иностранную валюту увеличится ненамного, в любом случае значительно меньше, чем в стране с внутренней валютой.

Таблица 2.7

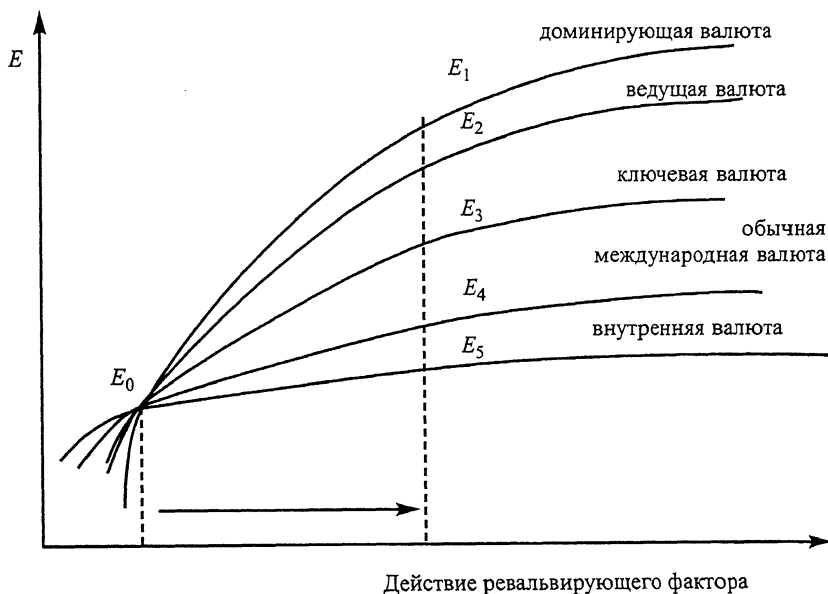
### Некоторые факторы, влияющие на валютный курс

Фактор	Движение фактора	Движение курса
<b>В долгосрочном периоде</b>		
Национальный уровень цен	↑	↓
Спрос на импорт	↑	↓
Спрос на экспорт	↑	↑
<b>В краткосрочном периоде</b>		
Внутренняя ставка процента	↑	↑
Ставка процента за рубежом	↑	↓

*Источник:* Мишкин Ф. Цит. соч. С. 191, 201.

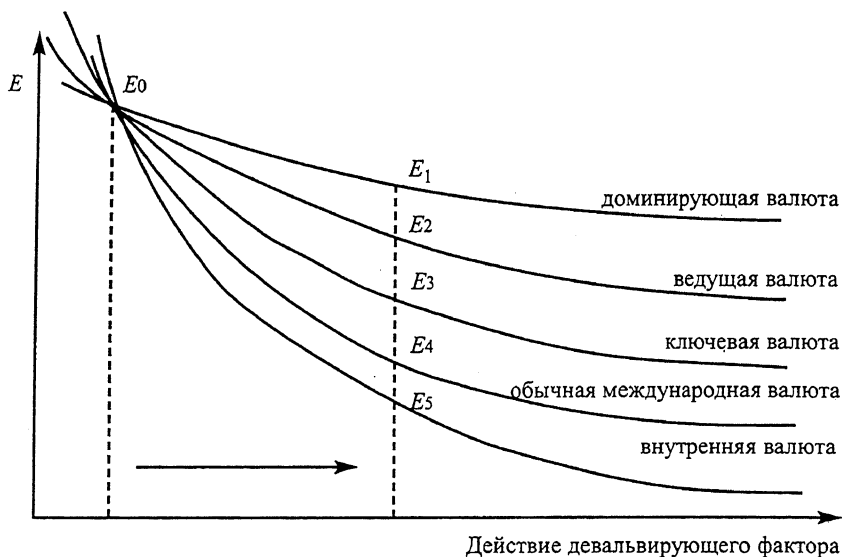
Вопреки теории положительное сальдо торгового баланса может практически не стимулировать удорожания валюты, если это внутренняя валюта (рис. 2.8.). (Строго говоря, торговый баланс влияет на валютный курс лишь как составная часть платежного баланса. Поэтому обычно делается допущение, что остальные статьи платежного баланса остаются неизменным.) Когда экспортные товары продаются лишь за иностранную валюту, спрос на отечественную со стороны нерезидентов, понятно, не растет. Предложение иностранной валюты внутри страны тоже может сохраниться на прежнем уровне, особенно если часть ее остается на счетах экспортеров, не попадая на валютный рынок. В течение 90-х гг. Россия

постоянно имела положительный торговый баланс и баланс по текущим операциям, что, однако, не уберегло рубль от кризиса 1998 г. Отрицательное же сальдо резко нарушает равновесие между спросом и предложением иностранной валюты на валютном рынке страны с внутренней валютой. Нехватка инвалютных средств (при отсутствии дополнительных источников предложения) и невозможность оплатить импорт отечественной валютой приводят к резкому обесценению отечественных денег (рис. 2.9). В такой ситуации у владельцев иностранной валюты (включая экспортеров) возникает мощный стимул всячески уходить от ее продажи (конвертирования), что только усиливает дефицит.



**Рис. 2.8.** Изменение цены валюты под воздействием ревальвирующего фактора:  $E$  – обменный курс – количество единиц иностранной валюты за единицу рассматриваемой

В стране с обычной международной валютой (не резервной) превышение импорта над экспортом не приводит к столь резкой деформации валютного рынка: национальная валюта может служить средством платежа по импорту, она покупается и продается за грани-



**Рис. 2.9. Изменение цены валюты под воздействием девальвирующего фактора:**  $E$  – обменный курс – количество единиц иностранной валюты за единицу рассматриваемой

цей. Это позволяет некоторое время иметь отрицательное сальдо платежного баланса без ущерба для обменного курса. Страна с доминирующей валютой, как показывает практика, может десятилетиями оставаться должником своих торговых партнеров. Начиная с 1982 г. Соединенные Штаты ежегодно имеют отрицательное сальдо баланса по текущим операциям, в 1996 г. его накопленный объем достиг почти 1 трлн. долл.<sup>1</sup>. В 2000 г. дефицит торгового баланса США составил около 476 млрд. долл., а в первом полугодии 2001 г. – 230 млрд. долл.<sup>2</sup>, что никак не отразилось на курсе доллара.

Изменение внутренней ставки процента также очень по-разному влияет на состояние рынков валют с разной степенью интернационализации. Если валютный рынок узок и имеет низкую ликвидность, для привлечения иностранных инвесторов требуются значительно более высокие ставки, чем в условиях масштабного и

<sup>1</sup> U.S. Department of Commerce, Survey of Current Business. Цит. по: Bergsten C.F. The Impact of the Euro on Exchange Rates... P.25.

<sup>2</sup> Matu Economic Indicators. OECD. November. 2001. P. 34.



высоколиквидного рынка. Это закономерно: чтобы вложиться в экзотическую валюту, инвестор должен совершить двухступенчатую конверсионную операцию (например, фунт стерлингов – евро – чешская крона), а потом повторить ее, чтобы вывести вложенные на срок деньги. Дополнительные издержки налицо. Кроме того, купив большой пакет акций, скажем, в чешских кронах, инвестор не может быть уверен, что ему удастся продать его в нужное время без потерь, так как фондовый рынок Чехии довольно узок, и даже одна крупная сделка способна повлиять на котировки. Операции с долларом, евро и другими резервными валютами не несут подобных рисков.

Осенью 1992 г. во время кризиса Европейской валютной системы шведский центральный банк, надеясь удержать крону, увеличил ставку рефинансирования до 500% годовых, но крона все-таки была девальвирована. В августе 1998 г. Банк России довел ставку рефинансирования до 150% годовых, результат известен. В начале 2002 г. национальный банк Турции поднял учетную ставку до 4500% годовых, что также не спасло турецкую лиру от обесценения. Для потенциальных инвесторов экстренное повышение ставок становится не приманкой, на что рассчитывают денежные власти, а, наоборот, сигналом бедствия. Все отлично понимают, что нельзя долго удерживать доходность активов на экономически не обоснованном уровне. Если к тому же официальные резервы страны невелики, у рыночных спекулянтов появляется “вилка” возможностей: положить средства на депозит под чрезвычайно высокий процент или развернуть игру на понижение валютного курса (что и происходит в валютных кризисах “второго поколения”).

В государствах, валюты которых занимают крупные сегменты международных финансовых рынков, денежным властям не приходится прибегать к столь опасным мерам. Благодаря развитым валютным рынкам им достаточно повысить ставку на несколько процентов, чтобы спрос на отечественную валюту перевесил предложение иностранной. Так, повышение процентных ставок ФРС в 1999–2000 гг. сопровождалось удорожанием доллара по отношению к большинству других валют.

Вполне закономерно, что курс доминирующей валюты довольно устойчив к повышению процентных ставок в других странах. Активы в долларах и активы, например, в японских иенах и уж тем более в мексиканских песо или польских злотых не являются

субститутами. Объем рынка и ликвидность первых намного больше, чем остальных. Именно поэтому, когда ФРС повышает процентную ставку, спрос на доллары (и соответственно их курс) растет более высоким темпом, чем темп, с которым он падает при повышении процентной ставки центральными банками Японии, Мексики или Польши.

Чем выше степень интернационализации валюты, тем больше она устойчива к обесценению благодаря существованию более или менее постоянных сфер ее применения за рубежом и, соответственно, наличию дополнительных источников спроса. У обычной международной валюты, по сравнению с внутренней, дополнительными сферами обращения являются внешнеэкономические расчеты и некоторые сбережения в руках нерезидентов (например, финляндская марка присутствовала в активах некоторых российских банков). У ключевых (особенно ведущих) валют и у доминирующей валюты кроме расчетов по отечественным внешнеэкономическим сделкам имеется несколько таких сфер:

- официальные резервы других стран;
- частные сбережения резидентов других стран, включая:
  - банковские активы,
  - ценные бумаги и
  - наличные сбережения;
- внешняя торговля третьих стран;
- валютные сделки третьих стран;
- внутренний оборот других стран.

Причем для доминирующей валюты каждая из названных сфер имеет значительно больший масштаб, чем для ключевых валют (единственным исключением на сегодня является рынок государственных облигаций в евро, о чем будет подробнее сказано в гл. 3). Доминирующая валюта активно задействована во всех перечисленных сферах во многих регионах мира, тогда как ключевые валюты имеют явные географические ограничения. Во внешнеторговых и валютных сделках третьих стран, а также во внутреннем обороте других стран и наличных сбережениях нерезидентов они обычно присутствуют в небольших масштабах и, как правило, на региональном уровне. Например, немецкая марка использовалась в таких качествах в пределах Европейской валютной системы, а после распада социалистического блока – в странах Центральной и Восточ-

ной Европы. Валюты Франции и Великобритании имели хождение на территории бывшей зоны фунта и зоны франка.

Дополнительные сферы международного обращения служат своеобразными резервуарами, позволяющими сглаживать колебания курса и противостоять его падению в случае изменения конъюнктуры. Они же увеличивают общемировой размер рынка данной валюты, что делает спекулятивные атаки на нее более дорогостоящими и менее эффективными. Внутренняя, обычная международная, ключевая и доминирующая валюты имеют разную эластичность цены по факторам, понижающим курс (см. рис. 2.8). В первом случае она самая высокая, в последнем – самая низкая. Из-за разной эластичности при одинаковом воздействии девальвирующего фактора курс, по сравнению с изначальным уровнем  $E_0$ , будет снижаться разными темпами – соответственно до уровней  $E_1$ ,  $E_2$ ,  $E_3$ ,  $E_4$  и  $E_5$ .

Внутренние валюты значительно подвержены обесценению по нескольким причинам. Во-первых, предложение иностранной валюты является внешним, или экзогенным, фактором, практически никак не связанным с динамикой спроса на нее. Во-вторых, страны с внутренними валютами, как правило, имеют неглубокие и сравнительно неразвитые финансовые рынки. Следовательно, даже небольшие колебания конъюнктуры приводят к значительному изменению котировок, тем более что возможность переброски временно свободных средств инвесторов с валютного рынка на фондовый остаются ограниченными. В результате нервозность на таком рынке возникает быстрее и держится дольше, чем на рынках международных валют. В ситуации неопределенности рынок внутренней валюты представляет собой легкую добычу для спекулянтов: обрушить его (вследствие небольшого объема и высокой подверженности панике) намного проще, чем рынок, скажем, ключевой валюты. В-третьих, отечественная валюта сильно проигрывает доминирующей по уровню ликвидности и степени международного признания, поэтому ее обладатели неохотно идут на конвертирование. Физические и юридические лица стремятся иметь резерв в иностранной валюте, что является дополнительным источником спроса на нее.

Большая разница в ликвидности между национальными и иностранными деньгами создает благоприятную почву для вытеснения первых из внутреннего обращения, особенно в условиях инфляции или инфляционных ожиданий. Как только включается меха-

низм вытеснения, ситуация на внутреннем валютном рынке обостряется еще больше, события приобретают характер цепной реакции: дополнительный спрос на иностранную валюту повышает ее цену, отчего она становится еще более выгодным вложением, что приводит к новому расширению спроса и повышению цены. Остановить процесс удастся, только когда курс национальной валюты стабилизируется. Чем большую долю занимает иностранная валюта в общей денежной массе страны, тем труднее финансовым властям контролировать ситуацию: ведь они могут управлять только отечественной денежной единицей.

Либерализация валютного рынка имеет совершенно разные последствия для сильных международных и внутренних валют. Доминирующая валюта неизменно выигрывает от либерализации: с устранением межстрановых барьеров открываются новые сферы ее применения, благодаря чему страна-эмитент может позволить себе постоянный дефицит текущего баланса. Внутренняя валюта проигрывает от либерализации: ее курс попадает в зависимость от поступлений в страну иностранной валюты, она вступает в неравную конкурентную борьбу с иностранными валютами не только во внешнеэкономической сфере, но и в сфере внутренних расчетов.

\* \* \*

Согласно классической политэкономии, деньги – это товар, который с наименьшими издержками выполняет функции меры стоимости, средства обращения, платежа и накопления. Разные виды денег при одинаковой покупательной силе (которой соответствует олицетворенный в деньгах труд) могут иметь разную ликвидность, и, значит, разную полезность для участников рынка. Потеря ликвидности денег ведет к потере их меновой стоимости, что особенно ярко проявляется на международных валютных рынках, где операторы имеют возможность сравнить валюты разных стран. Снижение меновой стоимости по отношению к деньгам других стран и есть понижение обменного курса.

Разработанная в начале XX в. теория паритета покупательной силы и современные модели обменного курса не позволяют точно описать прошлые изменения курса и строить надежные прогнозы курсовой динамики. Нет и методики, которая позволяла бы определить равновесный курс валюты той или иной страны для конкретной

экономической ситуации. Вместе с тем эмпирически доказано, что в богатых странах курс национальной валюты обычно соответствует ППС, тогда как в бедных он оказывается существенно ниже ППС.

Курс валюты в значительной степени зависит от спроса на нее со стороны нерезидентов. Существование рынка той или иной валюты за рубежом свидетельствует о том, что иностранные участники рынка признают ее способность выполнять функции денег не хуже, чем их отечественная валюта. На внешних рынках для валюты открывается множество новых сфер приложения, где ее, однако, ждет жесткая конкуренция со стороны валют других стран. При этом в международном обороте связь валюты с реальным сектором значительно слабее, чем во внутреннем, а спрос на нее как на средство обращения (в том числе для проведения спекулятивных операций), наоборот, гораздо выше. Поэтому ликвидность приобретает на внешних рынках огромное значение. Из-за разницы в ликвидности две валюты с одинаковой покупательной силой могут иметь разный курс. В последней четверти XX в. неизменные деньги, с одной стороны, утратили связь с их вещественной формой и на внешних рынках лишь в малой доле представляют овеществленный в них труд. С другой стороны, на международных рынках валюты выступают именно как товары, способность которых обмениваться на другие валюты и неденежные товары может проявить себя лишь при достаточном уровне ликвидности.

В условиях свободы движения капиталов конкуренция между валютами приводит к тому, что более ликвидные валюты вытесняют менее ликвидные не только из международного, но и из внутреннего оборота. Сфера распространения той или иной валюты теперь напрямую зависит от ее способности успешно выполнять функции денег.

В зависимости от степени интернационализации валюта может быть замкнутой, внутренней, международной, ключевой и доминирующей. Валюта становится ведущей, когда она обслуживает сделки между резидентами других стран. Возможности валюты стать ключевой и доминирующей прежде всего зависят от таких параметров, как масштаб экономики эмитирующего государства, степень участия в мировой торговле и уровень развития финансовых рынков. Функция денег как средства сбережения предполагает диверсификацию валютной структуры инвестиционного портфеля, тогда как функции меры стоимости и средства обращения способ-

ствуют выделению единственной валюты, выполняющей их на мировом или региональном уровне. Чем больше объем торговли той или иной валютой, тем меньше в долгосрочном периоде маржа между курсом ее покупки и продажи и соответственно больше ее привлекательность для нерезидентов.

Международным валютным отношениям конца XX в. в силу объективных причин свойственна высокая степень асимметрии. Симметрия является исключением, для большинства стран она недостижима, а для стран с ведущими и доминирующей валютой – нежелательна. Существующая валютная асимметрия постоянно воспроизводится: ликвидность и сферы обращения доминирующей и ведущих валют возрастают, тогда как проникновение других валют на внешние рынки становится все более затруднительным. Таким образом, сложившаяся иерархия валют является исключительно устойчивой: в современных условиях перемещение вверх из одной группы в другую – задача на грани возможного.

Валюты с разной степенью интернационализации имеют разный механизм курсообразования. Благодаря дополнительным источникам спроса ведущие и особенно доминирующая валюты более устойчивы к действию девальвирующих факторов и спекулятивным атакам, нежели остальные денежные единицы. Внутренние валюты значительно подвержены девальвации и краткосрочным колебаниям курса. Их рынок обычно неглубок и сильно зависит от предложения иностранной валюты, в результате чего равновесие на нем имеет меньший запас прочности, чем на рынках международных валют. Вследствие либерализации валютного режима доминирующая и ведущие валюты приобретают дополнительные сферы обращения и источники роста ликвидности, а внутренние валюты вступают в неравную конкурентную борьбу с более сильными денежными единицами.

Проведенный анализ позволяет выявить еще одно очень важное преимущество, которое страны ЕС могут получить вследствие создания Экономического и валютного союза. До введения евро лишь одна из западноевропейских валют – марка ФРГ – в значительных масштабах присутствовала на международных валютных рынках. Дальнейшее распространение сферы ее влияния объективно сдерживалось недостаточными размерами немецкой экономики и относительной узостью национального финансового рынка. С появлением ЭВС Евросоюз получает возможность преодолеть данные

препятствия и сделать свою валюту одной из двух доминирующих или, по крайней мере, превратить ее в ведущую на многих сегментах международных рынков. Это существенно повышает степень интернационализации национальной валюты для всех без исключения стран зоны евро (и особенно для небольших, чьи валюты, по определению, никогда не могли бы стать ключевыми), и, соответственно, меняет в их пользу механизм курсообразования.

Чем сильнее будут позиции евро в мире, тем более устойчивой и ликвидной будет эта денежная единица и тем больший доступ ЕС получит к тем преимуществам (в том числе и возможности решать внутренние экономические проблемы за счет стран, чьи резиденты будут вести операции в евро), которыми сейчас пользуются в основном Соединенные Штаты. “Те страны, чью валюту охотно признают в международных финансовых операциях, – пишет Джордж Сорос, – находятся в намного лучшем положении, чем страны, которым трудно осуществить заимствования в собственной валюте. В этом – одно из основных преимуществ центра по сравнению с периферией. Преимущества получения “сеньоража” (проценты, сэкономленные в результате выпуска банкнот вместо казначейских векселей) относительно невелики по сравнению с выгодами от проведения собственной кредитно-денежной политики. Страны периферии вынуждены пользоваться подсказками центра, прежде всего США. А так как кредитно-денежная политика центра диктуется внутренними соображениями, страны периферии имеют ограниченный контроль над своими судьбами. В каком-то смысле ситуация напоминает проблему, которая привела к американской революции – налогообложение без представительства”<sup>1</sup>. Это весьма вероятное налогообложение других территорий является еще одной целью ЭВС.

---

<sup>1</sup> Сорос Дж. Кризис мирового капитализма: Открытое общество в опасности. М.: ИНФРА-М, 1999. С. 135.

## Глава 3

# ЭВС в мире: современные позиции и перспективы

1 января 1999 г. 11 стран Европейского Союза образовали Экономический и валютный союз и ввели единую европейскую валюту – евро. Она стала реальностью, состоялась вопреки тому, что многие годы считалась заведомой утопией. Профессор Колумбийского университета Роберт А. Манделл, выдвинувший в 1961 г. теорию оптимальной валютной зоны, в 1999 г. был удостоен Нобелевской премии в области экономики. Экономический и валютный союз сделал первые, решающие шаги, прогнозы скептиков о его неминуемом крахе не оправдались. С 1 января 2002 г. единая валюта была введена в наличное обращение, и с 1 марта национальные денежные знаки утратили свои функции. Обмен наличных прошел вполне организованно. Весной 2002 г. началось укрепление курса евро по отношению к доллару, и в июле их котировки сравнялись. Теперь с уверенностью можно сказать, что у единой валюты впереди долгий период становления и что в ближайшие 10–20 лет ЭВС будет действовать.

На это есть три основные причины: во-первых, в Сообществе сложились все предпосылки для перехода к единой экономической и денежно-кредитной политике; во-вторых, потребность стран ЕС в валютном союзе очень велика; в-третьих, размеры вложенных в проект средств и убытки, в случае его неудачи, таковы, что руководство Союза, государства-члены и крупный бизнес сделают все воз-



можное для сохранения ЭВС. Вероятность того, что начатая программа провалится, по сути, ничтожна. Такое может случиться лишь при чрезвычайных обстоятельствах, гипотетические причины которых сейчас не просматриваются.

Введение евро, бесспорно, относится к числу важнейших событий в послевоенной истории Европы и всего мира. В наступившем столетии оно самым серьезным образом будет воздействовать как на судьбу самих участников зоны евро и их европейских соседей, так и на глобальные экономические и политические процессы. Вместе с тем дальнейший путь новой денежной единицы связан с преодолением множества препятствий, как больших стратегических, так и мелких повседневных. Очевидно, что европейской валюте будет крайне непросто занять достойное место в финансовом мире, где главенствует доллар. Судьба евро на внешних рынках зависит не только от объективных показателей западноевропейского хозяйства, но и от субъективного поведения инвесторов, а также от общего состояния мировых финансов и динамики курса доллара.

### **3.1. Перспективы евро как международной валюты**

Чтобы понять, в какой степени и в каких сферах единая европейская валюта способна стать альтернативой доллару, в данном разделе сначала будут проанализированы общие условия ее распространения на внешних рынках, а потом рассмотрены конкретные вопросы государственного и частного использования евро за пределами ЭВС.

#### **3.1.1. Общие условия и предпосылки**

В предыдущей главе было выяснено, что степень интернационализации валюты зависит от многих факторов (см. табл. 2.3). Из них к числу экономических относятся:

- 1) размер ВВП;
- 2) степень участия в мировой торговле;
- 3) высокоразвитые и высоколиквидные финансовые рынки;
- 4) открытость экономики;
- 5) низкая инфляция, макроэкономическая стабильность;

- 6) бездефицитный баланс внешних расчетов;
- 7) устойчивость экономики к внешним воздействиям
- 8) потенциал экономического роста.

Причем первые три из них (размер ВВП, степень участия в мировой торговле и высокоразвитые финансовые рынки) являются решающими для продвижения валюты от международной к ключевой и далее – к ведущей и доминирующей. Чтобы это состоялось, страна-эмитент должна также отвечать нескольким институциональным условиям: полностью либерализовать валютный режим и режим движения капиталов, а также иметь развитую законодательную систему, действующую на принципах рыночной экономики. В Евросоюзе все эти требования соблюдены, поэтому будущее единой валюты в мире зависит именно от экономических факторов. Рассмотрим их подробно.

Зона евро несколько опережает Соединенные Штаты по численности населения. По размерам ВВП она вдвое превосходит Японию, но пока уступает США (табл. 3.1). Если бы Великобритания вошла в ЭВС, это отставание было бы сведено к минимуму. Степень участия стран ЭВС в мировой торговле почти на треть выше, чем у Соединенных Штатов, и в два с лишним раза больше, чем у Японии. Последние годы темпы инфляции в ведущих промышленно развитых странах держатся на рекордно низком уровне. В 2001 г. в зоне евро потребительские цены увеличились на 2,5%, в США – на 2,8%, а в Японии отмечались дефляционные процессы. Текущие расчеты с третьими странами зона евро свела в 2001 г. с нулевым сальдо. А вот в Штатах дефицит текущего баланса достиг 4,1% ВВП.

Экономика зоны евро в достаточной степени открыта. Экспорт и импорт товаров и услуг составляют около 20% совокупного ВВП (по сравнению с 12 и 16% в США). В то же время она достаточно устойчива к внешним воздействиям, чему способствуют значительные размеры внутреннего производства и внутреннего рынка. Как у любой большой страны (или объединения стран – в случае ЕС), доля экспорта и импорта в ВВП не превышает 20% по сравнению с 40% и более во многих малых странах с открытой экономикой. В последние несколько лет способность зоны евро противостоять негативным внешним воздействиям (или “шокам”, как их называют в англоязычной литературе) заметно возросла благодаря политике конвергенции и значительной синхронизации экономического

цикла. Эксперты Европейской комиссии утверждают, что Евросоюз теперь меньше зависит от внешних обстоятельств, чем это было до создания валютного союза. И все-таки, в отличие от США, в ЕС существует вероятность “асимметричного шока”, пусть и небольшая (подробнее см. разд. 4.1).

*Таблица 3.1*

**Основные макроэкономические показатели в зоне евро,  
США и Японии**

Показатель	Год	Единица измерения	Зона евро	США	Япония
Население <sup>a</sup>	2001	Млн. чел.	303	278	127
ВВП в текущих ценах <sup>b</sup>	2001	Млрд. долл.	7679	10143	3365
ВВП (доля в мире) <sup>b</sup>	2000	%	15,2	21,0	7,0
Экспорт товаров и услуг <sup>c</sup>	2000	%ВВП	19,7	11,5	11,5
Импорт товаров и услуг <sup>c</sup>	2000	%ВВП	19,4	15,6	9,0
Экспорт (доля в мире) <sup>c</sup>	2000	%	15,2	12,7	7,8
Прирост потребительских цен	2001	%	2,5	2,8	-0,7
Безработица <sup>d</sup>	2001	%	8,3	4,8	5,0
Баланс госбюджета	2001	%ВВП	-1,6	0,5	-
Государственный долг	2001	%ВВП	69,1	44,8	-
Текущий баланс	2001	%ВВП	0,0	-4,1	2,4 <sup>e</sup>

<sup>a</sup> 1 января 2001 г.; <sup>b</sup> Рассчитано по ППС; <sup>c</sup> Исключая торговлю между странами зоны евро, экспорт ФОБ, импорт СИФ.; <sup>d</sup> Доля в общей численности рабочей силы; <sup>e</sup> 2000 г.

*Источники:* ECB Monthly Bulletin. Frankfurt-am-Main, 2000. January. P. 36, 2002. May. P. 42\*-71\*; Main Economic Indicators. OECD. P., 2001. November. P. 12-13, 33-35, 52-57, 66-71, 266-268.

Небывалое наводнение, случившееся в августе 2002 г. в бассейнах Эльбы и Дуная, потребовало крупных расходов от властей Германии и Австрии, что, очень вероятно, ухудшит их годовые бюджетные показатели.

Таким образом, по своей экономической силе зона евро вплотную приближается к Соединенным Штатам и если уступает им, то совсем ненамного. Однако в области развития финансовых рынков между двумя регионами имеются крупные различия (табл. 3.2).

Таблица 3.2

## Финансовые рынки зоны евро, США и Японии в 1999–2001 гг.

Показатель	Единица измерения	Зона евро		США		Япония
		Июнь 1999 г.	Конец 2001 г.	Июнь 1999 г.	Конец 2001 г.	Июнь 1999 г.
Банковские депозиты	Млрд. евро	4 752	–	4 743	–	4 468
	% ВВП	78	64,3	55	60,6	112
Банковские ссуды	Млрд. евро	6 136	–	4 155	–	4281
	%ВВП	100	108,2	48	50,7	107
Национальные ценные бумаги в обращении:	Млрд. евро	5 423	–	14 141	–	5 061
	% ВВП	89	90,6	165	148,6	127
корпораций	Млрд. евро	202	–	2 494	–	583
финанс. институтов	Млрд. евро	1 892	–	3 900	–	754
госсектора	Млрд. евро	3 329	–	7 747	–	3 724
Капитализация фондового рынка <sup>а</sup>	Млрд. евро	4 346	–	13 861	–	6 276
	% ВВП	72	73,3	163	139	138

<sup>а</sup> 1999 г. – октябрь; вследствие разных методов подсчета данные не полностью сравнимы.

*Источник:* ECB Monthly Bulletin. Frankfurt-am-Main, 2000. January; EURO Papers, European Commission. № 46, July 2002. P. 30.

Как видно из табл. 3.2, абсолютная величина выданных в зоне евро банковских ссуд в полтора раза больше, чем в Соединенных Штатах. При этом объем банковского кредитования в странах ЭВС равен их ВВП, а в США составляет лишь половину производимого в стране продукта. В то же время показатели общей стоимости находящихся в обращении ценных бумаг и капитализации фондового рынка в зоне евро в три раза (!) меньше, чем в США. Особенно велико отставание европейцев в сфере корпоративных ценных бумаг: в 1999 г. общая стоимость обращавшихся активов этого типа составляла в странах ЭВС 200 млрд. евро по сравнению с 2,5 трлн. евро в США. Единственным сектором фондового рынка, где Европа удерживает сильные позиции, являются облигации. В 2001 г. доля облигаций, номинированных в евро, в общей нетто-эмиссии облигаций в мире составила 44 и 48% (500 и 550 млрд. долл.<sup>1</sup>).

<sup>1</sup> EURO Papers, European Commission. № 46, July 2002. P. 34.

Если в Европе предприятия традиционно финансировались банками (чему в немалой степени способствовал и принцип протестантской морали: сначала накопи, а потом трать), в Соединенных Штатах главным способом привлечения средств на нужды бизнеса был и остается акционерный капитал. По сравнению с банковскими займами или использованием собственных средств предприятия такой тип финансирования обладает существенным преимуществом – высокой ликвидностью. Действительно, предприятию гораздо легче выпустить ценные бумаги, чем получить кредит от банка или накопить необходимые сбережения. Следует отметить, что с начала 90-х гг. в большинстве промышленно развитых стран начался процесс дезинтермидиации, т. е. утраты банками роли основного кредитора предприятий в пользу фондового рынка. Так, в течение десятилетия капитализация рынка акций по отношению к ВВП удвоилась во Франции, Великобритании и Германии, однако в США она тем временем утроилась<sup>1</sup>. Сейчас ни одна из фондовых бирж зоны евро не может соперничать по своему обороту с американскими (табл. 3.3). В конце 2000 г. в листинг американских бирж входило 7200 компаний, в зоне евро их было 4900, в других странах ЕС – 3400<sup>2</sup>.

Проблема Западной Европы состоит не только в том, что ее фондовые рынки значительно меньше американских, но и в том, что они во многом остаются *национальными*. В настоящее время в США функционирует восемь фондовых бирж, причем две из них – Нью-Йоркская и НАСДАК занимают 95% рынка, что свидетельствует об очень высокой концентрации биржевой торговли. В Евросоюзе функционирует около 30 фондовых бирж, и возможность их слияния в 2–3 крупные биржи пока не просматривается<sup>3</sup>. До образования ЭВС в некоторых западноевропейских странах, например в Германии, Италии, Нидерландах, Испании, Бельгии и Австрии, деятельность страховых компаний подпадала под жесткие валютные ограничения. Чтобы минимизировать курсовые потери, они были обязаны при формировании инвестиционных портфелей размещать 80% активов в той же валюте, в которой оформлены обязательства (т. е. в национальной). На приобретение ценных бумаг в иностран-

---

<sup>1</sup> *Матросов С.* Конкуренция и интеграция – основные направления развития современного фондового рынка Западной Европы // *Финансист.* 2000. № 11–12. С. 86–87.

<sup>2</sup> The Euro Equity Markets. ECB, August 2001. P. 11.

<sup>3</sup> *Матросов С.* Цит. соч. С. 88.

ных валютах можно было потратить лишь 20% средств. Аналогичные ограничения, хотя и не столь жесткие, распространялись на пенсионные фонды<sup>1</sup>. В результате фондовые рынки стран ЕС (кроме британского) были отгорожены друг от друга, их взаимное проникновение ограничивалось чрезвычайно узкими каналами. Неслучайно до сих пор на большинстве бирж зоны евро доля иностранных акций в общем обороте пренебрежимо мала (см. табл. 3.3). Исключение составляет лишь Немецкая биржа и в отдельные годы Стокгольмская биржа, где котируются акции других скандинавских и балтийских компаний. Пока такое положение сохраняется, говорить о едином финансовом рынке ЭВС не приходится.

Таблица 3.3

**Годовой оборот торговли акциями на ведущих биржах мира в 1999–2001 гг., млрд. долл.**

Биржа/географическое положение рынка	1999 г.			2001 г.		
	Всего, млрд. долл.	В том числе иностранные		Всего, млрд. долл.	В том числе иностранные	
		Млрд. долл.	%		Млрд. долл.	%
НАСДАК (REV)	10463	349	3,3	10935	469	4,3
Нью-Йоркская фондовая биржа (TSV)	8910	687	7,7	10489	787	7,5
Лондонская фондовая биржа (REV)	3164	1829	50,8	4551	2651	58,3
EURONEXT (REV)	—	—	—	3180	19	0,6
Немецкая фондовая биржа (TSV)	1473	167	11,4	1442	136	9,4
Париж (REV)	2750	74	2,7	—	—	—
Мадрид (REV)	699	2	0,3	842	3	0,4
Стокгольм (REV)	302	71	23,6	595	15	2,5
Италия (TSV)	511	3	0,6	710	40	5,6
Амстердамская фондовая биржа (REV)	422	2	0,6	—	—	—

Источник: www.fibv.com.

Несмотря на то что в преддверии создания единого внутреннего рынка ЕС (его формирование завершилось в 1992 г.) между государствами-членами были сняты практически все барьеры на пути движения капиталов, финансовое пространство зоны евро сильно сегментировано. Его дальнейшей консолидации препятствуют внутренние административные правила, которые сильно отличаются от

<sup>1</sup> Лицик В. Евро и новые тенденции развития рынка капиталов в Европейском экономическом и валютном союзе // Рынок ценных бумаг. 1999. № 13. С. 6.

страны к стране. В зависимости от существующих традиций, демографических тенденций, некоторых других национальных особенностей местные органы власти по-разному регулируют деятельность банков, фондов взаимного финансирования, пенсионных фондов, венчурных предприятий и т.п. Все это непосредственно воздействует на условия, в которых развивается фондовый рынок, повышает или понижает спрос на те или иные виды активов. В докладе, подготовленном Европейской Комиссией, отмечается, что предоставление трансграничных финансовых услуг внутри ЕС сопряжено с многочисленными сложностями самого разного характера. Они связаны с различиями в законодательстве, с практикой регулирующих органов, с правилами конкуренции, а также с техническими барьерами. В высшей степени разобщенными остаются рынки финансовых услуг населению. В зоне евро менее 5% банковских отделений принадлежит банкам из других стран ЕС. Затраты на совершение трансграничных сделок с ценными бумагами, по оценкам, в 8–10 раз превышают аналогичные расходы внутри страны<sup>1</sup>.

Еще один дезинтегрирующий фактор – налоговое законодательство. Оно является национальным сейчас и будет таковым в обозримой перспективе. Дело в том, что налоги – один из немногих инструментов макроэкономического регулирования, который остался в руках национальных властей после создания ЭВС (почти все остальные перешли к Европейскому центральному банку и Совету ЭКОФИН), и с помощью налогов государства могут адаптировать общую экономическую и денежно-кредитную политику к текущей ситуации в стране (подробнее см. разд. 1.3.1).

Что касается валютнообменных операций, то здесь зона евро и США сейчас имеют примерно равные позиции (табл. 3.4.). По данным БМР, в 2001 г. на эти регионы приходилось соответственно 15 и 16% общемирового рынка.

Ситуация может коренным образом измениться в пользу зоны евро, если к ней примкнет Великобритания, так как Лондон является главным мировым центром торговли валютой, – его квота составляет 31%. Примечательно, что объемы торгуемых в Лондоне долларов превышают показатель для самих Соединенных Штатов: соответственно 460 и 240 млрд. долл. в день в 2001 г.<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Report by the Economic and Financial Committee (EFC) on EU financial integration. European Commission Economic Papers № 171, May 2002. P. 4, 16–17.

<sup>2</sup> Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity. Bank for International Settlements. Basle, 2002. March. P. 58.

Таблица 3.4

**Географическое распределение операций на мировом валютнообменном рынке. Средний суточный оборот, млрд. долл.**

Страна	Апрель 1992 г.		Апрель 1995 г.		Апрель 1998 г.		Апрель 2001 г.	
	Объем	%	Объем	%	Объем	%	Объем	%
Всего	1 076	100,0	1 572	100,0	1 969	100,0	1 618	100,0
В том числе:								
США	167	16	244	16	351	18	254	16
Великобритания	291	27	464	30	637	33	504	31
Австрия	4	0	13	1	11	1	8	1
Бельгия	16	2	28	2	27	1	10	1
Финляндия	7	1	5	0	4	0	2	0
Франция	33	3	58	4	72	4	48	3
Германия	55	5	76	5	94	5	88	5
Греция	1	0	3	0	7	0	5	0
Ирландия	6	1	5	0	10	1	8	1
Италия	16	2	23	2	28	1	17	1
Люксембург	13	1	19	1	22	1	13	1
Нидерланды	20	2	26	2	41	2	30	2
Португалия	1	0	2	0	4	0	2	0
Испания	12	1	18	1	19	1	8	1
Всего зона евро	286,5	27	277,6	18	339,8	17	239	15

**Примечание.** Данные по объему сделок очищены от двойного счета на внутреннем рынке, но включают двойной счет при трансграничных операциях.

**Источник:** Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity. Bank for International Settlements. Basle, 2002. March P. 12.

Подведем итоги. Из восьми экономических условий, необходимых для успешного становления евро на внешних рынках, страны ЭВС практически полностью отвечают пяти: они обладают значительным по масштабам хозяйством; их экономика достаточно открыта; она хорошо интегрирована в мировую; в течение последних лет отмечаются низкие темпы инфляции; баланс по текущим операциям бездефицитен. Вполне удовлетворительно соблюдаются еще два критерия: экономика стран ЭВС относительно устойчива к внешним воздействиям и имеет неплохой потенциал роста. Самым слабым звеном зоны евро являются финансовые рынки: по степени



своего развития, глубине, широте и ликвидности они значительно уступают американскому. Таким образом, страны ЭВС не выполняют одного из трех принципиальных условий, необходимых для перемещения евро из категории резервных валют (среди которых ей принадлежит второе, но сильно удаленное от лидера место) в категорию ведущих, после чего она могла бы стать реальной альтернативой доллару в мире.

### 3.1.2. Государственное использование евро за рубежом

Государственное использование той или иной валюты за рубежом сводится к трем сферам. Средством накопления она выступает, когда иностранные государства формируют в ней официальные резервы; мерой стоимости – если к ней привязываются курсы других денежных единиц; средством обращения – при осуществлении валютных интервенций. (см. табл. 2.5). Кроме того, валюта может использоваться при получении и погашении государственных кредитов, а также в рамках межгосударственных соглашений о безвозмездной помощи. В этих операциях она является средством платежа (в западной литературе данную функцию зачастую объединяют с функцией средства обращения).

Начнем с официальных резервов. Присутствие той или иной валюты в государственных накоплениях других стран – проявление доверия к ней со стороны мирового сообщества, признак того, что она является резервной, или ключевой, валютой. До создания ЭВС из всех западноевропейских денежных единиц резервными были: немецкая марка, фунт стерлингов, французский франк, голландский гульден и ЭКЮ. Причем ЭКЮ, доля которой доходила до 10% мировых резервов, за редким исключением использовалась лишь внутри самой Западной Европы: в ней формировались резервы стран Европейской валютной системы. Доля голландского гульдена колебалась вокруг 1%. Чуть большим (2%) был удельный вес французского франка за счет привязки к нему валют некоторых стран франкоговорящей Африки. На немецкую марку последние двадцать лет, как правило, приходилось от 12 до 15% государственных резервов других стран. Фунт стерлингов держался на уровне от 2 до 4%. В целом же совокупная доля ЭКЮ, немецкой марки, французского франка и голландского гульдена достигала в 1987–1991 гг. 30% общемировых официальных резервов (табл. 3.5).

Однако с начала 90-х гг. этот показатель постоянно снижался, хотя в количественном выражении накопления в данной группе валют даже несколько увеличились. Так, в течение 1992–1998 гг. центральные банки третьих стран дополнительно приобрели немецкие марки на сумму около 60 млрд. СДР<sup>1</sup>. Курсы западноевропейских валют, если и снизились, то не настолько, чтобы объяснить долгосрочное падение их веса в общем объеме мировых резервов. Главная причина данного тренда – постоянный и мощный рост резервов в долларах США. С 1991 по 2000 г. их общая стоимость увеличилась с 300 до 900 млрд. СДР, т. е. почти утроилась (!). При этом за счет повышения курса доллара было накоплено лишь 67 млрд. СДР<sup>2</sup>. Другими словами, за прошедшее десятилетие государства мира дополнительно приобрели активы в американской валюте на сумму, в полтора с лишним раза большую, чем за всю предыдущую историю.

Таблица 3.5

**Доля отдельных валют в официальных валютных резервах стран мира (на конец периода), %**

Валюта	1990 г.	1993 г.	1996 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.
Доллар США	50,6	56,4	60,1	65,7	66,2	64,4
Японская иена	8,0	7,6	6,0	5,3	5,1	5,0
Фунт стерлингов	3,0	2,9	3,4	3,8	4,0	3,6
Швейцарский франк	1,2	1,1	0,8	0,7	0,7	0,7
Евро	–	–	–	–	12,5	12,0
Немецкая марка	16,8	13,4	12,8	12,1	–	–
Французский франк	2,4	2,2	1,7	1,3	–	–
Голландский гульден	1,1	0,6	0,3	0,3	–	–
ЭКЮ	9,7	8,2	5,9	0,8	–	–
Всего 4 валюты ЭВС	30	24,4	20,7	14,5	–	–

**Примечание.** Сумма резервов в валютах ЭВС до введения евро не может сравниваться с резервами в евро в 1999–2000 г. См. разъяснения в тексте.

**Источник:** Annual Report 2001. International Monetary Fund. Wash., 2002. P.104.

Гигантский прирост долларовых резервов – на 750 млрд. долл. – был обусловлен несколькими причинами. Во-первых, в 90-е

<sup>1</sup> 30 ноября 2000 г. 1 долл. США равнялся 0,78 СДР.

<sup>2</sup> Annual Report 2000. International Monetary Fund. Wash., 2000. P. 112.

гг. процесс глобализации финансовых рынков вошел в решающую стадию. Исчезновение барьеров на пути движения капиталов и повсеместная либерализация валютных режимов значительно осложнили для правительств задачу поддержания стабильности обменных курсов. У рыночных спекулянтов, наоборот, возможности проведения атак на ту или иную валюту многократно возросли. Национальным властям, чтобы обеспечить достаточную защиту своей денежной единицы, стало требоваться гораздо больше валютных накоплений, чем раньше. Прежде всего это относится к валютам развивающихся стран и стран с переходной экономикой. С 1994 г. по март 2001 г. общие валютные резервы этой группы государств увеличились с 425 до 930 млрд. СДР<sup>1</sup>.

Во-вторых, в 90-е гг. МВФ активно пропагандировал преимущества валютных режимов, предусматривающих жесткую фиксацию курса слабой денежной единицы к валюте-якорю. Последней, как правило, выступал доллар США (везде, кроме Центральной и Восточной Европы). К середине десятилетия тезис о необходимости и полезности жесткой фиксации уже был не только официальной точкой зрения международных финансовых организаций, но и прочно утвердился в политических и научных элитах большинства стран. Целый ряд государств Азии и Латинской Америки, а также Россия ввели режимы валютного управления (currency board), жесткой или скользящей фиксации. Для их поддержания, естественно, были необходимы резервы в соответствующей валюте, т. е. в долларах. Последовавшие затем валютно-финансовые кризисы 1997–1998 гг. только увеличили потребность развивающихся стран в государственных накоплениях. Если в 1998 г. они увеличились на 13 млрд. СДР, по сравнению с предыдущим годом, в 1999 г. прирост составил 82 млрд. СДР<sup>2</sup>.

В-третьих, вследствие распада советского блока валюты бывших социалистических стран перестали быть замкнутыми. Большинство правительств поставили цель, как можно скорее перейти к полной конвертируемости национальных денежных единиц. Поддержание рыночного курса денежной единицы в условиях либерального валютного режима создает необходимость в гораздо больших резервах, чем это требуется при плановой экономике, когда национальные деньги не являются предметом купли-продажи. В конце

<sup>1</sup> Annual Report 2000. International Monetary Fund. Wash. 2000. P. 110.

<sup>2</sup> Ibid. P. 102.

1996 г. официальные резервы стран Центральной и Восточной Европы составляли около 70 млрд. долл., из которых половина была выражена в европейских валютах и половина – в американской<sup>1</sup>. Более 30 млрд. долл. сейчас находится в резервах Банка России и еще не меньше 5 млрд. – в резервах стран СНГ (речь идет о средствах, номинированных в долларах, а не обо всех валютных резервах).

Падение роли западноевропейских валют в мировых резервах было также связано с внутренними факторами. После того как в 1998 г. между 11 валютами будущих участников ЭВС были установлены жесткие паритеты, механизм коллективного поддержания обменных курсов Европейской валютной системы, по сути, перестал существовать (его участниками на тот момент остались лишь Дания и Греция). Потребность в ЭКЮ отпала, ее запасы были сокращены на 50 млрд. СДР. После 1 января 1999 г. средства в валютах ЭВС, имевшиеся в национальных центральных банках стран зоны евро, перестали быть резервами в иностранной валюте (например, накопления Германии во французских франках) и превратились в средства в национальной валюте. Это уменьшило общие резервы в европейских денежных единицах еще на 8 млрд. СДР<sup>2</sup>.

Перспективы евро в качестве резервной валюты будут определяться двумя основными факторами: долгосрочным стремлением инвесторов (в данном случае государственных) диверсифицировать валютную структуру резервов и способностью евро удовлетворить эту потребность, что, в свою очередь, будет зависеть от сравнительных параметров рыночного поведения евро и доллара. В гл. 2 говорилось, что наибольший шанс утвердиться и расширить сферу своего влияния единая валюта имеет в тех областях, где она выступает именно средством накопления, поскольку диверсификация портфеля позволяет минимизировать потери от колебания стоимости входящих в него активов. Моновалютность в данном случае повышает курсовые и политические риски. Когда деньги выполняют функцию средства обращения, действует противоположная тенденция: чем меньше денежных единиц используется, тем меньше транзакционные издержки участников. Здесь моновалютность – благо. Применительно к евро важно еще одно обстоятельство: когда инвесторы

---

<sup>1</sup> Оценка МВФ и БМР. *McCauley R. Prospects of the exchange rate of the euro // The Euro. A challenge and opportunity for financial markets / Artis M., Weber A., Hennessy E. (eds.).* L.; N.Y.: Routledge, 2000. P. 355.

<sup>2</sup> Annual Report 2001. IMF... P. 104.

используют тот или иной актив для накопления, его ликвидность имеет для них гораздо меньшее значение, чем когда тот же актив выступает средством обращения (а ликвидность, как будет показано ниже, еще многие годы останется “ахиллесовой пятой” евро). Действительно, долгосрочные облигации и другие активы, включаемые в денежный агрегат  $M_3$ , но не входящие в агрегаты  $M_2$  и  $M_1$ , с успехом выполняют функцию средства накопления, хотя их ликвидность на порядок ниже, чем у средств двух первых категорий.

Чтобы евро стал широко использоваться для формирования государственных резервов, его курс должен быть стабильным. Однако в течение 1999–2000 гг. единая валюта теряла в цене (за это время ее курс упал по отношению к доллару на 24%, к японской иене – на 20, к фунту стерлингов – на 11 и к швейцарскому франку – на 5%). В 2001 г. евро сначала дорожал, а потом снова дешевел, и только в середине 2002 г. достиг паритета с долларом, но так и не вернулся на первоначальную позицию – 1,17 долл. за 1 евро (подробнее см. разд. 2.2).

Наблюдаемое сейчас равенство курсов доллара и евро – это не начало длительного периода равновесия, а временная точка пересечения курсовых кривых, притом что их дальнейшая траектория плохо поддается прогнозированию. Если евро удержит набранную высоту хотя бы в течение года, а доллар будет демонстрировать признаки неустойчивости, национальные денежные власти третьих стран (впрочем, как и остальные инвесторы) начнут переводить накопления из долларов в евро.

Тогда в мировой валютной системе может возникнуть беспрецедентная ситуация. Доллару будет противостоять уже не разрозненное множество денежных единиц, каждая из которых значительно слабее его, а единая европейская валюта. В силу большого экономического веса ЭВС евро станет гораздо лучшей заменой доллара в резервах, чем немецкая марка, французский франк, голландский гульден и ЭКЮ по отдельности. Соединенные Штаты окажутся перед лицом серьезнейшей проблемы: что делать с вытесняемыми из государственных резервов долларами. Вариантов решения не так уж много: найти им новые сферы приложения за рубежом (т. е. во *внутреннем* обращении развивающихся стран и стран СНГ), девальвировать доллар или перекрыть каналы возвращения долларов в США административными мерами, нарушив международные обязательства, как это было в 1971 г. Упрочение евро в качестве резервной ва-

люты может в перспективе привести к тому, что у США возрастут потребности в собственных инвалютных резервах: чтобы обеспечивать стабильность доллара и иметь запас на случай интервенций. До сих пор объем таких резервов явно не соответствует масштабам американской экономики. В июле 2001 г. они составляли 43 млрд. СДР, или 56 млрд. долл. Для сравнения: в Японии, имеющей почти втрое меньший ВВП, золотовалютные резервы равны 350 млрд. долл.

На масштабы применения евро в качестве валюты накоплений и заимствований может в значительной мере повлиять политика Всемирного банка, в группу которого входит Европейский банк реконструкции и развития (ЕБРР). В середине 90-х гг. почти половина кредитов, предоставленных Всемирным банком развивающимся странам, была номинирована в долларах США, тогда как на европейские валюты приходилось лишь 18% (табл. 3.6). Еще более асимметричной была структура займов коммерческих банков, в них доля американской валюты составляла 65%, а европейских – только 9%. Наиболее сильные позиции валюты ЕС имели в Центральной и Восточной Европе – здесь их удельный вес достигал 27%. Вероятно, что ЕБРР (капитал которого номинирован в евро) и коммерческие банки ЕС с подачи правительств теперь будут выдавать займы в основном в евро, руководствуясь не столько краткосрочными коммерческими выгодами, сколько долгосрочной целью – максимально расширить сферу обращения евро и закрепить за ним определенные сегменты рынка.

Таблица 3.6

**Валютная структура внешней задолженности развивающихся стран (конец 1996 г.), млрд. долл.**

Регионы/кредиторы	Всего		Доллары США		Японские иены		Валюты ЕС		Прочие валюты*	
	долл.	%	долл.	%	долл.	%	долл.	%	долл.	%
Латинская Америка	624	100	421	67	66	11	72	12	65	10
Азия	745	100	345	46	243	33	72	10	85	12
Восточная Европа	373	100	138	37	43	11	102	27	91	24
Всего**	2 083	100	1 045	50	377	18	329	16	331	16
В том числе:										
Банки	374	100	245	65	74	20	33	9	22	6
Всемирный банк	1 704	100	799	46	303	18	297	18	309	18

\* Включая неидентифицированные валюты.

\*\* Включая Африку.

*Источники:* БМР; McCauley R. Op. cit. P. 355.

Что касается использования евро в качестве валюты-якоря (функция меры стоимости), здесь просматриваются три географические зоны его влияния (табл. 3.7). *Первая* – Центральная и Восточная Европа. Девять из 10 стран-кандидатов на вступление в ЕС тем или иным образом ориентируют свои валютные режимы на евро (подробнее см. разд. 3.3.3). Это и понятно: все они намерены стать полноценными членами Евросоюза и в перспективе полностью перейти на евро, отказавшись от национальных денежных единиц. В некоторых из них даже обсуждались планы сделать это в одностороннем порядке, не дожидаясь вхождения в ЕС. Подобным устремлениям вряд ли суждено материализоваться уже потому, что в таком случае Евросоюз потерял бы рычаги управления экономическими и финансовыми реформами в странах-кандидатах. На евро ориентированы курсы национальных валют нескольких других европейских стран: Боснии-Герцеговины, Хорватии, Македонии, Мальты, Кипра, а также Исландии. Датская крона привязана к евро в диапазоне  $\pm 2,25\%$  в рамках Европейской системы-2 (которая сейчас, как уже отмечалось, состоит из единственного члена – Дании).

*Вторая зона* – Западная и Центральная Африка. В 30-е и 40-е годы Франция ввела в своих африканских колониях национальные денежные единицы, которые жестко привязывались к французскому франку. В 1945 г., сразу после окончания Второй мировой войны эти денежные единицы были объединены во франк КФА (Franc des Colonies Francaises d'Afrique), 1 франк КФА был приравнен к 1,7 старых французских франков. С 1994 г. 1 французский франк равен 100 франкам КФА. Изначально франк КФА эмитировался Банком Франции. После того как в 50 – 60-е гг. колонии получили независимость, эта функция перешла в руки двух региональных центральных банков Африки, каждый из которых является главным денежно-кредитным институтом соответствующей региональной группировки: Западно-Африканского экономического и валютного союза<sup>1</sup> и Центрально-Африканского экономического и валютного союза<sup>2</sup>. Каждый из них выпускает свою валюту, обращающуюся только на его территории. Франция гарантирует неограниченную конвертируемость каждого из африканских франков во французские. Специальные механизмы регулируют устойчивость и обратимость франков КФА.

<sup>1</sup> Участниками данного Союза являются: Бенин, Буркина-Фасо, Кот-Д'Ивуар, Гвинея-Бисау, Мали, Нигер, Сенегал и Того.

<sup>2</sup> В число участников Союза входят: Камерун, Чад, Конго, Экваториальная Гвинея, Габон и Центрально-Африканская Республика.

Таблица 3.7

## Евро в валютных режимах третьих стран, март 2001 г.

Страна или регион	Форма привязки национальной валюты	Валюта или валюты привязки
<i>Европейские страны:</i> 9 стран-кандидатов на вступление в ЕС <sup>a</sup>	Различные	Евро, СДР в Латвии
Дания	Фиксированный курс	Евро
Исландия	Фиксированный курс	Корзина с участием евро
Кипр	Фиксированный курс	Евро
Босния и Герцеговина	Валютное управление	Евро
Македония	Фактический фиксированный курс	Евро
Мальта	Фиксированный курс	Корзина с участием евро
Монако, Сан-Марино, Ватикан	Евро – национальная валюта по соглашению с ЕС	
Андорра, Косово, Черногория	Евро введен вместо национальной валюты	
<i>Неевропейские страны:</i> 14 африканских стран зоны франка КФА	Фиксированный курс	Евро
Саудовская Аравия	Фиксированный курс	СДР <sup>b</sup>
ОАЭ	Фиксированный курс	СДР <sup>b</sup>
Ливия	Фиксированный курс	СДР <sup>b</sup>
Бахрейн	Фиксированный курс	СДР <sup>b</sup>
Катар	Фиксированный курс	СДР <sup>b</sup>
Израиль	Наклонный коридор	Корзина с участием евро
Марокко, Кувейт	Фиксированный курс	Корзина <sup>c</sup>
Тунис	Наклонный коридор	Корзина <sup>cd</sup>
Мьянма	Фиксированный курс	СДР
Бангладеш	Фиксированный курс	Корзина с участием евро

<sup>a</sup> Июль 2002 г.; <sup>b</sup> Фактическая привязка к доллару; <sup>c</sup> Составляющие корзины не раскрываются, <sup>d</sup> Фактическая привязка к евро.

**Примечание.** На евро в той или иной степени также ориентируют валютные режимы следующие страны: Бурунди, Кабо-Верде, Ботсвана, Коморские острова, Иордания, Сейшельские Острова, Вануату.

**Источник:** Review of the International Role of the Euro. ECB Frankfurt-am-Main, 2001. P. 43 – 44.



С 1 января 1999 г. в связи с введением евро установлен фиксированный курс франка КФА к евро (1 евро = 655,957 франка КФА). В соответствии с резолюцией Совета ЕС все решения, касающиеся изменения паритета между франком КФА и евро, отнесены исключительно к компетенции французских властей. Тем не менее, Франция обязана информировать Европейскую комиссию, ЕЦБ, а также Экономический и финансовый комитет о любых планируемых изменениях в ее валютных соглашениях с данным регионом<sup>1</sup>.

*Третья зона* – нефтеэкспортирующие государства Ближнего Востока и Ливия. Все они фиксируют курсы своих денежных единиц по отношению к СДР или иным корзинам, составленным в разных пропорциях из долларов США, евро и других валют. Данный регион может иметь большое стратегическое значение для будущей единой валюты. Во-первых, ориентация валютных режимов на евро (пусть частичная) создает предпосылки для того, чтобы денежные власти этих стран в перспективе увеличили официальные резервы в евро. Однако в ближайшее время на это едва ли можно рассчитывать. Так, в рабочих материалах Иерусалимского университета говорилось, что в первые годы функционирования ЭВС Банку Израиля не целесообразно иметь резервы и обязательства в единой валюте из-за непредсказуемости ее курсовой динамики<sup>2</sup>. Во-вторых, и это гораздо важнее, присутствие евро в валютных режимах нефтедобывающих стран может стать отправной точкой для диверсификации валютной структуры их экспортных поступлений, иначе говоря, подготовить почву для использования евро в качестве валюты платежа в торговле нефтью. Если подобные примеры будут иметь место, это откроет единой валюте путь на рынки энергоносителей и другого сырья, что имеет огромное коммерческое и стратегическое значение для стран ЭВС.

В целом же масштабы государственного использования евро третьими странами (для накопления официальных резервов и привязки национальных валют) в высшей степени будут зависеть от того, насколько устойчивым будет курс единой валюты на мировых рынках и как ее стоимость будет соотноситься со стоимостью аме-

<sup>1</sup> *Mange P.* From CFA frank to Afro-euro // EMU Watch. Deutsche Bank Research. Frankfurt-am-Main, 1999. № 72. P. 1–10.

<sup>2</sup> *Sadeh T.* Some Trade Effects of the EMU on Israel. / The Hebrew University of Jerusalem, the Helmut Kohl Institute for European Studies. Working Paper. 1998. № 12/98. P. 30, 32.

риканского доллара. По данным ЕЦБ, в начале 2002 г. более 50 стран мира имели валютные режимы, в которых та или иная роль принадлежала евро<sup>1</sup>.

### 3.1.3. Частное использование евро на внешних рынках

Валюта может обращаться на внешних рынках в трех основных качествах. Она является средством накопления при формировании банковских резервов, мерой стоимости – при фактурировании внешнеторговых контрактов и средством обращения, когда в ней осуществляются платежи по внешнеэкономическим сделкам, когда она участвует в валютнообменных операциях и проникает во внутренний оборот иностранных государств (подробнее см. табл. 2.5). К сожалению, на сегодня нет международной статистики о масштабах использования тех или иных денежных единиц в качестве валюты, в которой устанавливаются контрактные цены, а также об их циркуляции во внутреннем обороте других стран. Что касается первой области (мера стоимости в торговле), составить представление о ней помогают данные о валютной структуре фактических платежей по трансграничным поставкам, ведь в подавляющем большинстве случаев валюта платежа и валюта цены в контракте совпадают. В этом разделе мы сначала оценим позиции единой валюты на мировых рынках капитала (там она выполняет функции средства накопления), затем обратимся к международным валютным и товарным рынкам (средство обращения) и, наконец, рассмотрим ее перспективы в качестве меры стоимости.

Начиная с середины 90-х гг. евро (до 1 января 1999 г. имеются в виду 11 валют, вошедших в ЭВС с момента его создания) расширил свое присутствие на всех сегментах международных рынков капиталов (табл. 3.8). Его доля в совокупном объеме обращающихся международных долговых обязательств поднялась с 17 до 28%. Этот прирост был достигнут за счет быстрого увеличения новых выпусков всех видов заимствований. Так, в стоимости вновь эмитированных краткосрочных обязательств удельный вес европейских валют вырос в четыре раза (с 6 до 24%), а в стоимости долгосрочных ценных бумаг – в два с лишним раза (с 14 до 31%). По последнему показателю зона евро практически сравнялась с Соединенными Штатами, которые утратили существенную часть принадлежав-

<sup>1</sup> ECB Annual Report 2001. Frankfurt-am-Main. P. 107.

шего им в недалеком прошлом рынка. В целом же долгосрочная динамика частного использования евро как средства накопления подтверждена тем же факторам, что и динамика его государственного использования в данной функции. В разд. 1.1.2 говорилось, что для инвесторов единая валюта может представлять большой интерес как инструмент диверсификации сбережений при условии, что ее курс остается стабильным или повышается. По всей видимости,

Таблица 3.8

**Евро, доллар США и японская иена  
на международных рынках капиталов, %**

	Евро			Доллар США			Японская иена		
	1994 г. I кв.	1999 г. IV кв.	I кв. 1999 г. II кв. 2001 г.	1994 г. I кв.	1999 г. IV кв.	I кв. 1999 г. II кв. 2001 г.	1994 г. I кв.	1999 г. IV кв.	I кв. 1999 г. II кв. 2001 г.
Выпуск международных облигаций и векселей <sup>a</sup>	14	32	31	52	31	36	16	21	18
Выпуск международных инструментов денежного рынка <sup>a</sup>	6	22	24	85	62	60	1	3	3
Международные долговые обязательства <sup>b</sup> в обращении	17	24	28 <sup>d</sup>	49	45	49 <sup>b</sup>	15	16	16 <sup>d</sup>
Банковские инвалютные пассивы <sup>c</sup>	17	21	—	58	56	—	12	8	—
Банковские инвалютные активы <sup>c</sup>	16	21	—	57	54	—	13	10	—

<sup>a</sup> Объявленные выпуски, исключая активы, номинированные в национальных валютах; <sup>b</sup> Облигации, векселя и инструменты денежного рынка; <sup>c</sup> 1999 г. — III кв.; <sup>d</sup> Сентябрь 2001 г.

**Примечание.** Расчет произведен по курсам первого квартала 1994 г.; инструменты денежного рынка включают межбанковские депозиты и краткосрочные ценные бумаги.

**Источники:** БМР; расчеты сотрудников ЕЦБ: *Detken C. Hartmann P. The euro and International Capital Markets // International Finance. 2000. 3:1. P. 63–72; ECB Annual Report 2001. Frankfurt-am-Main, 2002. P. 107.*

главным источником укрепления ее позиций на международных рынках капиталов стал энтузиазм зарубежных инвесторов, вызванный образованием ЭВС и перспективами консолидации западноевропейского финансового пространства.

В целом роль евро как средства накопления если и будет меняться, то очень постепенно. Подтверждение этого – сравнительно небольшая доля европейской валюты в международных банковских активах и пассивах. Здесь ее удельный вес увеличивался медленнее всего. По мнению экспертов, если курс доллара будет стабильным, у инвесторов будет меньше стимулов переключаться на европейскую валюту, чем, если бы он был подвержен колебаниям или обесценению. В пользу евро может сработать слабая корреляция западноевропейских процентных ставок с американскими (тогда инвесторов привлечет возможность играть на разнице в стоимости активов). Вместе с тем следует ожидать, что Соединенные Штаты будут оказывать сопротивление попыткам европейцев усилить роль своей валюты на международных рынках капиталов, что осложнит процесс интернационализации евро<sup>1</sup>.

Теперь обратимся к тем сферам, где евро является средством обращения. Важнейшая из них уже в силу своих размеров – валютообменные операции. По данным Банка международных расчетов, в 2001 г. 90% всех совершавшихся в мире валютообменных операций имели своим предметом покупку или продажу долларов. В 1992 и 1995 гг. этот показатель составлял немногим более 80% (табл. 3.9). Доля немецкой марки в течение исследуемого десятилетия колебалась от 27 до 40%, французского франка – от 2 до 8%. В общей сложности в 1989 г. денежные единицы 12 стран зоны евро участвовали в 33% операций, в 1995 г. эта цифра возросла до 60%, а в 1998 г. снова упала до 52%. После введения евро данный показатель сократился, поскольку исчез такой занимавшийся ими сегмент рынка, как сделки между валютами стран ЭВС: доля евро в 2001 г. составила 38%.

Главный принцип развития валютных рынков состоит в том, что из-за большого объема сделок операторы стремятся свести к минимуму транзакционные издержки. Именно поэтому разница между курсом продавца и покупателя приобретает ключевое значение. Те валюты, операции с которыми совершаются часто и в боль-

---

<sup>1</sup> *Alogoskoufis G., Portes R. Op.cit. P. 68.*

ших количествах, приобретают явные преимущества перед редко торгуемыми валютами. Для первых возникает емкий и ликвидный рынок, благодаря чему у банков появляется возможность сокращать спрэд. Это еще больше повышает заинтересованность операторов в использовании данной валюты как для прямых сделок, так и в качестве валюты-посредника, или ведущей, валюты (*vehicle currency*). Ведущая валюта начинает обслуживать оборот между парами других валют, для которых не существует развитого межбанковского рынка, т. е. когда они либо вообще не конвертируются напрямую друг в друга, либо соответствующий спрэд оказывается больше, чем сумма спрэдов с использованием ведущей валюты. Так, если обмен норвежской кроны на японскую иену обходится дороже, чем обмен по схеме норвежская крона – доллар США – японская иена, операторы будут прибегать ко второму способу. В результате общая сумма валютнообменных операций возрастет в два раза, притом что половина ее уже будет приходиться на доллар и лишь по 25% – на крону и иену.

Таблица 3.9

## Доля отдельных валют в валютнообменных операциях мира, %

	Апрель 1989 г.	Апрель 1992 г.	Апрель 1995 г.	Апрель 1998 г.	Апрель 2001 г.
Всего	200	200	200	200	200
В том числе:					
Доллар США	90	82	83	87	90
Евро	–	–	–	–	38
Немецкая марка	27	40	37	30	–
Японская иена	27	23	24	21	23
Фунт стерлингов	15	14	10	11	13
Французский франк	2	4	8	5	–
Швейцарские франк	10	9	7	7	6
Канадский доллар	1	3	3	4	5
Австралийский доллар	2	2	3	3	4
ЭКЮ и другие валюты ЕВС	4	12	15	17	–
Всего валюты ЭВС	33	56	60	52	–

*Источник:* Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity. Bank for International Settlements. Basle, 2002. March P. 9.

Исключительно сильные позиции доллара на мировых валютных рынках – результат того, что он выполняет на них функцию ведущей валюты (*foreign exchange vehicle*). Денежные единицы Азии, Западного полушария и Океании обмениваются через доллар как между собой, так и на европейские валюты. Поразительно, но факт: японская иена не может быть напрямую конвертирована в корейскую вону. Японский экономист Соко Танака пишет: “и иена, и вона являются свободно конвертируемыми валютами. Однако на самом деле они неконвертируемы на межбанковском рынке, если дилеры не готовы понести дополнительные транзакционные издержки. При посредничестве доллара банки могут конвертировать эти валюты одна в другую. То же относится к любой другой валютной паре в Азии”<sup>1</sup>. Аналогичным образом через американский доллар проводятся сделки между канадским долларом и датской кроной. Доллар США присутствует в 6 из 9 валютных пар с наибольшим оборотом (табл. 3.10). При этом евро в основном обмениваются на доллар США, а не прочие валюты мира. В 1998 г. на пары, где одной валютой сделки была немецкая марка, а другими – валюты ЭВС, японская иена, швейцарский франк и фунт стерлингов, приходилось по 1,2–2,5%. Характерно, что из всех 12 валют стран ЭВС только немецкая марка образовывала крупные по обороту пары с валютами, помимо доллара США. Денежные единицы других стран ЭВС, такие, как французский франк, итальянская лира, голландский гульден, не говоря уже об остальных, никогда не образовывали крупных рынков в паре с японской иеной, британский фунтом или швейцарским франком.

Переход стран ЭВС на единую валюту заметно меняет структуру европейского и мирового валютных рынков. Первая качествен-

---

<sup>1</sup> С.Танака продолжает: “Почему же доллар выступает ведущей валютой в сделках между валютами соседних стран? Количество сделок между корейскими вонами и японскими иенами на валютном рынке очень невелико, поэтому валютному дилеру, желающему купить воны, оказывается трудно найти партнера, который продает бы их ему в нужном количестве и в нужное время. Другими словами, дилер подвергает себя курсовому риску и даже риску вовсе не найти контрагента. Вместе с тем доллар обменивается на обоих рынках в больших количествах. Дилер может легко найти контрагента, который продаст ему воны в любом количестве”. *Tanaka S. The euro and its perception by world blocks, Asia // The Euro and the World. The role of the Euro in the Balanced Development of World Trade. Jean Monnet Chairs Conference. July 1998. Papers. Brussels, 1998. P. 209.*

ная перемена – расширение существующих и появление новых межбанковских рынков между европейской валютой и валютами других регионов. Так, до 1999 г. обмен доллара на валюты ЕВС происходил в рамках одного крупного канала (доллар – немецкая марка) и нескольких гораздо более мелких каналов (доллар – французский франк, доллар – голландский гульден, доллар – итальянская лира и т.п.). Теперь все они слились в один значительно более

Таблица 3.10

### Суточный оборот валютнообменных рынков по валютным парам

	Апрель 1998 г.		Апрель 2001 г.	
	Млрд. долл.	%	Млрд. долл.	%
Все валютные пары	1 442	100	1 173	100
В том числе:				
USD/EUR	–	–	354	30
USD/DEM	290	20	–	–
USD/JPY	267	18	231	20
USD/ другие валюты ЕВС	178	12	–	–
USD/GBP	118	8	125	11
USD/CHF	79	5	57	5
USD/FRF	68	4	–	–
DEM/другие валюты ЕВС	35	2	–	–
USD/CAD	50	3	50	4
USD/FRF	–	–	–	–
USD/AUD	42	3	47	4
DEM/JPY	24	2	–	–
DEM/GBP	31	2	–	–
DEM/CHF	18	1	–	–
EUR/JPY	–	–	30	3
EUR/GBP	–	–	24	2
EUR/CHF	–	–	12	1

**Примечание.** Коды валют СВИФТ: USD – доллар США, EUR – евро, DEM – немецкая марка, JPY – японская иена, GBP – фунт стерлингов, CHF – швейцарский франк, FRF – французский франк, CAD – канадский доллар, AUD – австралийский доллар.

**Источник:** Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity. Bank for International Settlements. Basle, 2001. March P.11.

масштабный рынок, на который приходится 30% мирового объема валютнообменных операций. Это самый большой и, следовательно, самый ликвидный в мире рынок, с которым априори не сможет соперничать ни один другой. Так, оборот внутри пары доллар – евро в 1,5 раза превышает оборот внутри пары доллар – японская иена.

В перспективе обороты рынков евро с другими валютами, например с японской иеной, швейцарским франком, фунтом стерлингов, станут на 25–50% больше, чем были соответствующие обороты по немецкой марке. Пока, правда, об этом говорить рано. Для всех стран ЭВС (в меньшей степени для Германии) это даст существенный прирост глубины и ликвидности валютных рынков. Не вызывает сомнений, что теперь конвертирование евро в японские иены стоит французским, итальянским и уж тем более бельгийским, финским и греческим банкам (и соответственно предприятиям) значительно дешевле, чем аналогичные сделки с прежними национальными денежными единицами.

Еще один плюс единой валюты – возникновение нескольких новых непосредственных котировок (не через кросс-курсы) и ликвидных межбанковских рынков. До введения евро многие западно-европейские валюты обменивались друг на друга через немецкую марку, которая в этих сделках исполняла роль ведущей валюты. Например, чтобы конвертировать датские кроны во французские франки банк сначала продавал кроны на немецкие марки, а уже потом на них покупал французские франки. Теперь между евро и датской кроной существует непосредственная котировка, что избавляет от двухступенчатых операций как французские, так и датские банки. Аналогичным образом появляются непосредственные котировки и более или менее ликвидные рынки по отношению к валютам стран Центральной и Восточной Европы, что выгодно банкам обоих регионов. Так, испанская фирма, получившая прибыль на территории Чехии, сможет напрямую обменять чешские кроны на евро, чего нельзя было сделать с испанскими песетами.

Возможно, что у евро образуются прямые котировки по отношению к валютам, которые раньше обменивались на национальные денежные единицы стран ЭВС только через американский доллар. Не исключено, что в перспективе появятся рынки евро – австралийский доллар или евро – сингапурский доллар (рис. 3.1). Однако использовать данный шанс единой валюте будет довольно трудно:



для этого спрэд, скажем, евро – австралийский доллар должен быть меньше, чем сумма спрэдов австралийский доллар – доллар США и доллар США – евро. Последний же в долгосрочном плане будет минимальным уже потому, что объем торговли евро – доллар значительно превышает соответствующие показатели для всех остальных валютных пар. Если же новые прямые котировки все-таки возникнут, это наряду с расширением торговли и соответственно уменьшением маржи внутри пары евро – иена (по сравнению с парой немецкая марка – евро) отнимет у американского доллара часть рынков, где он сейчас является ведущей валютой.

Как уже отмечалось, до 1999 г. в Европе ведущей валютой была немецкая марка, обслуживавшая сделки между более слабыми валютами как самих стран ЭВС, так и валютами других европейских государств. С переходом на единую валюту подавляющая часть этих рынков просто исчезла (французские франки и испанские песеты теперь не нужно обменивать на датские кроны). Единственный регион, где у единой валюты имеется шанс реализовать себя в качестве ведущей валюты – Центральная и Восточная Европа плюс в какой-то степени Швейцария, Норвегия, а также Дания и Швеция – пока они не вошли в ЭВС. По данным БМР, в 1998 г. в Польше, Венгрии и Чехии на немецкую марку приходилось от 17 до 33% оборота валютных рынков, тогда как во всех остальных развивающихся странах безраздельно господствовал американский доллар: с его участием совершалось 90% и более валютнообменных сделок. В апреле 2001 г. доля евро на валютном рынке Венгрии составляла 81%; Чехии, Словакии, Словении и Швейцарии – 45–55; Норвегии, Швеции и Дании – около 33; России – 9%<sup>1</sup>.

Для ряда европейских валют рынки сделок с евро становятся более ликвидными, чем с долларом. Эти валюты, как, например, болгарский лев и датская крона, входят в зону влияния евро. Их обмен друг на друга совершается именно через евро (как это происходило до 1999 г. при посредничестве немецкой марки). Однако подавляющее же большинство денежных единиц мира в обозримом будущем останется в зоне влияния доллара. В середине 90-х гг. из 26 валют, по которым БМР публиковал информацию, не было ни одной валюты, которая была бы связана с остальными исключи-

---

<sup>1</sup> Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity. Bank for International Settlements. Basle, 1999. May. P. 9; 2001. March. P. 58.

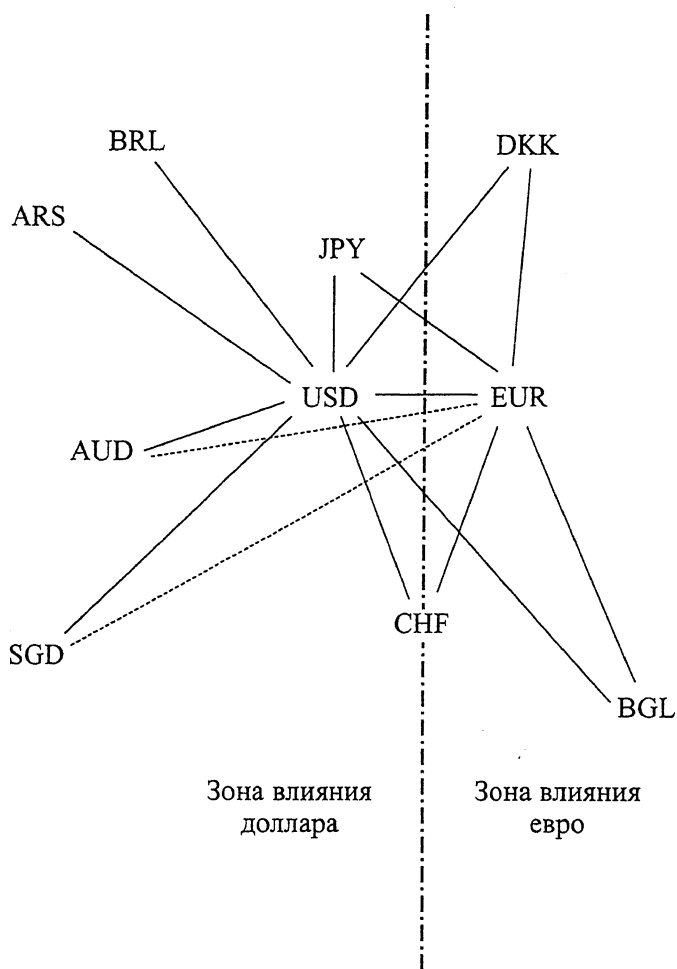


Рис. 3.1. Возможная в будущем организация амбивалентного биполярного валютного рынка с двумя ведущими валютами: долларом США и евро:

- действующие межбанковские рынки;  
 - - - - - возможные в будущем межбанковские рынки;

BRL – бразильский реал, DKK – датская крона, ARS – аргентинское песо, AUD – австралийский доллар, EUR – евро, SGD – сингапурский доллар, BGL – болгарский лев

тельно через немецкую марку<sup>1</sup>. Реальное соотношение сил между евро и долларом будет зависеть от величины спреда, степени развития рынков и их стабильности. Если в перспективе рынки швейцарский франк – доллар США и швейцарский франк – евро будут сопоставимы по объему и ликвидности (в 2001 г. оборот первого равнялся 57 млрд. долл. в день, а второго – 12 млрд. долл.), швейцарский франк окажется на границе между зонами влияния двух важнейших валют. Подобный сценарий возможен и для фунта стерлингов, если, конечно, он раньше не войдет в ЭВС.

Некоторые из валют зоны влияния евро смогут обмениваться на пограничные валюты и японскую иену через евро. Такое произойдет, если стоимость конвертирования, например, болгарского лева в евро и далее евро в японскую иену будет не выше, чем стоимость сделок болгарский лев – доллар и доллар – иена. Тогда евро начнет играть роль ведущей валюты в операциях с денежными единицами, не входящими в его зону влияния. Что касается вероятных в будущем новых рынков валютнообменных операций с евро, например, в паре с австралийским или сингапурским долларом, то они никак не смогут способствовать развитию евро в качестве ведущей валюты. Так, болгарским банкам едва ли будет выгодно обменивать болгарские левы на канадские доллары через евро, поскольку спред евро – канадский доллар будет превышать спред доллар США – канадский доллар на большую сумму, чем спред доллар США – болгарский лев превысит спред евро – болгарский лев. В итоге общая стоимость обмена через доллар США окажется меньше, чем через евро.

Главная проблема становления евро как ведущей валюты заключается даже не в том, что, в отличие от доллара, его позиции сильны в третьих странах с небольшой емкостью финансовых рынков, а в том, что зона влияния евро исчезает как таковая. Через 10–20 лет, когда государства Центральной и Восточной Европы войдут в ЭВС, у евро останется буквально несколько денежных единиц, в сделках между которыми он сможет осуществлять посреднические функции. Таким образом, единой европейской валюте будет чрезвычайно сложно занять дополнительные сегменты валютного рынка, несмотря на то, что ни японская иена, ни швейцарский франк, ни британский фунт не составят ей серьезной конкуренции.

<sup>1</sup> *Hartmann F.* Op. cit. P. 85.

Есть все основания полагать, что в ближайшие 15–20 лет монопольное положение доллара на валютных рынках сохранится.

Еще одна сфера применения евро – мировые товарные рынки. Здесь функции средства платежа и меры стоимости тесно переплетаются, поскольку платежи по внешнеторговым контрактам, как правило, проводятся в той же валюте, в которой установлена цена на товар. Мировая практика позволяет выделить несколько закономерностей фактурирования внешнеторговых сделок:

- в торговле промышленными товарами между развитыми странами наибольшая часть контрактов заключается в валюте поставщика и наименьшая – в валюте покупателя, тогда как валюты третьих стран используются крайне редко (закон Грассмана);
- в торговле между развитыми и развивающимися странами обычно используются валюты развитых стран или валюты третьих стран;
- валюты стран с высокими темпами инфляции используются во внешней торговле реже, чем валюты стран с низкими темпами инфляции;
- торговля сырьевыми товарами, как правило, осуществляется в американских долларах<sup>1</sup>.

На товарных рынках, так же как и на валютных, при использовании валюты в качестве средства платежа действуют центростремительные тенденции. Иначе говоря, при прочих равных условиях, стороны заключают контракт в той валюте, которая широко применяется в мире и которую поэтому легко купить или застраховать от понижения/повышения рыночного курса. В середине 90-х гг. половина мировой торговли осуществлялась в долларах США, еще 13% – в немецких марках и по 5–6% в фунтах стерлингов, французских франках и японских иенах (табл. 3.11). Соединенные Штаты

---

<sup>1</sup> *Grassman S.* Op. cit. Page S. Currency invoicing in merchandize trade // National Institute Economic Review. 1977. № 81 (3). P. 77–81; The choice of invoicing currency in merchandize trade // National Institute Economic Review. 1981. № 98 (4). P. 60–72; *Scharrer H.* Currency diversification in international trade and payments: empirical evidence /Sargent J (ed.). Europe and the dollar in the world-wide disequilibrium. Rockville, 1981. P. 225–241; *Black S.* The international use of currencies /Suzuki Y, Miyake J., Okabe M. (eds.). The Evolution of the International Monetary System. Tokyo, 1990. P. 175–194; *Tavlas G.* On the international use of currencies: the case of the Deutsche mark // Essays in International Finance. Princeton University, 1991; *Hartmann P.* Op. cit. P. 98.

являлись единственной страной, у которой доля в обслуживании мировой торговли значительно превышала квоту в мировом экспорте.

Хотя мы не располагаем цифрами о валютной структуре внешнеторговых платежей после введения евро, можно предположить, что доля единой валюты несколько уменьшилась по сравнению с совокупной долей прежних национальных валют, так как с 1 января 1999 г. часть внешней торговли стран ЭВС превратилась во внутреннюю, например торговля между Германией и Францией. Согласно различным сценариям, в ближайшее время на евро может приходиться от 55 до 92% экспорта между странами ЭВС и от 19 до 28% мирового экспорта<sup>1</sup>. Дальнейшему увеличению квоты евро в международной торговле будут препятствовать два основных фактора. Первый – ускоренное развитие экспортного потенциала стран Азии, которые по темпам роста товарооборота заметно обгоняют остальные регионы мира и где подавляющее большинство сделок заключается в американской валюте.

Таблица 3.11

**Доля отдельных валют в мировой торговле  
в 1980 и 1995 гг., %**

Валюта	1980 г.	1995 г.	
		%	Коэффициент интернационализации *
Доллар США	56,4	52,0	3,9
Японская иена	2,1	4,7	0,6
Немецкая марка	13,6	13,2	1,4
Французский франк	6,2	5,5	1,0
Фунт стерлингов	6,5	5,4	1,1
Итальянская лира	2,2	3,3	0,8
Голландский гульден	2,6	2,8	0,9
Всего 4 основные валюты ЭВС	24,6	24,8	–

\* Отношение доли мировой торговли, номинированной в национальной валюте, к доле страны в мировом экспорте.

*Источник:* European Commission. Euro Papers. Brussels, 1998. № 26. P. 7.

Второй – традиции международной торговли сырьем, соглас-  
но которым цены, как правило, заключаются в американских долла-

<sup>1</sup> Hartmann P. Op.cit. P.103.

рах. В конце 90-х гг. из 70 сырьевых товаров, цены на которые публиковались статистической службой ООН, лишь пять имели котировки не в американской валюте: бананы продавались на немецкие марки, чай и шерсть – на фунты стерлингов, каучук – на сингапурские доллары и олово – на малазийские доллары. Только за последние несколько лет шесть металлов, всегда продававшихся на Лондонской бирже за фунты стерлингов, стали продаваться за доллары. Цены на нефть, конечно же, устанавливаются в долларах. В конце 70-х гг. в странах ОПЕК обсуждалась возможность перейти к котировкам в корзине валют, однако от идеи отказались, поскольку сочли ее реализацию слишком сложной. В этом плане показательно, что процесс переключения товарных рынков с фунтов стерлингов на доллары занял несколько десятилетий<sup>1</sup>.

Использование евро во внешнеторговых сделках во многом будет зависеть от предпочтений экспортеров и импортеров. Так, при дешевающем евро поставщикам выгоднее заключать контракты в американской валюте, а покупателям – в европейской. В торговле сырьем последнее слово, скорее всего, окажется за экспортером, тогда как при поставках готовой продукции – за импортером. Много будет зависеть от степени развития рынков производных финансовых инструментов, благодаря которым обе стороны могут значительно сократить потери от колебаний валютных курсов евро и доллара. Если хеджирование будет доступным для широкого круга компаний на большом количестве национальных рынков, это облегчит проникновение евро на товарные рынки.

Эксперты Европейского центрального банка полагают, что становление евро в качестве валюты платежа будет происходить весьма медленно, поскольку изменение существующих международных традиций потребует длительного времени. В *отдаленной* перспективе усилению позиций евро, по их мнению, могут способствовать следующие факторы:

- снижение транзакционных издержек в связи с объединением финансового пространства ЭВС;
- стремление компаний из зоны евро заключать внешнеторговые контракты в собственной валюте;
- использование евро во внутреннем обращении стран с переходной экономикой;

---

<sup>1</sup> *Mundschenk, S., Collignon, S. Raw Material Quotation: Pricing in Euro or Keeping the US Dollar? // EURO. Brussels. 1999. № 46. P. 31.*

• увеличение оборота международных сделок с евро до некоей критической массы, после чего начнется процесс активного внедрения евро на товарные рынки.

Последнее еще больше сократит транзакционные издержки и будет способствовать дальнейшему распространению единой валюты<sup>1</sup>.

### 3.2. ЭВС в международной валютной системе

Единая европейская валюта возникла в то время, когда в международной финансовой системе начались сдвиги, предвещающие ее глубокую трансформацию. В последние годы резко увеличились объемы и скорость финансовых потоков, значительная часть операций перешла в режим реального времени. Повысилась неустойчивость финансовых рынков, о чем, в частности, свидетельствуют региональные кризисы в Юго-Восточной Азии, России, Латинской Америке, Турции. Предстоит реформа Международного валютного фонда. Все это означает, что философия и механизм Ямайской валютной системы больше не отвечают современным потребностям.

Появление единой европейской валюты – событие не менее, а, возможно, и более значимое, чем произошедший в начале 70-х гг. крах Бреттон-вудской системы и всеобщий переход к плавающим курсам. Впервые после Первой мировой войны у доллара США появился конкурент, способный оспорить его статус доминирующей валюты. По мнению создателей ЭВС, введение евро повысит симметричность и эффективность международной валютной системы, сделает ее более устойчивой и менее зависимой от экономической конъюнктуры и политики США. Сторонники противоположной точки зрения, наоборот, полагают, что евро нарушит существующий валютно-финансовый порядок, который уже на протяжении пяти десятилетий держится на американском долларе. По этой логике, если евро станет реальной альтернативой доллару, в мире начнутся массированные и беспорядочные переливы денежных средств из долларов в евро и обратно. В любом случае евро повлечет за собой как положительные, так и отрицательные изменения, баланс которых будет неодинаков для разных стран и регионов. Причем в ближайшие годы роль ЭВС в международной валютной системе будет

<sup>1</sup> ECB Monthly Bulletin. 1999. August. P. 40.

формироваться и набирать силу, так что первые крупные результаты едва ли проявятся раньше, чем на исходе нынешнего десятилетия.

Европейский Союз и зона евро, в частности, стоят перед необходимостью выработать концепцию нового поведения в рамках международной валютной системы, сформировать единый взгляд, который выражал бы свойственные Западной Европе ценности, традиции и интересы. Формирование новой модели поведения происходит с большим трудом. На сегодня внешние аспекты ЭВС разработаны гораздо слабее, чем внутренние. При подготовке валютного союза органы ЕС, совершенно естественно, концентрировали внимание на внутренних проблемах, тем более что прецедента единой валюты в мире никогда не было. Целый ряд вопросов потребовал больших усилий, чем предполагалось изначально (например, Пакт стабильности не был предусмотрен Маастрихтским договором). Долгим и изнурительным оказалось согласование позиций отдельных стран, а также выверка технических деталей проекта. Поэтому до введения евро времени на изучение внешних последствий ЭВС и проведение переговоров с третьими странами почти не оставалось. Кроме того, большинство стран, не входящих в ЕС, лишь в конце 1997 – начале 1998 г. поверили, что евро действительно состоится. К моменту появления новой валюты очень немногие из них сформировали свое отношение к ЭВС и определили круг вопросов, требовавших консультаций с Евросоюзом.

До сих пор Евросоюз не имел опыта эмиссии денег, претендующих на роль одной из двух главных валют мира. Все нынешние члены Совета управляющих ЕЦБ вышли из центральных банков европейского масштаба, на порядок отличающихся от ФРС. И ЕЦБ, и руководству ЕС приходится учиться брать на себя обязанности, связанные с международным статусом евро. И, наконец, хотя США никогда официально не высказывались против ЭВС, все же они с большой ревностью относятся к возможному усилению европейского влияния и возросшим амбициям европейцев.

### 3.2.1. Обменный курс евро

Управление обменным курсом евро сосредоточено в руках двух органов ЕС – Европейского центрального банка и Совета ЕС, в частности входящего в его структуру Экономического и финансового комитета (ЭФК – подробнее о нем см. разд. 1.3.1). Некоторы-



ми, правда, весьма скромными компетенциями обладают также Европейская комиссия и Европейский парламент.

Совет ЭКОФИН может единогласным решением заключить официальное соглашение об обменных курсах с третьей страной или группой стран (ст. 111(1) Договора о Европейском Союзе). Под официальным соглашением здесь подразумевается соглашение типа Бреттон-вудской системы или ЭВС. Для принятия такого решения Совету требуются соответствующие рекомендации ЕЦБ или Комиссии, а также консультации с ЕЦБ. В отсутствие подобного соглашения Совет также по рекомендации ЕЦБ или Комиссии и после консультаций с ЕЦБ может квалифицированным большинством установить “общие ориентиры политики обменных курсов” в отношении третьих стран (ст. 111(2) указанного Договора). В данном случае речь идет о том, что при сохранении плавающих обменных курсов зона евро может договориться со своими партнерами о неофициальном курсовом коридоре без обязательного механизма интервенций. Совет в лице ЭФК отслеживает текущую динамику обменного курса евро и дает заключение о том, насколько она соответствует складывающейся в зоне евро хозяйственной конъюнктуре. Мониторинг обменного курса евро по отношению к валютам третьих стран входит также и в компетенцию Комиссии<sup>1</sup>.

ЕЦБ наделен исключительным правом проводить валютные интервенции и в оперативном порядке управлять официальными резервами ЕСЦБ. Он же управляет процентными ставками в зоне евро и отвечает за динамику цен внутри объединения (оба этих параметра влияют на обменный курс евро). ЕЦБ обладает правом заблокировать исполнение одобренных Советом соглашений о курсовой привязке евро, если, по его мнению, они противоречат главной цели ЕСЦБ – поддержанию стабильных цен. Очевидно, что любая попытка заключить официальное соглашение о валютном коридоре может стать источником напряженности в отношениях между национальными правительствами и ЕЦБ, поскольку такие соглашения существенно сузили бы поле для маневра банка при выработке денежно-кредитной политики. В декабре 1997 г. Совет ЭКОФИН решил, что такие ориентиры будут устанавливаться только в исключительных случаях, например, при явном искажении курсовых соотношений. Хотя данное решение и не является юридически обяза-

---

<sup>1</sup> Новая единая европейская валюта евро / Под ред. В.И. Рыбина. М.: Финансы и статистика, 1998. С. 144.

тельным, оно накладывает серьезные моральные обязательства на национальные правительства<sup>1</sup>.

После введения евро экономика стран ЭВС стала в гораздо меньшей степени зависеть от курсовых колебаний, чем это было до 1999 г. Если раньше, например, французские предприятия и банки страдали от удешевления итальянской лиры и удорожания немецкой марки, теперь эти проблемы остались в прошлом. Зона евро представляет собой сравнительно закрытое экономическое формирование, в котором внутренние цены не подвержены сильному влиянию извне. Однако это не является достаточным основанием для того, чтобы страны ЭВС были безразличны к колебаниям обменного курса евро.

Характерно, что участники валютного союза по-разному могут реагировать на курсовую динамику евро уже потому, что они в разной степени зависят от внешних рынков. Так, в Ирландии коэффициент открытости (отношение суммы экспорта и импорта товаров и услуг к ВВП без учета их движения внутри зоны евро) составляет 47%, в Бельгии, Финляндии, Люксембурге и Нидерландах – 24–26, а в остальных странах – 10–15%<sup>2</sup>. Игнорировать динамику евро не может и сам ЕЦБ. Во-первых, существенное обесценение евро по отношению в другим валютам (главным образом к доллару) чревато импортом инфляции и, значит, противоречит главной цели ЕЦБ – поддерживать ценовую стабильность внутри валютного союза. Во-вторых, производители стран ЭВС, устанавливая цены на свои товары и рабочую силу, так или иначе учитывают курс евро и оглядываются на проводимую ЕЦБ курсовую политику.

Экономическая обстановка в мире на рубеже 1998–1999 гг., т. е. в момент старта евро, явно не благоприятствовала становлению новой валюты. Последствия азиатского и российского кризисов негативно отразились на хозяйственной динамике не только пострадавших регионов, но и их соседей и партнеров. Негативный фон создавался спадом в Японии и нестабильной ситуацией в Латинской Америке, особенно в Бразилии. Уже тогда специалисты предвещали, что на начальном этапе динамика евро по отношению к доллару может быть довольно неровной, поскольку финансовым рынкам предстояло определять соотношение между стоимостью обеих валют путем проб и ошибок. Кроме того, на амплитуду колебаний

<sup>1</sup> Economic Survey of Europe. N.Y., 1999. № 1. P. 43.

<sup>2</sup> Ibid. P. 42.

могла повлиять крупномасштабная перестройка банковского сектора ЭВС, во многом связанная с его созданием.

Падение курса евро началось практически сразу после его введения и продолжалось до конца 2000 г., после чего единая валюта несколько поднялась в цене, но продолжала колебаться в довольно широком диапазоне. За два с половиной года (с января 1999 по июнь 2001) евро потерял по отношению к доллару США 27% своей стоимости, к канадскому доллару – 26, к сингапурскому доллару – 21, к японской иене – 21, к фунту стерлингов – 13, к норвежской кроне – 8, к швейцарскому франку – 5 и к австралийскому доллару – 10% (табл. 3.12).

Таблица 3.12

**Обменный курс ЭКЮ/евро в 1996–2002 гг.  
(в среднем за период, единиц национальной валюты  
за 1 ЭКЮ или евро)**

Период	Доллар США	Японская иена	Швейцарский франк	Фунт стерлингов
1996 г.	1,270	138,1	1,568	0,814
1997 г.	1,134	137,1	1,644	0,692
1998 г.	1,121	146,4	1,622	0,676
1999 г.	1,066	121,3	1,600	0,659
2000 г.	0,924	99,5	1,558	0,609
2001 г.	0,896	108,7	1,511	0,622
1999 г. январь	1,161	131,3	1,605	0,703
I квартал	1,122	130,7	1,599	0,687
II квартал	1,057	127,7	1,600	0,658
III квартал	1,049	118,7	1,602	0,655
IV квартал	1,038	108,4	1,600	0,636
2000 г. I квартал	0,986	105,5	1,607	0,614
II квартал	0,933	99,6	1,563	0,610
III квартал	0,905	97,4	1,544	0,612
IV квартал	0,868	95,3	1,516	0,600
2001 г. I квартал	0,923	109,1	1,533	0,633
II квартал	0,873	106,9	1,528	0,614
III квартал	0,890	108,3	1,507	0,619
IV квартал	0,896	110,5	1,473	0,621
2002 г. I квартал	0,877	116,1	1,473	0,615
II квартал	0,919	116,5	1,465	0,629
III квартал	0,984	117,2	1,464	0,635

В качестве причин обесценения евро называют продолжительный экономический подъем в США, вялое затянувшееся оживление в экономике Германии (в 1997–1999 гг. средний годовой прирост ВВП составлял 1,3%) и всего Европейского Союза, ажиотажный спрос на доллары в результате региональных финансовых кризисов 1997–1998 гг., военный конфликт в Югославии и – отчасти – отставку Европейской комиссии в начале 1999 г. По нашему мнению, на курс единой валюты повлиял еще один важный, но обычно не упоминаемый фактор – ее недостаточная ликвидность на внешних рынках. Из-за слабой проработки внешних аспектов ЭВС, а также в виду параллельного обращения евро и национальных валют операции с евро были сопряжены для третьих стран с большими издержками, нежели операции с долларами и другими традиционными валютами.

Если в начале января 1999 г. глава ЕЦБ Вим Дуйзенберг заявлял, что банк не будет каким-либо образом поощрять распространение евро в третьих странах и приобретение им функций международной валюты, уже весной того же года тон выступлений сменился на оборонительный. Официальные представители ЕС утверждали, что снижение курса евро не представляет угрозы для зоны евро и европейских финансовых рынков, а ЕЦБ вполне контролирует ситуацию. В июле 1999 г. рыночная стоимость евро и доллара сравнялась, после чего евро некоторое время поднимался в цене, а потом снова упал.

В попытке остановить падение евро Европейский центральный банк неоднократно поднимал ставку рефинансирования (хотя официально свои действия банк неизменно объяснял необходимостью противостоять инфляционным процессам). С апреля 1999 г. по октябрь 2000 г. она была увеличена с 2,5 до 4,75%, соответственно ставка по суточным депозитам ЕЦБ повысилась с 1,5 до 3,75%, а ставка по суточным займам – с 3,5 до 5,75 %. Надо признать, что данная мера почти не давала эффекта, поскольку до начала 2001 г. ставка Федеральной резервной системы была заметно выше. Однако когда из-за спада деловой активности в США ставки приблизились одна к другой, МВФ начал откровенно давить на зону евро. 27 апреля 2001 г. главный экономист фонда Михаэль Мусса потребовал от ЕЦБ понизить ставку, аргументируя это тем, что “в то время, когда главной проблемой является всеобщий экономический спад и когда инфляция не представляет собой постоянную угрозу, еврозона, будучи вторым по величине экономическим образованием в ми-

ре, должна быть частью решения проблемы, а не частью самой проблемы”<sup>1</sup>. И действительно, уже 10 мая Европейский центральный банк провел внеплановое понижение ставку рефинансирования – до 4,5% годовых. (Кстати, аналогичные действия предприняли центральные банки Японии и Великобритании, которые, как и ЕЦБ, не смогли противостоять давлению ФРС.) 30 августа ставка ЕЦБ была понижена еще раз – до 4,25%.

На протяжении 1999–2000 гг. в Соединенных Штатах средние рыночные ставки по трехмесячным депозитам были выше европейских более чем на 2% (табл. 3.13), что способствовало масштабному оттоку средств из ЕС в США. По мнению европейских экономистов, данную тенденцию питали и долговременные структурные проблемы Евросоюза, а именно: высокий уровень налогообложения предприятий и физических лиц, высокая стоимость рабочей силы при меньшей производительности, чем в США, а также безработица и жесткое регулирование рынка труда. Все это повлекло за собой повышение спроса на американскую валюту и снижение спроса на евро, что не могло не сказаться на обменных курсах.

Таблица 3.13

**Рыночные процентные ставки  
по трехмесячным депозитам, % в год**

Период	Зона евро (1)	США (2)	Разница (2–1)	Япония (3)
1996 г.	4,92	5,51	0,59	0,57
1997 г.	4,24	5,76	1,59	0,62
1998 г.	3,83	5,57	1,74	0,66
1999 г.	2,96	5,42	2,46	0,22
2000 г.	4,40	6,53	2,13	0,28
2001 г.	4,26	3,78	-0,48	0,15
2002 г. январь	3,34	1,82	-1,52	0,09
апрель	3,41	1,97	-1,44	0,08
октябрь	3,26	1,78	-1,48	0,08

Примечание. Зона евро после января 1999 г. – ставка EURIBOR, остальные данные – ставки LIBOR.

*Источник:* ECB Monthly Bulletin. Frankfurt-am-Main, 2002. May. P. 30\*.

<sup>1</sup> Bulletin Quotidien Europe. Luxembourg, 2001. № 7954.

В январе 2000 г. Европарламент обнародовал подготовленный его экспертами доклад “Возможности ЕЦБ управлять обменными курсами”. В нем главный банк зоны евро сурово критиковался за то, что при разработке своей денежно-кредитной политики он сделал упор исключительно на вопросах внутренней стабильности евро и совершенно упустил из виду ее внешние аспекты. В докладе говорилось, что ЕЦБ не имеет никаких “концептуальных подходов” к управлению курсовой динамикой в случае значительного реального обесценения или удорожания евро к доллару США. 31 января министры финансов 11 стран ЭВС приняли совместное заявление, в котором говорилось, что слабая валюта не соответствует сильной экономике региона, и рекомендовали правительствам приложить максимум усилий для продолжения структурных реформ. В тот же день глава ЕЦБ впервые заявил, что “продолжающаяся слабость евро создает риск для стабильности денежно-кредитных показателей”<sup>1</sup>.

В середине мая 2000 г. евро упал до отметки 0,89 долл. ЕЦБ, как и прежде, пытался по возможности уверить рынки в благополучных перспективах единой валюты, с тем чтобы не дать повода для массовых спекуляций. Высшие руководители банка в своих публичных выступлениях подчеркивали, что динамика евро не отражает лежащего в ее основе благоприятного состояния экономики зоны евро. Однако им пришлось признать, что удешевление единой валюты вызывает озабоченность банка и отрицательно сказывается на общей ценовой динамике в странах валютного союза. Совет ЭКОФИН, воздержавшись от комментариев, принял весьма красноречивое решение: удвоил валютные резервы и уставной капитал ЕЦБ на случай, если ему придется проводить интервенции. Максимальный размер валютных резервов был увеличен с 50 до 100 млрд. евро, а уставного капитала – с 5 до 10 млрд. евро<sup>2</sup>.

22 сентября 2000 г. ЕЦБ впервые в своей истории провел интервенции в поддержку евро. Акция осуществлялась совместно с Федеральной резервной системой США, Центральным банком Японии и Банком Англии. Как было сказано в официальных заявлениях, денежные власти США и Японии присоединились к операции ЕЦБ “ввиду их общей озабоченности по поводу потенциального воздействия последних изменений обменного курса евро на миро-

<sup>1</sup> Европейский Союз: факты и комментарии. М., 2000. № 2 (19). С. 10–11.

<sup>2</sup> Пока членами валютного союза оставались 11 из 15 стран ЕС, эти суммы соответственно составляли 40 и 3,8 млрд. евро.

вую экономику”<sup>1</sup>. В результате интервенций курс евро несколько поднялся, но потом снова снизился. В первой половине октября котировки колебались в пределах 0,86–0,89 долл. за 1 евро. В конце октября курс опустился до нового минимума – 0,82 долл. за 1 евро<sup>2</sup>. 3, 6 и 9 ноября ЕЦБ снова – теперь уже в одностороннем порядке – продавал доллары США и японские иены и скупал евро. В течение всего 2001 г. курс евро колебался около отметки 0,9 долл. за 1 евро. С января по июнь он снизился с 0,938 до 0,853 долл. К сентябрю произошло повышение до 0,911 долл., а потом вплоть до весны 2002 г. евро снова терял в цене: в феврале котировки составили 0,870 долл. С марта 2002 г. начался подъем курса, и в июле был восстановлен долгожданный паритет. После этого евро сделал шаг назад, а осенью снова догнал доллар.

Росту курса единой валюты в 2002 г. способствовало несколько факторов. Во-первых, успешно прошел переход на наличные евро. Ни в одной из стран зоны евро, как и ни в одной из третьих стран, не возникло никаких серьезных проблем. В первые несколько недель 2002 г. европейская пресса сообщала о случаях, когда продавцы поднимали розничные цены под предлогом округления. В отдельных странах цены на некоторые товары и услуги (такси, автосервис, прокат видеокассет и видеодисков, проживание в гостиницах, бензин, подаваемый в ресторанах кофе и т. д.) увеличились на 5–7%. Однако основная масса товаров не подорожала, и в январе индекс инфляции составил в зоне евро 2,5% в пересчете на годовые, что вполне соответствовало ценовой динамике 2001 г. Благополучное введение банкнот евро стало положительным сигналом для мировых рынков, оно показало, что органы ЕС способны подготовить и провести крайне сложную, масштабную операцию. Евросоюз еще раз продемонстрировал политическую волю, приверженность планам Маастрихта, намерение ввести евро раз и навсегда.

Во-вторых, с окончанием переходного периода, когда национальные валюты и евро обращались параллельно, исчезли связанные с этим многочисленные операционные сложности, от которых особенно страдали банки третьих стран. Спрос на евро с их стороны начал расширяться. В-третьих, в 2001 г. замедлился экономический рост в США, ставки ФРС оказались ниже ставок ЕЦБ. Правда, одного этого было недостаточно. Американские акции и облигации

<sup>1</sup> Bulletin Quotidien Europe. Luxembourg, 2000. № 7805.

<sup>2</sup> ECB Monthly Bulletin. Frankfurt-am-M., 2000. November. P.31–33.

сохраняли высокую привлекательность для зарубежных инвесторов, хотя спрос на европейские государственные ценные бумаги также повышался. Последней каплей стали открывшиеся общественности факты, когда крупнейшие американские компании и их аудиторы намеренно искажали финансовую отчетность и таким образом поддерживали рыночные котировки на свои активы. Фондовые индексы в США резко пошли вниз, вложения в американские акции перестали выглядеть такими же надежными, какими считались ранее.

То, что в 2000–2001 г. евро был недооценен – факт общепризнанный. Руководство ЕС и ЕЦБ, по понятным причинам, долго отказывалось назвать конкретную цифру. Аналитики Европейской комиссии рассчитали, что в конце 1999 г. рыночные котировки евро отклонялись вниз от равновесного уровня на 10–15%<sup>1</sup>. Другие авторы полагали, что в январе 2000 г. этот разрыв составлял 15% и более<sup>2</sup>. В ноябре 2000 г. министр финансов Франции Лорен Фабиус заявил, что 20%-е повышение курса евро было бы вполне оправданным<sup>3</sup>. И, наконец, в марте 2001 г. в официальном материале Европейской Комиссии было сказано: “Расчеты, сделанные на основе большинства моделей, указывают на то, что реальный обменный курс евро был [во второй половине 2000 г.] на 20% или более занижен по сравнению с его среднесрочным равновесным уровнем. Хотя обменные курсы не всегда совпадают с равновесным уровнем, столь большая недооценка не могла быть объяснена характером экономического развития”<sup>4</sup>.

Это еще раз подтверждает тезис о том, что поведение валюты на внешних рынках и ее обменный курс только отчасти связаны с внутриэкономическими процессами в эмитирующей ее стране (или группе стран в случае с евро). Для нерезидентов ценность той или иной валюты определяется не только ее способностью обмениваться на товары, но и способностью с наименьшими издержками обслуживать международный оборот на финансовых рынках, включая валют-

---

<sup>1</sup> См. *Hansen J, Roeger W. Estimation of Real Equilibrium Exchange Rates // European Commission. Economic Papers. 2000. № 144. P. 34–35.*

<sup>2</sup> *Frankel J. On the euro: the first 18 month // EMU Watch. Deutsche Bank Research. 2000. № 87. P. 7; Chinn M. The Empirical Determinants of the Euro: Short and Long Run Perspectives. Deutsche Bundesbank conference on equilibrium exchange rates of the euro. March 2000.*

<sup>3</sup> *Bulletin Quotidien Europe. Luxembourg, 2000. № 7850.*

<sup>4</sup> *EMU: The First Two Years. Directorate General Economic and Financial Affairs. European Commission // Euro Papers. 2001. № 42. P. 27.*



ные, иначе говоря, с ее ликвидностью на внешних рынках. Понятно, что при неудовлетворительном состоянии национальной экономики, особенно при высоких темпах инфляции, положение валюты на международных рынках ухудшается. Но одного только экономического благополучия оказывается недостаточно, чтобы валюта была востребована нерезидентами. История с евро подтверждает это.

Таблица 3.14

**Разница (спрэд) между спотовым курсом покупки  
и продажи валют в 1998–2000 гг.  
(в базисных пунктах в среднем за период)**

	USD/ DEM- EUR Reuters	USD/ DEM- EUR Bloom- berg	JPY/ DEM- EUR	GBP/ DEM- EUR	CHF/ DEM- EUR	JPY/ USD	GBP/ USD
1998 г.							
Спрэд	4,29	3,61	4,11	4,97	5,85	6,05	5,37
Стандартное отклонение	1,56	1,31	0,38	0,57	0,33	–	–
1999 г.							
Спрэд	5,37	3,99	4,89	5,04	6,12	5,71 <sup>a</sup>	4,89 <sup>a</sup>
Стандартное отклонение	2,57	1,52	0,43	0,17	0,48	–	–
Второе полугодие 1999 г.							
Спрэд	5,24	3,67	5,19	4,95	6,11	–	–
Стандартное отклонение	2,25	1,22	0,32	0,1	0,02	–	–
Сентябрь–декабрь 2000 г.							
Спрэд	4,75	–	7,35	8,08	3,26	5,52	4,49

Примечание. Данные за день.

<sup>a</sup> Январь – август.

*Источники:* Bloomberg; Reuters; расчеты сотрудников ЕЦБ; *Detken C., Hartmann P. The euro and International Capital Markets // International Finance. 2000. 3:1. P. 81; Review of the International Role of the Euro. ECB Frankfurt-am-Main, 2001. P. 38.*

Несмотря на то, что сфера обращения евро значительно шире, чем сфера обращения каждой из прежних национальных валют стран ЭВС, ликвидность евро на международных валютных рынках не выше, а ниже, чем ликвидность немецкой марки в 1998 г. Из табл. 3.14 видно, что спрэд в паре доллар – евро был в 1999–2000 гг. больше, чем спрэд в паре доллар – немецкая марка в 1998 г. В 1999 г.

вырос диапазон разброса спреда: его стандартное отклонение выросло на 65% по данным Рейтер и на 16% по данным Блумберг. По японской иене и фунту стерлингов спред в парах с евро также шире, чем спред в парах с немецкой маркой. Во второй половине 1999 г. наметились положительные перемены: по сравнению с первой половиной года, стоимость валютнообменных операций с евро снизилась (за исключением пары евро – иена). Однако имеющиеся скудные данные не позволяют судить о том, сохранится ли эта тенденция или возобладает противоположная (как в паре евро – британский фунт).

Так или иначе, в 1999–2000 гг. сделки с евро обходились рыночным операторам дороже, чем сделки с прежней немецкой маркой (за исключением швейцарского франка). Это одна сторона проблемы. Другая касается разницы между условиями сделок с евро и сделок в долларах в парах с другими валютами. В 1999 г. спред в паре евро – доллар не был шире, чем спред в парах евро – иена, евро – британский фунт и евро – швейцарский франк, что закономерно, поскольку объемы торговли в паре евро – доллар значительно превышают объемы торговли в любых других валютных парах (см. табл. 3.10). Вместе с тем изменчивость спреда в паре евро – доллар (стандартное отклонение) была выше, чем изменчивость спреда в трех других парах. Одной из причин может быть то, что евро терял стоимость по отношению к доллару быстрее, чем по отношению к иене, фунту и швейцарскому франку. В зависимости от конъюнктуры рынков в тот или иной момент банки закладывали в спред евро – доллар то одну, то другую величину валютного риска.

Что касается валют с меньшей степенью интернационализации, позиции евро на их валютных рынках, скорее всего, значительно слабее, чем позиции доллара. Основание для такого предположения дает ситуация на российском валютном рынке. В 2001–2002 гг. средняя волатильность курса евро к российскому рублю была в полтора раза больше, чем волатильность доллара (см. табл. 4.6). Причем, если по мере стабилизации обменного курса рубля после кризиса 1998 г. его волатильность по отношению к доллару заметно сокращалась, то динамика евро почти не реагировала на улучшение конъюнктуры российского рынка. Некоторый положительный сдвиг наметился лишь в начале 2001 г., однако к этому времени волатильность евро была уже почти в пять раз (!) больше, чем у доллара (см. табл. 4.6.). Данное положение – результат узости и низкой ликвидности российского рынка евро. В купе с низким спросом на

евро со стороны отечественных компаний и банков названный фактор образует замкнутый круг: неразвитость рынка приводит к высоким транзакционным издержкам, а они тормозят развитие рынка. В связи с этим бывший тогда начальник управления валютного рынка ММВБ Д.Ю. Пискулов писал: “низкая доля использования евро в коммерческих операциях и определенное недоверие к нему российских операторов объясняется также тем, что использование евро означает значительный потенциал валютного риска, который не все экономические агенты готовы принимать. Не только держать евро на счетах, но и ожидать оплаты за поставленные товары или получать товары, выраженные в евро, курс которого может неожиданно резко измениться, воспринимается многими как неоправданный риск”<sup>1</sup>.

Есть веские основания предположить, что длительное обесценивание евро тесным образом связано с вялым спросом на новую валюту со стороны нерезидентов, который в свою очередь проистекал из недостаточной ликвидности евро на внешних рынках. По мнению профессора Гарвардского университета Джеффри Фрэнкеля, предсказания о росте курса евро не сбылись, потому что они недостаточно принимали в расчет механизм международного использования валюты. “Одно из объяснений случившегося с января 1999 г. обесценивания [евро] состоит в том, что предложение номинированных в евро активов выросло больше, чем спрос на них”<sup>2</sup>.

В силу объективных причин колебания курсов евро и доллара по отношению друг к другу практически не устранимы. Во-первых, ЕС и США имеют разные модели рыночной экономики: американская держится на индивидуальной инициативе и почти неограниченной конкуренции, тогда как в европейской довольно сильны социальные приоритеты и элементы дирижизма. На разных принципах строятся фискальные системы. Во-вторых, экономические циклы в двух регионах не совпадают и вряд ли будут совпадать в будущем. На протяжении многих лет ЕС и США имеют неодинаковые темпы инфляции и процентные ставки. Поэтому в связи с введением евро вопрос о том, сохранятся ли данные колебания, не стоял: вся история международных валютных отношений после крушения Бреттон-вудской системы была и остается историей непрекращающегося разнонап-

<sup>1</sup> Пискулов Д.Ю. Безналичный евро. Особенности валютного обращения и перспективы на российском рынке // Деньги и кредит. 2001. № 3. С. 58.

<sup>2</sup> Frankel J. Op.cit. P. 3.

равленного движения долгосрочных обменных соотношений. Так, в течение 1970–1997 гг. курс американского доллара отклонялся от среднего за предшествующие пятнадцать лет в амплитуде +30% и –17% (за 27 лет доллар дважды падал и дважды поднимался), аналогичные отклонения для японской иены составили +25% и –15%, для фунта стерлингов: +20% и –17% (фунт, так же как и иена, падал и поднимался по три раза), для немецкой марки: +12% и –10%<sup>1</sup>.

Главным является вопрос о том, сделает ли появление единой европейской валюты эти колебания более сильными и резкими или, наоборот, менее выраженными и более гладкими. По мнению Роберта Манделла, в пользу сокращения колебаний говорит то, что ЭВС превращается в обширную зону валютной стабильности, где национальные валюты государств-участников больше не меняют свою рыночную стоимость по отношению друг к другу. Правда, по его же утверждению, значение этого фактора не стоит переоценивать, поскольку задолго до введения евро действовала Европейская валютная система, в рамках которой национальные валюты колебались лишь в установленных пределах. Долговременным источником нестабильности курса евро – доллар может стать тенденция к диверсификации инвестиционных портфелей, которую будет питать само существование единой валюты в качестве альтернативы доллару<sup>2</sup>. Следует подчеркнуть, что подавляющее большинство специалистов по тем или иным причинам предвещают усиление курсовой нестабильности в результате появления ЭВС.

Основная аргументация сводится к следующему<sup>3</sup>. Во-первых, ЭВС меняет саму схему международного валютного взаимодействия. Раньше, когда Соединенные Штаты были единственным и безусловным лидером, они могли проводить любую выгодную им курсовую политику, а необходимое для нормального функционирования мировой торговли выравнивание осуществлялось остальными более мелкими игроками. Каждый из них по-своему приспособаб-

<sup>1</sup> *Arrowsmith J., Barrel R., Taylor C. Managing the euro in a tri-polar world / Artis M., Weber A., Hennessy E. (eds.). L.; N.Y.: Routledge, 2000. P. 173.*

<sup>2</sup> *Mundell R. The Euro and the Stability of the International Monetary System // The Euro as a Stabilizer in the International Economic System. Mundell R., Clesse A. (eds.). Boston, 2000. P. 77–78.*

<sup>3</sup> *Arrowsmith J., Barrel R., Taylor C. Op. cit. P. 169; Welfens P. J. J. Euro exchange rate policy: possibilities and limits // The European Union and the Euro: Economic, Institutional and International Aspects. European Communities. Luxembourg, 2000. P. 263; Salvatore D. The Euro versus the Dollar // EURO. Brussels, 1999. № 46. P. 22.*

ливался к “тяжелому нраву начальника”, благодаря их усилиям и жертвам общая ситуация принимала более или менее благообразный вид. Возникновение крупного европейского блока делает эту схему невыгодной для ЕС и, возможно, нежизнеспособной в принципе, тем более что оставшимся мелким игрокам придется приспосабливаться сразу и к динамике евро, и к динамике доллара. Во-вторых, каждый из теперешних валютных блоков – НАФТА, ЭВС и в несколько меньшей степени Япония со своим окружением – ориентирован больше вовнутрь, чем вовне. Высокая доля собственного региона в торговле и инвестициях делает их довольно независимыми друг от друга. Поэтому их стремление идти навстречу друг другу будет весьма ограниченным. В этом же направлении действует и такой объективный фактор, как общее уменьшение зависимости торговых потоков от долгосрочной курсовой динамики (поскольку конкурентоспособность товаров все меньше зависит от их цены).

По данным БМР, в 2001 г. волатильность евро по отношению к доллару была в три раза (!) больше, чем аналогичный показатель для немецкой марки в 1998 г. (табл. 3.15). Бросается в глаза, что в

Таблица 3.15

**Волатильность обменных курсов  
в основных валютных парах в 1992–2002 гг.**

Пары валют	Апрель 1992 г.	Апрель 1995 г.	Апрель 1998 г.	Апрель 2000 г.	Разница показателей 2000 г. и 1998 г.
USD/EUR <sup>a</sup>	10,00	10,45	5,72	15,61	+9,89
USD/JPY	8,12	17,05	11,75	10,82	-0,93
USD/GBP	9,66	5,65	5,31	9,08	+3,77
USD/CHF	11,47	12,71	7,90	14,94	+7,04
EUR <sup>a</sup> /JPY	8,73	16,76	10,99	19,97	+8,98
EUR <sup>a</sup> /GBP	5,84	8,47	6,04	8,65	+2,61
EUR <sup>a</sup> /CHF	4,57	3,62	3,88	3,05	-0,83

<sup>a</sup> До 1999 г. евро представлен немецкой маркой.

**Примечание.** Волатильность рассчитана как стандартное отклонение от среднегодовых дневных показателей в течение календарных месяцев;

**Источник:** Bank for International Settlements. Triennial Central Bank Survey. Foreign Exchange and Derivatives Market Activity in 2001, Basle, March 2002. P. 5.

2001 г. волатильность в основных валютных парах, кроме пар доллар–иена и евро–швейцарский франк, резко возросла по сравнению с тем, что было три года назад. В четырех парах были зарегистрированы наивысшие показатели за последнее десятилетие. Случилось это не только из-за введения евро, но его “вклад” в усиление нестабильности валютных рынков налицо.

Раз колебания между курсами доллара, евро и иены сохраняются и, вероятнее всего, усилятся, то совершенно естественно возникает вопрос о координации курсовой политики между двумя или тремя основными валютными блоками. Высказывались предложения установить коридор (*target zone*) между курсами трех основных валют, что способствовало бы стабилизации международной валютной системы и в долгосрочном плане было бы выгодно для всех ее участников. Так, американский экономист Ф. Бергстен, рекомендовал, чтобы евро и доллар были привязаны друг к другу в пределах  $\pm 10\%$ <sup>1</sup>. По его мнению, именно США и ЕС, взрастившие ВТО, должны отвечать за нормальное функционирование мировой экономики, поэтому их “неспособность эффективно управлять соотношением доллар–евро может иметь тяжелые последствия для всего мира”<sup>2</sup>.

Первый опыт регулирования курсов важнейших мировых валют относится к концу 70-х гг. В ноябре 1978 г. США, ФРГ и Япония провели массивные интервенции с целью остановить падение курса доллара. В 1979 и 1980 гг. Соединенные Штаты пытались, наоборот, противостоять удорожанию доллара при помощи валютных интервенций и значительного увеличения резервов в иностранных денежных единицах. Однако затем администрация Р.Рейгана взяла на вооружение принцип молчаливого пренебрежения (*benign neglect*) курсом доллара и избегала международного сотрудничества в сфере обменных курсов вплоть до сентября 1985 г., когда было заключено Соглашение “Плазы” (*Plaza Agreement*)<sup>3</sup>. В соответствии с ним министры финансов “Группы пяти” (США, Великобритания, Франция, Германия и Япония) договорились о совмест-

---

<sup>1</sup> *Bergsten F.C. The Dollar and the Euro // Foreign Affairs. N.Y., 1997. Vol. 76. № 4. P. 94.*

<sup>2</sup> *Bergsten F.C. America and Europe: Clash of the Titans? // Foreign Affairs. N.Y., 1999. March/April. P. 28*

<sup>3</sup> От названия нью-йоркского отеля “Плаза”, где происходила встреча.

ных действиях по снижению курса доллара. Хотя за несколько месяцев до этого курс уже пошел вниз, соглашение ускорило данный процесс. Начатый в 1985 г. многосторонний диалог завершился Луврским соглашением (Louvre Accord), которое было заключено “Большой семеркой” 22 февраля 1987 г. с целью “способствовать стабилизации обменных курсов вокруг нынешних уровней”. По неофициальным данным, в соглашении устанавливалось два диапазона: узкий  $\pm 2,5\%$  и широкий  $\pm 5\%$ . При достижении курсом первой границы интервенции могли проводиться на добровольной основе, при достижении второй в силу вступал механизм обязательных согласованных интервенций<sup>1</sup>. С тех пор промышленно развитые страны больше не предпринимали попыток стабилизировать обменные курсы.

В конце 1998 г. бывший министр финансов Германии Оскар Лафонтен предложил установить коридор для колебаний курсов доллара, евро и иены. Идея долго обсуждалась и в США, и в ЕС, но, в конце концов, была отвергнута. Стороны сочли, что все три региона имеют слишком разную макроэкономическую динамику и, кроме того, допустимые пределы, будь они официально объявлены, наверняка спровоцируют спекулятивные атаки на одну или две из трех валют. Что касается первого довода, то, действительно, проблема увязки курсов между долларом, евро и иеной, в конечном счете, упрется в необходимость координации их макроэкономической политики (аналогично тому, как увязка курсов внутри ЭВС потребовала конвергенции важнейших макроэкономических показателей). Один из наиболее авторитетных специалистов по проблемам ЭВС Поль Велфенс пишет: “Последовательная денежно-кредитная политика ЕЦБ будет мало способствовать долгосрочной стабилизации и предсказуемости обменных курсов, если ФРС США не будет придерживаться той же стратегической линии”<sup>2</sup>. Второй довод выглядит менее убедительным, поскольку пределы курсовых колебаний могут и не объявляться, как это было в Луврском соглашении (хотя возможно, что в современных условиях рыночные спекулянты скорее вычислят их, нежели это могло быть в 80-е гг.).

<sup>1</sup> *Funabashi Y. Managing the Dollar: From the Plaza to the Louvre /Institute for International Economics. Wash., 1988. Цит. по: Alogoskoufis G., Portes R. Op. cit. P. 74; Eichengreen B. Op. cit. P. 25.*

<sup>2</sup> *Welfens P. J. J. Euro exchange rate policy: possibilities and limits // The European Union and the Euro: Economic, Institutional and International Aspects. European Communities. Luxembourg, 2000. P. 238.*

В пользу координации курсовой политики высказывались и эксперты ООН. По их мнению, если США и зона евро будут игнорировать друг друга, это может привести к длительному несоответствию между курсами трех важнейших валют, что, в свою очередь, создает риск усиления торгового протекционизма и проведения девальваций с целью повысить конкурентоспособность национальных производителей<sup>1</sup>. В январе 2000 г. депутаты Европарламента призвали ЕЦБ и Федеральную резервную систему США заключить соглашение о пределах колебаний курсов доллара и евро, скажем, в пределах 1,00–1,20 евро за 1 долл.<sup>2</sup>.

Вероятность практической реализации подобных предложений зависит от того, в какой степени в них будут заинтересованы все три или, по крайней мере, два центра силы: ЕС и США. А для этого нужно, чтобы для каждой из них – и, главное, для США – выгоды от согласованной курсовой политики перевешивали ее издержки. Сейчас, по убеждению автора, в отличие от второй половины 80-х гг., именно этот ключевой элемент отсутствует: Соединенным Штатам не нужна девальвация доллара и ревальвация евро. Наоборот, у них есть веские причины стратегического свойства добиваться того, чтобы курс доллара по отношению к евро ни в коем случае не начал опускаться. Как отмечалось выше, главный шанс евро укрепиться в качестве важнейшей мировой валюты связан с его использованием в качестве средства накопления. Если только доллар станет терять в цене, эта возможность материализуется: в официальных резервах, на банковских счетах и в инвестиционных портфелях доллары начнут заменяться на евро. Перед Соединенными Штатами во весь рост встанет проблема “связывания” излишней долларовой массы в масштабах всего мира. Новых регионов, способных абсорбировать эти средства, коими в 90-е гг. стали страны Азии, бывшего СССР и государства Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ), больше не предвидится (за исключением, может быть, Африки). Международные валютные и финансовые рынки способны всасывать дополнительные доллары лишь постепенно, искусственно увеличить скорость этого процесса просто невозможно, тем более что оборачиваемость средств растет с каждым днем. А лавинообразный возврат долларов в США чреват инфляцией, общим ухудшением экономической конъюнктуры и падением уровня жизни.

<sup>1</sup> Economic Survey of Europe. 1999. № 1. P. 44.

<sup>2</sup> Bulletin Quotidien Europe. Luxembourg, 2000. № 7625. P. 11.



Кроме того, укрепление позиций евро означало бы, что Соединенные Штаты больше не смогут в той же мере, что и раньше, жить за счет других стран. Статус доллара как доминирующей валюты (подробнее данный вопрос будет рассмотрен в разд. 3.2.2) позволяет США импортировать реальные товары, отдавая за них необеспеченные бумажные деньги. С середины 80-х гг. до 1996 г. Штаты накопили долг по расчетам с другими странами в сумме почти 1 трлн. долл.<sup>1</sup>. Простой сеньораж ежегодно приносит американской казне 16–19 млрд.долл.<sup>2</sup>. Другими словами, начиная со второй половины 80-х гг. граждане других стран каждый год отдавали Соединенным Штатам материальных ценностей в среднем на сумму 120 млрд. долл., или по 20 долл. с каждого жителя планеты (или по 460 долл. на каждого американца).

Упрочение евро изменило бы в худшую сторону для США условия курсообразования американского доллара: он стал бы больше подвержен действию девальвирующих факторов и не так легко отзывался бы на действие ревальвирующих факторов. Если бы евро стал реальной альтернативой доллару и две валюты были бы близки по показателям ликвидности, падение ставки ФРС ниже ставки ЕЦБ неминуемо приводило бы к оттоку капиталов из США (в гораздо больших объемах, чем это может произойти сейчас, поскольку доллар гораздо ликвиднее евро). И, наоборот, увеличение ставок ФРС и благоприятные экономические прогнозы в США не позволяли бы привлекать внешнее финансирование в тех масштабах, в которых оно привлекалось в 90-е гг.

Соглашение о курсовом коридоре заставило бы всех его участников добровольно ограничить свободу в области проведения валютной политики и, пусть отчасти, подчинить национальные интересы коллективным. Но, как мы уже говорили, Соединенные Штаты сейчас располагают неизмеримо большей свободой действия на мировых валютных рынках, нежели их партнеры. Поэтому у США нет никакого резона добровольно связывать себе руки; мировая история не знает случаев, чтобы страны-эмитенты доминирующей валюты шли на компромисс в вопросах, где интересы мирового сооб-

---

<sup>1</sup> *Bergsten F.C.* The Impact of the Euro on Exchange Rates and International Policy Cooperation. In: *Masson P.R., Krueger T.H., Turtelboom B.G.* (eds.). EMU and the International Monetary System /International Monetary Fund. 1997. P. 25.

<sup>2</sup> *Frankel J.* On the euro: the first 18 month // EMU Watch. Deutsche Bank Research. 2000. № 87. P. 9; *Hanke S.H.* How to abolish currency crises // Forbes Global. 2000. Febr.21. P. 93.

щества ущемляли бы национальные интересы (подробнее см. разд. 2.3.2). Единственным в настоящее время минусом дорогого доллара является рост торгового дефицита США, но его вполне компенсирует приток капиталов. Кроме того, увязка курсов невозможна без валютных интервенций. Валютные резервы ЕЦБ составляют около 300 млрд. долл, у США они не превышают 60 млрд. Напомним, что в ходе кризиса ЭВС в 1992–1993 гг. центральные банки крупнейших стран ЕС потратили на интервенции 150 млрд. долл. Если понадобится поддерживать курс доллара или евро, масштаб затрат будет неизмеримо больше. Таких средств ни у Европы, ни у Соединенных Штатов не будет.

Так что в ближайшие несколько лет вероятность увязки курсов доллара и евро ничтожно мала. В последнем годовом докладе МВФ за 2000 г. говорилось: *“Существующая система плавающих обменных курсов между тремя основными валютами, скорее всего, сохранится. Поэтому странам придется приспосабливаться к изменчивости обменных курсов в мировом масштабе. Значительные курсовые диспропорции и высокая волатильность важнейших валют является источником озабоченности для отдельных стран, особенно небольших и с открытой экономикой”*<sup>1</sup>.

### **3.2.2. Отношения ЕС с США и новая финансовая архитектура мира**

Обсуждавшаяся проблема обменного курса евро является одной из составных частей более широкой темы – места ЭВС в меняющейся финансовой архитектуре мира. Эта тема может быть разделена на три блока: отношения ЕС и США, возможная “валютная география” мира и перспективы участия зоны евро в реформе международной финансовой системы.

До сих пор отношение Соединенных Штатов к валютному союзу ЕС трудно назвать однозначным. Первая их реакция на заявленные в Маастрихтском договоре планы была открыто негативной: в средствах массовой информации и в академических кругах европейская инициатива расценивалась как заведомая утопия и подвергалась жесточайшей критике. Правда, на правительственном уровне США никогда не выступали против ЭВС, ограничиваясь замеча-

---

<sup>1</sup> IMF Annual Report. Wash., 2000. P. 44.

ниями в духе “если это хорошо для Европы, хорошо и для Америки”. В апреле 1997 г. Ларри Саммерс, бывший тогда министром финансов США и заместителем председателя Совета управляющих ФРС, заявил, что “судьба доллара по-прежнему большей частью находится в наших собственных руках”<sup>1</sup>. На встрече глав государств “восьмерки” 21–22 июня 1997 г. в Денвере с подачи США будущая европейская валюта получила официальное признание и одобрение на международном уровне.

В 1997–1998 г. появились признаки того, что Соединенные Штаты меняют ревностное эмоциональное отношение к ЭВС на более сбалансированное и прагматическое. К этому времени стало ясно, что у евро не будет ни возможности, ни потребности сразу вытеснить доллар из международных расчетов. Специалисты и политики заговорили о том, что от жизнеспособности евро зависит судьба экономических отношений между США и Евросоюзом, которые связаны интенсивной торговлей и инвестициями. В случае провала ЭВС Евросоюз оказался бы в состоянии системного кризиса, последствия которого не замедлили бы сказаться и на американской экономике. Однако последующие события (включая инициированные США бомбардировки Югославии, которые негативно сказались на курсе евро, и участие ФРС в многосторонних интервенциях в поддержку евро в сентябре 2000 г.) свидетельствуют о том, что трансатлантический валютный диалог будет иметь ту же внутреннюю логику, что и отношения двух центров силы в других сферах, а именно: представлять собой сплав противоборства и сотрудничества. Причем еще долгие годы в силу объективных экономических причин (см. разд. 3.1) решающий голос здесь будет принадлежать американской стороне.

Появление евро в качестве возможной альтернативы доллару ставит вопрос о соотношении плюсов и минусов доминирующей валюты для эмитирующей ее страны. К числу плюсов относятся:

- независимая экономическая политика, возможность перекладывать на другие страны бремя исправления своих ошибок;
- доступ к внешнему финансированию за счет эмиссии;
- доходы от сеньоража;
- доходы отечественных финансовых центров;

---

<sup>1</sup> *Summers L.* EMU: An American View of Europe. Remarks delivered at the Euromoney Conference. 1997, 30 April. Цит. по: *Henning C. R.* Cooperating with Europe's Monetary Union /Institute for International Economics. Wash., 1997. P. 15.

- минимизация курсового риска и расходов на конвертирование для отечественных компаний.

Минусами называют два фактора:

- ослабление контроля за количеством денег в обращении,
- рост спроса на валюту с перспективой завышения ее курса и ухудшения конкурентных позиций отечественных производителей.

Страна, выпускающая доминирующую валюту, обладает высокой степенью свободы как в макроэкономической, так и в валютной политике. Не она приспосабливается к действиям партнеров, а они ищут сотрудничества с лидером, чтобы облегчить себе адаптацию к его действиям. Один из ведущих в США специалистов по проблемам евро Рэндалл Хеннинг писал: “появление более мощной альтернативы доллару, чем немецкая марка и иена, привело бы к тому, что отношение в мире к ошибкам американской политики, – которых было много в послевоенный период, – стало бы менее снисходительным”. Такие ошибки привели бы к диверсификации инвестиционных портфелей и выводу средств из долларовых активов. Поэтому поле для маневра американских властей стало бы гораздо уже, чем прежде. Кроме того, рост экономической самодостаточности Евросоюза заставил бы США нести большую ответственность за результаты своей макроэкономической политики. Так, в 1987 г. две трети огромного дефицита США по текущим операциям было оплачено не рыночными субъектами, а центральными банками других стран, которые начали проводить интервенции, опасаясь ревальвации своих валют<sup>1</sup>.

О доступе к внешнему финансированию уже говорилось много. Наличие этого гигантского преимущества открыто признают американские специалисты. “В той мере, в которой доллары, находящиеся в руках иностранцев, никогда не предъявляются к оплате, – пишет Доминик Сальваторе, – Соединенные Штаты, по сути, получают возможность давать иностранцам клочки бумаги (долларовые банкноты) в обмен на реальные товары, услуги и инвестиции”<sup>2</sup>. Другой американский профессор Стив Хэнк поясняет: “Почти 70% всех долларов и 35% немецких марок находится в руках иностранцев... Основная часть долларов, марок и других валют, циркулиру-

<sup>1</sup> *Henning C. R. Op. cit. P. 16.*

<sup>2</sup> *Salvatore D. Op. cit. P. 20.*

ющих за пределами их национальных государств, используются... гражданами малых и больших стран с *бросовыми валютами* (курсив мой. – О.Б.). Более 50 стран попадает в эту категорию, крупнейшая из которых – Россия... Фед производит кусочки зеленой бумаги по средней цене 4 цента за каждый и в обмен получает беспроцентный кредит на сумму номинала каждой банкноты”<sup>1</sup>. “То, что номинированные в долларах американские пассивы принимаются за границей, – отмечает Р.Хеннинг, – делает кредитование дефицита по текущим операциям, в сущности, автоматическим. Американским властям не надо никого просить о кредите, получается, что у властей иностранных государств нет никакой возможности выставить условия этого финансирования. Кредит доступен по требованию через частные рыночные структуры”<sup>2</sup>.

По поводу сеньоража член Экспертного совета при президенте США Джеффри Фрэнкель пишет следующее. “Так же как компания “Американ Экспресс” получает прибыль, когда люди держат на руках ее дорожные чеки, не претендуя на проценты, так и Соединенные Штаты получают прибыль, когда люди в Аргентине или России держат доллары, на которые они не получают проценты. Когда гиперинфляция или социальные неурядицы подрывают общественное доверие к местной валюте, доллар становится ее предпочтительной заменой. (Торговля наркотиками и другие нелегальные формы бизнеса, конечно, являются еще одним источником спроса).” Еще небольшую дополнительную прибыль США получают за счет того, что статус главной резервной валюты позволяет им выплачивать более низкие проценты по казначейским обязательствам, которые находятся в руках иностранных центральных банков, поскольку те держат официальные резервы в долларах<sup>3</sup>.

Согласно расчетам, фактор международной роли доллара понижает процент по американским внешним заимствованиям на 25–50 базисных пунктов. Ежегодно Соединенные Штаты экономят на стоимости получаемых кредитов от 10 до 15 млрд. долл.<sup>4</sup> То, что доллар является самой востребованной валютой в мире и играет роль ведущей валюты на валютных рынках, создает своего рода ес-

<sup>1</sup> Hanke S.H. How to abolish currency crises // Forbes Global. 2000. Febr.21. P. 93.

<sup>2</sup> Henning R. Op. cit. P. 15.

<sup>3</sup> Frankel J.A. Impact of the euro on members and non-members. In: The Euro as a Stabilizer in the International Economic System /Mundell R., Clesse A. (eds.). Boston, 2000. P. 104.

<sup>4</sup> Salvatore D. Op. cit.

тественную монополию для финансовых институтов США. Это позволяет им иметь обширную практику и благодаря этому экономить на масштабе. Их деятельность в свою очередь способствует повышению ликвидности доллара и воспроизводит его статус доминирующей валюты.

Таблица 3.16

**Валютная структура внешней торговли некоторых стран  
в 1995 г.**

Страна	USD	JPY	DEM	FRF	GBP	ITL	NLG	Другие валюты
<i>Экспорт</i>								
США	<b>92,0</b>	2,4	0,9	0,6	0,9	0,3	0,6	2,3
Япония	52,2	<b>36,0</b>	2,4	0,7	1,4	0,3	0,9	5,8
Германия	9,5	0,9	<b>74,7</b>	3,2	2,6	2,2	1,3	5,6
Франция	18,6	1,0	10,5	<b>51,7</b>	4,2	3,1	1,5	9,4
Великобритания	23,1	1,1	4,0	3,1	<b>61,6</b>	1,6	2,3	3,0
Италия	21,0	0,6	18,0	8,0	3,5	<b>40,0</b>	1,5	7,4
Нидерланды	20,6	0,6	18,5	4,5	4,1	1,5	<b>43,8</b>	6,4
<i>Импорт</i>								
США	<b>80,7</b>	2,8	3,8	0,9	1,7	0,8	0,3	9,0
Япония	70,2	<b>22,7</b>	2,7	1,0	1,3	0,8	0,3	1,0
Германия	19,5	1,4	<b>51,5</b>	2,5	1,7	1,0	0,9	21,5
Франция	23,1	1,0	10,1	<b>48,5</b>	2,9	3,7	1,4	9,3
Великобритания	24,6	2,0	11,1	4,6	<b>43,0</b>	1,8	2,5	10,7
Италия	29,0	1,0	14,0	7,0	3,8	<b>37,0</b>	2,4	5,8
Нидерланды	25,4	1,3	17,5	2,8	3,4	1,0	<b>42,8</b>	5,8

*Источник.* Векх Р. The implications of the introduction of the euro for non-EU countries /European Commission // Euro Papers. 1998. № 26. P. 8.

Американские компании пользуются и таким естественным для них преимуществом, как возможность заключать внешнеэкономические сделки в национальной валюте. В середине 90-х гг. 92% экспорта и 81% импорта Соединенных Штатов было номинировано в долларах. Ни одна другая страна мира, включая Германию и Великобританию, не могла приблизиться по этим показателям к уровню США (табл. 3.16). В 80-е гг. японские страховые компании, вложившие средства в американские активы, потеряли несколько десятков миллиардов долларов из-за обесценения доллара. Если бы пассивы США были номинированы в японских иенах, эта курсовая

разница была бы отнесена на счет американской стороны<sup>1</sup>. Добавим также, что, поскольку доллар имеет непосредственные котировки по отношению ко всем свободно конвертируемым валютам, американские банки, в отличие, например, от банков Германии или Японии, избавлены от двухступенчатых валютнообменных сделок. Кроме того, обмен внутри пар, где одной из сторон является доллар, практически всегда обходится дешевле, чем обмен внутри любых других пар. Ведь спрэд, например, доллар – иена, как правило, заметно уже, чем спрэд евро – иена.

Теперь о недостатках, проистекающих из статуса международной и тем более доминирующей валюты. В экономической литературе имеются указания на то, что именно из-за них Германия, Япония и Швейцария в свое время не поощряли обращение их денежных единиц за границей. Первый минус – резкие колебания спроса на валюту и возникающие из-за этого сложности в регулировании денежной массы. Этот фактор более умозрительный, чем реальный. Так, по мнению Дж. Фрэнкеля, из того, что валютой владеет большое количество людей по всему миру, автоматически не вытекает, что спрос на нее колеблется сильнее. Такие колебания скорее будут следствием возросшей мобильности капиталов, а не статуса ключевой валюты как такового. Второй минус – возможный рост спроса на отечественную валюту. Усиленный приток капиталов в страну может привести к повышению ее курса и отрицательно сказаться на ценовой конкурентоспособности национальных товаров на внешних рынках<sup>2</sup>.

Оба эти фактора в настоящее время не имеют для Соединенных Штатов такого значения, чтобы они добровольно пошли на уменьшение роли доллара в мире. Если ФРС уже много лет функционирует в условиях, когда за границей находится не просто часть, а подавляющая часть долларовой массы, причины начинать борьбу с этим явлением именно сейчас нет. Ревальвирующее воздействие притока капиталов на национальную валюту тоже не представляет собой проблему. Как уже не раз отмечалось, доллару сейчас очень полезна такая подпорка. После того как в 80 – 90-е гг. в промышленно развитых и во многих развивающихся странах была проведена либерализация движения капиталов, Соединенным Штатам стало гораздо легче покрывать отрицательное сальдо торгового баланса и в целом баланса по текущим операциям за счет нетто-притока капиталов.

<sup>1</sup> Henning C. R. Op. cit. P. 15.

<sup>2</sup> Frankel J.A. Op. cit. P. 105.

Таким образом, выгоды США от того, что доллар является доминирующей валютой, с лихвой перевешивают соответствующие неудобства. Потенциальное сужение сферы его зарубежного обращения повлекло бы за собой существенные геополитические и экономические убытки, а также наложило бы значительные ограничения на действия властей. Из этого следует, что Соединенные Штаты всеми силами будут пытаться удержать нынешний статус доллара, в том числе в ущерб евро. Еще до создания ЭВС специалисты рассматривали возможность того, что введение евро может спровоцировать рост агрессивности американской внешней политики<sup>1</sup>. Направленные против единой валюты действия США будут ограничиваться не только собственно возможностями американской стороны, но и здравым смыслом – необходимостью сохранить жизнеспособность Европейского Союза. Ведь ЕС не только крупный экономический и политический партнер ЕС, но и важнейший элемент современной конструкции мира, основанной на принципах рыночной экономики и всеобщей либерализации. На этих принципах держится современная глобальная мощь США.

Еще один вопрос, возникающий в связи с появлением евро, – будущее распределение валютных зон в мире. Здесь речь идет о двух разных процессах: о взаимодействии доллара и евро в других регионах мира и о возможном появлении иных валютных блоков. К этому же примыкает вопрос о дальнейшей судьбе японской иены, швейцарского франка и английского фунта, пока Великобритания не войдет в ЭВС.

Взглянув на карту мира, уже сейчас можно с большой достоверностью определить сферы влияния евро и доллара в ближайшие 10–30 лет. Северная Америка наверняка и Южная с высокой степенью вероятности будут составлять зону экспансии доллара. Его позиции также будут очень сильны в Азии, где американская валюта доминирует в официальных резервах, банковских активах и внешнеэкономических расчетах. Там, правда, так же как и в Латинской Америке, возможно образование региональных валютных зон на основе национальных денежных единиц, например сингапурского доллара, иены, юаня, рупии, или коллективных расчетных единиц, используемых для внешних расчетов между участниками груп-

---

<sup>1</sup> Salzburg Seminar. Session No. 363. The International Impact of the European Monetary Union. December 5–12, 1998. Working group A. Impact of the EMU outside “Euroland”. Conclusions.



пировки. Так или иначе, перспективы единой валюты в Азии и Латинской Америке невелики, наиболее реальный для евро шанс – просочиться в официальные резервы этих стран.

Африка, кроме ее северного побережья и франкоговорящих районов, останется, скорее, нейтральной зоной или зоной умеренного тяготения к доллару. С одной стороны, бедные страны с неустойчивой социальной и политической обстановкой, слабо развитой экономикой и денежно-кредитной системой едва ли могут играть заметную роль в укреплении международных позиций американской валюты. С другой стороны, они могут представлять интерес для США как перспективные объекты полной официальной долларизации. Некоторые страны Африки, несмотря на узость их финансовых рынков, могли бы стать для США последним регионом, способным на определенное время или даже навсегда (в случае полной официальной долларизации) дать пристанище избыточным долларам. В ноябре 1999 г. Конгресс США представил на рассмотрение Сената законопроект под названием “Акт международной валютной стабильности”<sup>1</sup>, смысл которого в том, чтобы оказывать всемерную поддержку странам, намеренным полностью изъять из обращения национальные валюты и заменить их на доллар США. Некоторые положения этого документа заслуживают цитирования. “Конгресс полагает, что:

(5) с тех пор как в 1997 г. Азию поразили финансовые и экономические кризисы, наблюдается рост международного интереса к официальной долларизации, в соответствии с которой та или иная страна в значительной части или полностью устраняет свою отечественную валюту и принимает доллар Соединенных Штатов в качестве законного платежного средства;

(13) было бы взаимовыгодно, чтобы Соединенные Штаты содействовали официальной долларизации, делаясь со странами, которые становятся полностью долларизованными, частью тех дополнительных доходов от сеньоража, которые возникли бы у Соединенных Штатов;

(14) содействие официальной долларизации дополняет предпринимаемые Соединенными Штатами усилия по укреплению международной финансовой архитектуры”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> International Monetary Stability Act of 1999 (Introduced in the Senate). 106th Congress. 1<sup>st</sup> Session. S.1879. 1999, November 8. <http://thomas.loc.gov/cgi-bin/query>

<sup>2</sup> Op. cit. P. 2.

Итак, Конгресс считает, что Соединенным Штатам следует делиться частью сеньоража дабы и дальше способствовать “укреплению международной финансовой архитектуры” при помощи долларизации. С точки зрения национальных интересов США расчет вполне правильный. Сеньораж составляет не более 5% от суммы циркулирующих за границей наличных долларов, которые представляют собой бессрочный кредит Соединенным Штатам.

В ближайшие десятилетия евро будет иметь сильное влияние в двух регионах: в самой Европе (включая западноевропейские государства-аутсайдеры и страны Центральной и Восточной Европы), а также в Западной и Центральной Африке и в отдельных ее северных частях. Определенным подспорьем для единой валюты может стать активно развиваемый сейчас Европейским Союзом диалог со странами Средиземноморья, Латинской Америки и АКТ (Африки, Карибского моря и Тихоокеанского региона).

Так, в 90-е гг. ЕС провозгласил начало “новой средиземноморской политики”, а затем – политики “евро-средиземноморского сотрудничества и партнерства”. Евро-средиземноморская конференция в Барселоне (ноябрь 1995 г.) приняла решение о создании в Средиземноморье к 2010 г. зоны свободной торговли. Разрабатываются планы единого Евро-средиземноморского энергетического рынка. Из бюджета ЕС ежегодно выделяются средства на финансирование евро-средиземноморских проектов, в том числе в области водоснабжения, окружающей среды, энергетики, транспорта, информационных технологий<sup>1</sup>.

В середине 90-х гг. Евросоюз выработал новую трехстороннюю стратегию отношений с Латинской Америкой. Она включает углубление политического диалога, расширение торговли, поддержку интеграционного процесса в Латинской Америке, а также техническое и финансовое сотрудничество. Почти все латиноамериканские страны подписали с ЕС договоры о сотрудничестве нового типа, что предполагает отношение к ним как к неассоциированным членам. Этот статус позволяет странам региона подключаться к системе общих преференций ЕС и пользоваться другими торговыми льготами. Например, с Эквадором, Коста-Рикой, Колумбией, Панамой, Гватемалой и некоторыми другими ЕС имеет мно-

---

<sup>1</sup> Ковальский Н. ЕС и Средиземноморье. В кн.: Европейский Союз на пороге XXI века: Выбор стратегии развития / Под ред. Ю.А. Борко, О.В. Буториной. М.: УРСС, 2001. С. 330–332.

голетние соглашения, гарантирующие фиксированную квоту поставки бананов из этих стран на европейский рынок. ЕС и Меркосур в перспективе намерены сформировать зону свободной торговли. В целом же нынешнее значение Евросоюза для экономики Латинской Америки не так велико: на него приходится пятая часть экспорта и четвертая часть получаемых регионом прямых иностранных инвестиций<sup>1</sup>.

Если до середины 70-х гг. приоритетом для Западной Европы были франкоговорящие страны Африки, в 80–90-х гг. европейская внешняя политика охватила практически весь развивающийся мир. С 1975 г. отношения ЕС со странами АКТ основываются на возобновляемых Ломейских конвенциях. В рамках этого диалога различные фонды ЕС ежегодно выделяют развивающимся странам до 5–7 млрд. евро. Надо отметить, что страны АКТ, за исключением карибских государств, являются самой бедной частью мира. Особенно тяжелое положение в тропической Африке, где среднегодовой доход на душу населения не превышает 500 долл. Быстрый рост населения, межнациональные вооруженные конфликты, распространение СПИДа, монокультурная экономика и высокая зависимость от мировых цен на сельскохозяйственные товары – таковы характеристики, присущие многим государствам АКТ. В этих регионах Евросоюз финансирует программы по борьбе с бедностью, многочисленные образовательные проекты, каждые два года Европейская комиссия организует промышленные форумы ЕС-АКТ. 40% экспорта стран АКТ направляется на европейский рынок<sup>2</sup>.

Вполне закономерно, что в рамках особых отношений между ЕС и перечисленными тремя группами стран (Средиземноморьем, Латинской Америкой и странами АКТ) значительная часть взаимных расчетов будет происходить в евро. В единой валюте будут номинироваться европейские инвестиции и кредиты, а также существенная доля внешней торговли (например, мировые цены на бананы всегда устанавливались в немецких марках). Европейские компании наверняка будут заключать в евро свои экспортные контракты. Если же Евросоюз попытается перевести на евро торговлю энергоносителями, это может стать причиной столкновений с Соединенными Штатами. Конфликты между ЕС и США могут также возникнуть,

---

<sup>1</sup> *Абрамова М.* Отношения ЕС со странами Латинской Америки и АКТ. В кн.: *Европейский Союз на пороге XXI века...* С. 343–354.

<sup>2</sup> Там же. С. 356–360.

если европейцы будут способствовать интенсивному проникновению евро во внешнеэкономическую сферу стран Латинской Америки и Карибского бассейна.

Зоной активного противостояния и долговременной напряженности между Евросоюзом и Соединенными Штатами станут Россия и некоторые страны СНГ. Дело в том, что и у ЕС, и у США имеются достаточные основания для валютных притязаний на финансовые рынки, банковские счета, официальные резервы и особенно на наличные средства, находящиеся в странах СНГ, прежде всего в России (о чем будет подробнее рассмотрено в разд. 4.1.1).

Что касается появления в будущем других валютных блоков, здесь складывается следующая картина. В течение ближайших двух–трех десятилетий, а возможно, и более ни в одном другом регионе мира не будет создана единая валюта наподобие евро. Речь идет о такой коллективной валюте, которая вводилась бы *вместо* национальных валют и полностью выполняла бы их функции как во внутреннем, так и во внешнем обороте (подробное обоснование тезиса и анализ типов валютных блоков дается в разд. 4.2.1 и 4.2.2). Как отмечалось ранее, единую валюту нельзя создать, если участники группировки не проводят общую экономическую политику и не добились конвергенции макроэкономических показателей. А для этого региональному объединению сначала требуется пройти такие стадии интеграции, как зона свободной торговли, таможенный союз и единый внутренний рынок (включающий свободное передвижение товаров, услуг, капиталов и лиц). На сегодня ни одна региональная группировка мира, кроме ЕС, не продвинулась дальше зоны свободной торговли. Чтобы проводить общую экономическую политику, участники объединения также должны иметь более или менее близкие показатели благосостояния, чего нет и еще очень долго не будет ни в НАФТА, ни в АСЕАН, ни в Меркосуре.

Сказанное вовсе не исключает возникновения региональных счетных единиц, которые бы использовались для совершенствования *внешних* расчетов стран группировки друг с другом. Такие единицы могут вводиться для того, чтобы упростить и ускорить трансграничные расчеты, преодолеть нехватку свободно конвертируемых валют (в основном долларов) и до некоторой степени оградить внутрорегиональную торговлю от неблагоприятных воздействий международной конъюнктуры, в том числе от колебаний курса доллара и других мировых валют. (Кстати, подобные задачи решались

и в Европе, например, в рамках ЕПС и ЕВС.) Расчетные единицы, будь они созданы, смогут иметь лишь очень ограниченную сферу обращения, весь внутренний оборот будет обслуживаться привычными национальными деньгами. Именно поэтому региональные единицы не составят конкуренцию доллару или евро за пределами сферы своей циркуляции. Однако *внутри* ее они будут способствовать вытеснению иностранных валют. Как уже говорилось, подобные блоки могут появиться в Азии и Латинской Америке, а также в СНГ.

Например, в АСЕАН существуют планы ввести коллективную расчетную единицу на основе сингапурского доллара. Пять стран группировки, а именно: Индонезия, Малайзия, Филиппины, Сингапур и Таиланд, стали инициаторами Соглашения о кредитах своп в АСЕАН (ASEAN Swap Arrangement). Данная система двухсторонних свопов (национальная валюта – доллар США) отчасти аналогична той, которая действовала в ЕВС в 80–90-е гг., ее основное предназначение – сглаживать колебания валютных курсов. В марте 2000 г. на четвертой встрече министров финансов стран АСЕАН в Брунее было предложено распространить этот механизм на все государства АСЕАН, а также подключить к нему Китай, Японию и Южную Корею. В мае того же года в Таиланде заместители министров финансов стран АСЕАН, Китая, Японии и Южной Кореи подписали соответствующие соглашения, получившие название “Инициатива Чيانг-Май” (Chiang Mai Initiative). Объем кредитов, предоставляемых в рамках инициативы, невелик, а его главным кредитором выступает Япония. К лету 2002 г. она имела соглашения с Южной Кореей, Таиландом, Филиппинами, Малайзией и Китаем на общую сумму 17 млрд. долл., а также вела переговоры с Сингапуром и Индонезией<sup>1</sup>.

Нельзя полностью исключить и того, что формирование валютных блоков пойдет по пути замены денежных единиц тех или иных стран на более сильную валюту. Сразу оговорюсь, что речь не идет о японском, китайском или любых других аналогах долларизации. По условиям долларизации (или “евроизации”, как это происходит в Черногории) страна, принимающая чужую валюту вместо собственной, делает это в одностороннем порядке и поэтому не приобретает никаких прав, кроме права пользоваться устойчивой валютой с высокой степенью интернационализации. В обозримом будущем только доллар и евро будут выполнять последнее условие. Да-

<sup>1</sup> <http://www.mof.go.jp/jouhou/kokkin/pcmie.htm>

же японская иена, как мы помним, весьма ограниченно используется в международной торговле, в финансовых операциях и в валютно-обменных сделках. Поэтому сомнительно, что какая-либо из стран откажется от национальной валюты в пользу японской иены или тем более сингапурского доллара, китайского юаня, австралийского доллара на кабальных условиях долларизации. Более реальный вариант может состоять в том, что две или несколько стран сообща решат создать единый эмиссионный центр и перейти на единую валюту, которой станет валюта самого сильного государства группировки. Таким образом, участники валютного блока смогут получить валюту с лучшей “кредитной историей”, большей сферой обращения и более высокой ликвидностью. Все это поможет им лучше вписаться в мировые интеграционные процессы и снизить риск того, что на их финансовых рынках будут доминировать иностранные банки и компании, а во внутреннем обращении – иностранные валюты.

Рассуждая о будущей международной роли японской иены, швейцарского франка и британского фунта, следует иметь в виду, что ни одна из этих валют не может сравниться с евро, не говоря уже о долларе, по размерам обращения на внешних рынках. Став резервными, эти валюты достигли естественного потолка в процессе своей интернационализации (правда, фунт был главенствующей валютой, когда Великобритания являлась крупнейшей мировой державой, но сейчас это уже в прошлом). Для того чтобы валюта широко использовалась за рубежом, эмитирующая ее страна должна обладать огромным экономическим потенциалом, открытой и устойчивой к влиянию извне экономикой, в высшей степени емкими и развитыми финансовыми рынками, а также не иметь ограничений на валютные операции и движение капиталов (см. табл. 2.3). Ни одна из трех стран, о валюте которых идет речь, не выполняет эти требования в полном объеме.

По размеру ВВП Япония уступает Соединенным Штатам в три раза, Великобритания – в семь, Швейцария – в сорок раз. Их национальные хозяйства в значительной степени зависят от внешних факторов. Япония уже который год не может выйти из кризиса и вдобавок сохраняет ряд ограничений на передвижение капиталов. Поэтому данные валюты, так же как и валюты других стран, которые в ближайшее время могут существенно увеличить свою долю в мировой торговле и мировом ВВП (например, Китай), в лучшем случае удержат/приобретут статус ключевой валюты и квоту в раз-

мере 1–5% в мировых официальных резервах, в обслуживании международной торговли и валютнообменных сделок. Их шансы стать значимыми ведущими валютами (за исключением узких сегментов регионального рынка) или составить конкуренцию доллару и евро в мировом масштабе равны нулю.

С переходом на единую валюту ЕС и прежде всего зона евро получили возможность выступать как единое целое при решении вопросов, связанных с развитием и реформой международной валютной системы. ЕЦБ участвует в деятельности МВФ, имея статус наблюдателя как в Международном валютно-финансовом комитете МВФК (International Monetary and Financial Committee), так и в Совете управляющих МВФ. По решению последнего, представитель ЕЦБ получил постоянное приглашение присутствовать на заседаниях Совета, где обсуждаются вопросы, имеющие отношение к денежно-кредитной и валютной политике зоны евро<sup>1</sup>. С этой целью в феврале 1999 г. ЕЦБ открыл постоянное представительство в Вашингтоне, которое также поддерживает связи с ФРС и собирает сведения о состоянии экономической и финансовой конъюнктуры в Соединенных Штатах<sup>2</sup>.

Долгое время не удавалось урегулировать вопрос о представительстве зоны евро на встречах министров финансов “Большой семерки”. На венской сессии Европейского совета в декабре 1998 г. было признано целесообразным, чтобы на таких встречах присутствовали Президент ЕЦБ, глава ЭКОФИН (или глава Совета зоны евро) и представитель Комиссии<sup>3</sup>. Однако Соединенные Штаты при поддержке Японии и Канады выступили против данного предложения, полагая, что его реализация приведет к неоправданному перевесу европейских представителей. Только в июле 1999 г. после долгих дискуссий было решено, что на саммитах зону евро будет представлять президент ЕЦБ и глава Совета зоны евро, а Комиссия сможет участвовать лишь в отдельных заседаниях, для чего ей потребуются специальное решение Совета<sup>4</sup>.

ЕЦБ, так же как и БМР, МВФ, Всемирный банк и ОЭСР, имеет статус наблюдателя в Форуме финансовой стабильности. Форум

---

<sup>1</sup> Представитель ЕЦБ также может присутствовать на некоторых других заседаниях Совета, на которых рассматриваются вопросы взаимного интереса для ЕЦБ и МВФ.

<sup>2</sup> European Central Bank. Annual Report 1999. Frankfurt-am-M., 2000. P. 81–82.

<sup>3</sup> Europe Daily Bulletin. Documents. Luxembourg, 1998. № 2116.

<sup>4</sup> Европейский Союз: факты и комментарии. М., 1999. № 3 (17). С. 11.

создан в ответ на региональные финансовые кризисы 1997–1998 гг. в соответствии с предложениями так называемого Доклада Титмайлера, одобренными министрами финансов “Большой семерки” на их заседании 20 февраля 1999 г. в Бонне. В его задачи входит: оценивать риски, угрожающие стабильности международной валютной системы; выработать меры по борьбе с ними; совершенствовать координацию действий и обмен информацией между различными организациями, отвечающими за поддержание международной финансовой стабильности. В работе форума, собирающегося дважды в год, принимали участие министры финансов, а также представители центральных банков и органов банковского надзора стран “Большой семерки”, Нидерландов, Сингапура, Австралии и Гонконга.

С 1 января 1999 г. квоты немецкой марки и французского франка в корзине СДР были слиты в квоту евро. С 1 января 2001 г. МВФ изменил страновой подход при определении корзины СДР и его процентной ставки: зона евро стала рассматриваться как единое формирование, а не как сумма входящих в нее стран. В итоге, квота евро в корзине СДР возросла с 25 до 29%, а квоты японской иены и фунта стерлингов уменьшились соответственно с 18 до 15% и с 12 до 11%, доля доллара США осталась неизменной – 45%. Процентная ставка СДР, определяемая как средневзвешенная величина процентных ставок по трехмесячным финансовым инструментам, номинированным в соответствующих валютах, теперь включает ставку EURIBOR вместо использовавшихся ранее межбанковской депозитной ставки в Германии и ставки по казначейским векселям во Франции<sup>1</sup>.

Первая серьезная попытка выработать единую позицию ЭВС по поводу реформы международной валютной системы была предпринята осенью 1998 г. Толчком к этому послужили августовские события в России: они показали, что случившиеся накануне кризисы в Юго-Восточной Азии – скорее закономерность, нежели случайность. Именно тогда в ЕС начали искать причины финансового рецидива, задумались о том, чем грозит распространение вируса кризиса на другие части мира и как предотвратить тотальное заражение. В конце сентября французское правительство выдвинуло пакет из 12 предложений о действиях ЕС в условиях нестабильной экономической и финансовой конъюнктуры в мире<sup>2</sup>. Основная их мысль

<sup>1</sup> European Central Bank. Annual Report 2000. Frankfurt-am-M., 2001. P. 100–101.

<sup>2</sup> Bulletin Quotidien Europe Documents. Luxembourg, 1998. № 2099.



заклучалась в том, что Евросоюз обязан адекватно реагировать на изменившуюся ситуацию в мире, повысить свою роль в решении глобальных проблем и взять на себя гораздо больше обязательств, чем это было до введения евро. Документ включал два раздела: “Вклад Европы в содействие экономическому росту в мире” и “Строительство новой Бреттон-вудской системы”. В первом разделе, в частности, предлагалось наладить тесную координацию в экономической сфере между ЕС и США; убедить власти США как можно скорее ратифицировать положения об увеличении квот в МВФ, чтобы он был способен вовремя оказать помощь нуждающимся странам; способствовать проведению экономических реформ в России, которые позволили бы достичь макроэкономической стабилизации. Во втором разделе рекомендовалось активизировать консультации между промышленно развитыми и развивающимися странами – членами МВФ (в том числе в экстренных случаях); повысить устойчивость и прозрачность международной валютной системы, усилив надзор за всеми финансовыми учреждениями во всех финансовых центрах мира и ужесточив международные правила в отношении оффшорных зон; пересмотреть подход к либерализации финансовых рынков в относительно слабых странах, разрешить им с учетом национальной специфики сохранять те или иные ограничения для деятельности иностранного капитала; создать механизмы взаимодействия между частным сектором, МВФ и Парижским клубом для управления кризисными ситуациями, интенсифицировать координацию действий на международном уровне в области макроэкономической и валютной политики; повысить ответственность ЕС за положение на мировых финансовых рынках.

Основная часть этих предложений легла в основу доклада о реформе международной финансовой системы, принятого на декабрьской (1998 г.) сессии Совета ЭКОФИН. В нем особо подчеркивалось, что государства–члены Евросоюза должны выступить с инициативой о реформе международных механизмов противодействия кризисам. В докладе также предлагалось усовершенствовать процесс принятия решений в частном и государственном секторах и сделать его более прозрачным; привести режимы валютных курсов в развивающихся странах и странах с переходной экономикой в соответствие с их местными условиями и потребностями; повысить эффективность технической и финансовой помощи странам, переживающим кризис; улучшить функционирование международных

финансовых институтов; разработать новые антикризисные инструменты и шире привлекать к их финансированию частный сектор.

Представители зоны евро активно участвовали в подготовке правил раскрытия информации о проводимой валютной и финансовой политике, которые являются составной частью представляемых МВФ совместно с МБРР Отчетов по соблюдению странами стандартов и правил (Reports on Observance of Standards and Codes – ROSCs). Зона евро интенсивно вовлечена в дискуссию о режимах обменного курса. По ее мнению, в центре внимания МВФ должно быть “соответствие выбранной данной страной валютной системы ее макроэкономической и структурной политике, а также состоянию основных торговых и финансовых отношений с внешним миром”. При этом “целью любого режима обменного курса является улучшение экономического и финансового положения страны за счет упрочения ценовой стабильности, а также наведения порядка в области внешней торговли и международных финансовых отношений”<sup>1</sup>. Точка зрения ЕС явно не совпадает с позицией Соединенных Штатов, которые через МВФ навязывали странам, позже оказавшимся в состоянии кризиса, режимы фиксированных курсов.

Зона евро пытается проводить собственную линию и в некоторых других областях. Так, ЕС считает, что в каждой стране темп либерализации и последовательность ее этапов должны выбираться с учетом национальной специфики. Важным условием положительного влияния либерализации на экономику страны является наличие соответствующего макроэкономического фундамента и развитой финансовой инфраструктуры. При этом начинать устранение барьеров следует с наиболее стабильных сфер, а именно с движения долгосрочных капиталов, включая прямые инвестиции<sup>2</sup>. Национальные финансовые системы должны накопить достаточную мощь и запас прочности, прежде чем страна полностью устраним ограничения на движение капиталов. Примечательно, что такой взгляд разделяет и Великобритания, которая гораздо чаще солидаризируется с США, нежели их партнеры с континента. По словам Мервина Кинга, заместителя управляющего Банка Англии, в условиях, когда мировое сообщество не может быстро помочь странам, оказавшимся в состоянии

<sup>1</sup> European Central Bank. Annual Report 1999. Frankfurt-am-M., 2000. P. 86; ECB Annual Report 2001... P. 105.

<sup>2</sup> ECB Annual Report 1999... P. 87; ECB Annual Report 2000... P. 104; Annual Report 2001... P. 105.

кризиса, последним следует сбавить скорость либерализации<sup>1</sup>. ЕС и США по-разному понимают роль частного сектора в стабилизации мировой финансовой ситуации. Европейцы твердо убеждены, что бизнес должен быть широко вовлечен в мероприятия по предотвращению и преодолению финансовых кризисов. В течение нескольких лет ведущие западноевропейские страны поднимали вопрос о “неблагоприятных прецедентах” и настаивали на том, чтобы МВФ не финансировал отток частного капитала. Под давлением европейских стран – членов “Большой семерки” на саммите в Кельне (июнь 1999 г.) было сделано специальное Заявление министров финансов. В нем впервые предлагалось установить жесткую зависимость между размерами финансирования по линии МВФ и степенью вовлечения частного сектора в процессы стабилизации (концепция *bail-in*)<sup>2</sup>. В отчете ЕЦБ за 2000 г. говорилось: “ЕСЦБ подчеркивает необходимость четких правил, которые бы установили соответствующие обязанности частного и государственного секторов в разрешении кризисов”<sup>3</sup>.

В 2001 г. во внешней политике ЕЦБ наметились контуры нового направления – валютно-финансовое сотрудничество с региональными группировками третьих стран. Банк внимательно отслеживал ход переговоров о режимах валютных курсов, либерализации движения капиталов и финансовом сотрудничестве в Азии (“Инициатива Чианг Май”). Вице-президент ЕЦБ участвовал в Третьей Азиатско-европейской встрече министров финансов в январе 2001 г. в г. Кобе (Япония), на которой было решено организовать совместный исследовательский проект в области международного финансового сотрудничества. ЕЦБ при поддержке Банка Испании расширил контакты с латиноамериканскими странами, для которых он взялся провести семинар по вопросам региональной интеграции<sup>4</sup>.

Как видно, с появлением ЭВС были созданы объективные предпосылки для усиления роли Западной Европы в процессах управления международной финансовой системой. В ближайшие годы Евросоюз будет формировать собственный взгляд на методы ее организации. Он – вполне закономерно – не всегда будет совпадать

---

<sup>1</sup> *King M. Reforming the international financial system: the middle way // Financial Stability Review. L., 1999. № 7. P. 207.*

<sup>2</sup> Реформа международной финансовой системы / Авт. коллектив: А.З. Астапович, Ц. Ватанабэ, Е.Б. Мягков, М. Панич. Т.А. Проскуракова, Д.В. Сырмолов. М.: ТЕИС, 2001. С. 159–160.

<sup>3</sup> *ECB Annual Report 2000... P. 105.*

<sup>4</sup> *ECB Annual Report 2001. Frankfurt-am-Main. P. 105-106.*

с американским, поскольку в Европе, в отличие от США, сильны традиции социального рыночного хозяйства и дух коллективизма, на котором строится европейская интеграция. Вероятно, эти элементы ЕС и попытается внести в новую финансовую архитектуру мира, тем более что он гораздо больше, чем США, зависит от политической и хозяйственной ситуации в странах с переходной экономикой – начиная от государств Центральной и Восточной Европы и кончая Россией и СНГ. Однако усиление европейских элементов в политике международных финансовых организаций потребует немало времени и значительных усилий со стороны ЕС. Данному процессу наверняка будут противодействовать Соединенные Штаты, особенно в случае угрозы их собственным интересам: это видно уже хотя бы потому, что квота евро в корзине СДР была целиком увеличена за счет валют Японии и Великобритании, но не США.

### **3.3. Зона евро и другие западноевропейские страны**

В Западной Европе сейчас существует две группы стран, оказавшиеся за пределами ЭВС. Одни являются членами Европейского Союза и при тех или иных условиях могут войти в зону евро. Другие не участвуют в ЕС, будучи при этом в силу своего географического положения тесно связанными с ним экономическими и политическими узами.

Среди нынешних стран Евросоюза в зону евро не входят три: Великобритания, Дания и Швеция. Две первые еще при подготовке Маастрихтского договора оговорили свое право не участвовать в третьем этапе формирования ЭВС, т. е. не переходить на единую валюту. Данное право закреплено в соответствующих протоколах к Договору. Швеция такого права не имеет, с формальной точки зрения она не входит в ЭВС, потому что еще в 1992 г. шведская крона покинула механизм обменных курсов ЕВС. На практике уже много лет курс шведской кроны остается в высшей степени стабильным. В отличие от Греции, которая на протяжении 1999–2000 гг. вопреки желанию оставалась вне зоны евро (дефицит ее госбюджета превышал оговоренные в Договоре о Европейском Союзе 3% ВВП), Великобритания, Дания и Швеция сделали это по собственной воле. Можно найти несколько причин, которые привели к формированию такой позиции или оправдывают ее, в их числе противодействие по-

литических элит, негативное отношение к ЭВС со стороны населения, различия в структуре хозяйства и экономической динамике между зоной евро и аутсайдерами.

Одним из главных источников психологического и политического неприятия единой валюты является коренная разница во взглядах на интеграцию между странами – основателями ЕС и нынешними аутсайдерами. Франция, Германия, Италия и страны Бенилюкс, создавшие в 1951 г. ЕОУС, а затем в 1957 г. – ЕЭС и Евратом, всегда рассматривали интеграцию как важнейший элемент послевоенного устройства Европы, как способ поставить под международный контроль деятельность национальных правительств. Ведь именно отсутствие должных противовесов национальному суверенитету сделало возможным появление фашизма и привело Европу ко Второй мировой войне. Интеграция с самого начала создавалась как система международных органов власти, что предполагало частичный отказ от национального суверенитета и передачу некоторых национальных полномочий наднациональным органам. Один из руководителей Сопrotивления Леон Блюм писал в 1941 г.: “Эта война должна, наконец, породить сильные международные учреждения и привести к созданию долговременных и эффективных международных органов власти, в противном случае обязательно последуют другие войны”<sup>1</sup>. Идея федеративной или конфедеративной Европы, хотя и не была закреплена ни в одном из официальных международных документов, витала в воздухе и воспринималась в странах – основателях ЕС как нечто само собой разумеющееся. Например, Людвиг Эрхард в речи, произнесенной в начале 1952 г. в Париже, заявлял: “Я считаю строение Швейцарии [т. е. конфедерацию] чудесным примером того, какой должна быть структура будущей счастливой Европы”, и далее: “Мы – за Европу федеративной структуры...”<sup>2</sup>.

Великобритания, Дания и Швеция, как известно, долгое время не участвовали в ЕЭС. Все они в 1959 г. основали другую интеграционную группировку – Европейскую ассоциацию свободной торговли (ЕАСТ)<sup>3</sup>. ЕАСТ, в отличие от ЕЭС, не имела никакой полити-

---

<sup>1</sup> Цит. по: Лот В. Планы военного времени и обсуждение условий Европейского Союза // История европейской интеграции (1945–1994). М., 1995. С. 5–6.

<sup>2</sup> Эрхард Л. Полвека размышлений. Речи и статьи. М., 1993. С. 244–245.

<sup>3</sup> Ее членами также в разное время были: Австрия, Исландия, Лихтенштейн, Норвегия, Португалия, Финляндия и Швейцария.

ческой подоплеки и тем более федералистской идеологии. Архитекторы ЕАСТ проповедовали иную философию: по их убеждению, интеграция была нужна лишь в той мере, в которой она могла способствовать решению хозяйственных проблем государств-членов, т. е. интеграция должна была служить лишь чисто экономическим целям и никаким другим. ЕАСТ, уже судя по ее названию, остановилась на первой ступени интеграционного развития – зоне свободной торговли. Продвижение к более сложным формам, таким, как таможенный союз, единый внутренний рынок и тем более экономический и валютный союз, не рассматривалось ни в практической, ни в теоретической плоскости и никогда не присутствовало даже в самых отдаленных программах ЕАСТ.

В 1972 г. Великобритания и Дания вышли из ЕАСТ и вступили в ЭЭС. В 1995 г. к ЕС присоединилась и Швеция. Тем не менее, до сих пор значительная часть их политических элит крайне отрицательно относится к идее конфедеративной Европы. А единая валюта – это последний шаг на пути к политическому союзу ЕС.

Неприятие валютного союза общественным мнением связано, по крайней мере, с еще двумя факторами: чувством национальной гордости и опасениями по поводу благосостояния. Великобритания и Швеция – великие в прошлом державы, лидеры созданных ими же валютных зон – зоны фунта и Скандинавского монетного союза (1872 г.). Для них национальная валюта – символ величия нации, одно из подтверждений исторических заслуг предков. Для них, впрочем, как и для многих других европейских народов, расстаться с отечественными деньгами значит потерять часть национальной идентичности. Продолжительное обесценение евро в 1999–2001 гг. сделало этот вопрос еще более болезненным, чем он представлялся до 1999 г. Кроме того, все три страны, о которых идет речь, имеют высокий уровень жизни и, в отличие от Германии, не считают, что, оказывая финансовую поддержку более слабым участникам ЕС (количество которых в ближайшее время возрастет), они получают взамен солидные стратегические выгоды. В Дании на состоявшемся в сентябре 2000 г. референдуме по евро противники единой валюты оказались в большинстве (53% голосов “против” и 47% “за”) во многом вследствие того, что датчане увидели в валютном союзе угрозу их традиционному государству благосостояния.

Что касается экономических аспектов членства в ЭВС, то, несмотря на определенные издержки, в долгосрочном плане общий

баланс прибылей и убытков складывается в пользу перехода на евро. Именно поэтому в Великобритании, Швеции и Дании бизнес, особенно крупный, с самого начала выступал за присоединение к зоне евро. Опросы общественного мнения показывали, что менеджеры среднего и высшего звена в подавляющем большинстве высказывались за участие их стран в ЭВС. Шведский Риксбанк еще в 1996 г. в письме министерству финансов выразил “общее положительное мнение Совета директоров относительно полного членства Швеции в ЭВС”. В Великобритании в преддверии ЭВС дополнительно к национальной системе валовых расчетов в режиме реального времени – CHAPS – была создана аналогичная система, оперирующая в евро, с тем, чтобы британские банки могли подключиться к TARGET. В сентябре 2000 г. 30% крупных компаний в Великобритании имели счета в евро<sup>1</sup>. С марта 1999 г. Стокгольмская фондовая биржа начала операции в евро. Компании, включенные в листинг, получили возможность заключать сделки в шведских кронах или в евро либо в обеих валютах по своему усмотрению, причем изменение валюты торгов проводилось бесплатно.

Если бы Великобритания, Дания и Швеция перешли на евро, они потеряли бы возможность проводить самостоятельную денежно-кредитную политику и их центральные банки не смогли бы устанавливать ставку рефинансирования, девальвировать или ревальвировать национальную валюту, а также управлять ставками по долгосрочным обязательствам (они максимально приблизились бы к аналогичному показателю в других странах зоны евро<sup>2</sup>). Значение, которое будет иметь для экономики конкретной страны утрата данных инструментов денежно-кредитной политики, в основном зависит от того, насколько велика ее хозяйственная специфика по сравнению с другими странами ЭВС.

Так, в Великобритании, несмотря на происходящую в последнее время синхронизацию ее экономического цикла с континентальным, в обозримом будущем сохранятся некоторые специфические черты:

- страна еще определенное время будет оставаться единственным в ЕС нетто-экспортером нефти и энергоносителей (в сере-

<sup>1</sup> Practical issues arising from the euro // Bank of England. 2000. November. P. 89.

<sup>2</sup> Разница между ставками в отдельных странах будет представлять только страновой риск, тогда как до введения евро она отражала еще и риск изменения рыночной стоимости валюты, в которой были номинированы обязательства.

дине 90-х гг. экспорт сырой нефти составлял 20% ее внутреннего потребления, тогда как другие страны ЕС удовлетворяли за счет импорта до 60% внутреннего спроса);

- уровень задолженности домашних хозяйств является самым высоким в ЕС (в 1995 г. их обязательства составляли 79% национального ВВП, по сравнению с 50–60% во Франции, Германии, Испании и 24% в Италии);

- британские компании, в отличие от немецких, бельгийских, итальянских, французских, практически не прибегают к такому источнику внешнего финансирования, как выпуск облигаций;

- по сравнению с другими странами ЕС в Великобритании ниже налоги и меньше доля государственных расходов в ВВП<sup>1</sup>.

Кроме того, в Великобритании, так же как и в Швеции, денежные власти устанавливают ориентир роста цен (так называемое таргетирование инфляции – *inflation targeting*). А в большинстве остальных стран ЕС, включая Германию, они (до перехода к единой валютной политике) контролировали рост денежной массы и таким образом опосредованно влияли на ценовую динамику (*price-level targeting*). Хотя оба механизма не слишком отличаются друг от друга по результатам, они сильно разнятся в методологическом и функциональном плане. ЕЦБ применяет смешанную методику (подробнее см. разд. 1.3.2), в которой все-таки преобладают элементы немецкой модели. Поэтому вступление Великобритании и Швеции в ЭВС будет означать, что им придется отказаться от практики, к которой привыкли как власти, так и бизнес.

Вместе с тем присоединившись к зоне евро, аутсайдеры получат серьезные макроэкономические выгоды. Так, по расчетам английских экономистов, Великобритания выиграет от того, что в среднесрочном плане ее внутренние цены станут более стабильными и будут меньше отклоняться от соответствующих показателей в других странах ЕС. Более стабильными станут и процентные ставки, что будет способствовать развитию рынка долгосрочных ценных бумаг и финансовых рынков в целом. Таким образом, условия для долгосрочного роста экономики значительно улучшатся, хотя в краткосрочном плане объемы производства, видимо, будут подвержены большим колебаниями, нежели сейчас. Дело в том, что в ответ на изменения в хозяйственной конъюнктуре Банк Англии не

---

<sup>1</sup> *Miles D. The UK and the euro / Temperton P. (ed.). Chichester, 1997. P. 52–55.*



сможет менять процентную ставку, точно так же как налоговые органы не смогут оперативно корректировать фискальную политику. Кроме того, членство в ЭВС минимизирует валютные риски, связанные с колебаниями курса фунта по отношению к евро, что позволит британским компаниям осуществлять долгосрочные проекты в сотрудничестве с фирмами ЕС<sup>1</sup>.

Относительная экономическая свобода, которой сейчас пользуются Великобритания, Дания и Швеция, имеет высокую цену. Макроэкономическая политика всех без исключения стран Евросоюза определяется Советом ЭКОФИН, а там мнение аутсайдеров в расчет практически не принимается. Ежегодно названные страны предоставляют на утверждение Совета национальные программы конвергенции, иначе говоря, им приходится следовать решениям, на которые они не могут повлиять. После провала референдума по евро министр иностранных дел Дании Нильс Петерсен признал, что теперь его страна в долгосрочной перспективе должна будет смириться с уменьшением ее веса в европейских делах.

Помимо макроэкономического значения, членство в ЭВС имеет и чисто коммерческое значение. Переход на единую валюту стимулирует реорганизацию финансового и банковского секторов европейской экономики; страны же, оставшиеся вне зоны евро, выпадают из этого процесса. И, хотя в ближайшее время Сити, несомненно, сохранит за собой роль одного из ведущих финансовых центров мира, он упустит многие возможности, которые перейдут к Франкфурту и другим европейским площадкам. Сейчас на долю стран ЕС приходится 55–70% внешней торговли государств-аутсайдеров. И если датская крона привязана к евро в рамках ЕВС-2, британский фунт и шведская крона находятся в свободном плавании. Поэтому экспортеры данных стран несли серьезные убытки вследствие обесценения евро.

Российский экономист В.Г. Шемятенков пишет, что у руководства ЕС имеется целый арсенал средств, направленных на то, чтобы нейтрализовать расхождения между зоной евро и аутсайдерами. Первая линия обороны – идеологическая. Согласно официальной позиции ЭВС – не блок внутри блока, и все члены ЕС могут войти в зону евро, как только для этого созреют необходимые предпосыл-

---

<sup>1</sup> Barrell R., Dury K. Choosing the Regime: Macroeconomic Effects of UK Entry into EMU // Journal of Common Market Studies. Oxford, 2000. Vol. 38, № 4. P. 641–642.

ки. Следовательно, аутсайдеры (которые политически корректно именуется “прединсайдерами” – “pre-ins”), должны, по определению, проявлять лояльность в отношении Союза. Вторая линия обороны – политическая. Аутсайдеры должны проявлять солидарность с основным составом и разделять политическую ответственность за происходящее в Евросоюзе. Третья линия обороны – экономическая. Статус аутсайдеров ослабляет конкурентные позиции компаний данных стран на европейских рынках, снижает привлекательность этих государств для зарубежных инвесторов. При этом реальная возможность проводить независимую политику обменного курса пренебрежимо мала, поскольку “и инсайдеры, и аутсайдеры являются участниками единого рынка и кровно заинтересованы в его стабильном функционировании”<sup>1</sup>.

По большому счету, руководство ЕС и зона евро заинтересованы в том, чтобы Великобритания, Дания и Швеция не оставались за пределами ЭВС слишком долго. Стратегическая и политическая подоплека этого интереса совершенно очевидна: распространение зоны евро до границ нынешнего Евросоюза будет служить для третьих стран и рынков свидетельством полного признания единой валюты в ее собственном доме – Евросоюзе. Этот шаг облегчил бы проведение единой экономической политики и помог бы нынешним членам ЕС “сгруппироваться” перед грядущим расширением. Компании и банки стран ЕС получили бы в свое распоряжение еще более широкое финансовое пространство. Присоединение Великобритании заметно укрепило бы позиции евро на международных финансовых рынках, ведь на нее приходится более 30% совершаемых в мире валютнообменных сделок, 18% трансграничных банковских кредитов, 60% первичного и 75% вторичного рынка иностранных облигаций, 60% мирового оборота иностранных акций. Лондонская фондовая биржа имеет самый длинный листинг: в него входят более 500 компаний. Лондон является вторым после Чикаго мировым центром биржевой торговли финансовыми фьючерсами и крупнейшей площадкой внебиржевой торговли производными инструментами финансового рынка<sup>2</sup>.

Нынешняя политика ЕС в отношении аутсайдеров руководствуется следующим принципом: вовлекать в общий процесс, ука-

<sup>1</sup> Шемятенков В.Г. Евро: две стороны одной монеты. М.: Экономика, 1998. С. 322–324.

<sup>2</sup> London: Ready for the euro // Bank of England. 1998. P. 4.

зывая на их место, и идти навстречу, сохраняя дистанцию. Так, в июле 1998 г. Совет управляющих ЕЦБ принял решение допустить к участию в ТАРГЕТ национальные центральные банки и системы валовых расчетов (СВР) стран, не входящих в ЕС. Впервые в мировой практике центральный банк разрешил использовать свои платежные каналы финансовым институтам, расположенным вне зоны его юрисдикции. Однако этот доступ обусловлен довольно жесткими требованиями. Так, чтобы национальные СВР аутсайдеров могли пользоваться внутрисуточной ликвидностью ЕСЦБ, центральные банки этих стран должны к началу каждого рабочего дня иметь в ЕСЦБ депозиты в следующих размерах: Банк Англии – 3 млрд. евро, центральные банки Швеции и Дании – по 1 млрд. евро. Когда ЕСЦБ принимает в обеспечение активы, номинированные в фунтах стерлингов, шведских или датских кронах, то они размещаются в залог по процентной ставке, на 3% превышающей нормальную ставку суточных кредитов ЕСЦБ<sup>1</sup>.

Как уже отмечалось, страны ЕС, не входящие в зону евро, на добровольной основе могут участвовать в механизме обменных курсов Европейской валютной системы–2<sup>2</sup>. Участие в ЕВС рассматривается как обязательное условие вступления в валютный союз. Важ-

<sup>1</sup> Цель данного правила – оградить ЕСЦБ от убытков вследствие возможных курсовых колебаний между евро и валютами стран-аутсайдеров. Аналогичным образом Банк Англии принимает в обеспечение номинированные в фунтах стерлингов активы (ими могут служить только активы “первого уровня”) при предоставлении внутрисуточных кредитов в рамках CHAPS-euro. СВР аутсайдеров могут пользоваться внутрисуточными кредитами своего национального центрального банка только до 5 часов по средневропейскому времени, после чего платежи могут осуществляться исключительно из собственных средств банка плательщика. Те банки, которые не могут сбалансировать свой счет ко времени закрытия ТАРГЕТ, должны оплатить пользование средствами по штрафной ставке, превышающей на 5% ставку суточных кредитов ЕСЦБ. См.: ЕСВ Annual Report 1998. Frankfurt-am-M., 1999. P. 79.

<sup>2</sup> В соответствии с резолюцией Европейского совета, принятой на амстердамской сессии 16–17 июня 1997 г., действовавший с 1979 г. механизм обменных курсов ЕВС заменен на новый. Порядок функционирования ЕВС-2 определяет Соглашение между ЕЦБ и национальными центральными банками, подписанное 1 сентября 1998 г. президентом ЕЦБ и главами центральных банков Великобритании, Дании, Швеции и Греции. С 1 января 1999 г. оно заменило собой Соглашения от 13 марта 1979 г. и дополнительные договоренности от 10 июня 1985 г. и 10 ноября 1987 г., составлявшие юридическую основу ЕВС. ЕВС-2 утратила некоторые элементы прежней системы, в частности обязательство стран-участниц переводить в Европейский фонд валютного сотрудничества (ЕФВС) 20% своих долларовых и золотых резервов, из которых создавалась ЭКЮ.

нейшими целями ЕВС-2, помимо поддержания стабильных обменных курсов, является сближение экономических показателей и экономической политики стран-аутсайдеров с зоной евро, а также достижение первыми ценовой стабильности, характерной для стран ЭВС. Согласно официальной позиции, такое сближение (конвергенция) считается важным условием долговременной стабильности валютных курсов, что, в свою очередь, ведет к еще большей экономической конвергенции. В рамках новой системы национальные центральные банки могут заключать с ЕЦБ дополнительные соглашения и устанавливать более узкие пределы колебаний, чем общие лимиты в размере  $\pm 15\%$ . В соответствии с таким соглашением, курс датской кроны может отклоняться от евро не более чем на 2,25% в ту или иную сторону. А, например, греческая драхма могла отклоняться вверх и вниз на 15%. Как и в прежней ЕВС, интервенции остались автоматическими и неограниченными<sup>1</sup>. Так, по заявлению руководства ЕЦБ, денежные власти Дании в случае необходимости могут рассчитывать на получение средств из соответствующих фондов.

Появление наличных евро заметно повысило привлекательность единой валюты в глазах рядовых граждан Великобритании, Дании и Швеции. В ходе проведенных на рубеже 2001–2002 гг. опросов общественного мнения 51% шведов и 57% датчан высказывались в пользу перехода на евро. В обеих странах референдум о евро намечен на 2003 г., и в случае положительных результатов они войдут в ЭВС с января 2006 г. По итогам опроса, организованного лондонской газетой «Гардиан», 62% британских подданных были убеждены, что их страна обязательно вступит в зону евро в течение ближайшего десятилетия (в 2000 г. этого мнения придерживался 31% респондентов)<sup>2</sup>.

В Западной Европе за пределами Евросоюза и, стало быть, вне зоны евро находятся две крупные страны – Швейцария и Норвегия. Швейцария не присоединяется к ЕС по соображениям нейтралитета, хотя такая возможность в принципе не исключена и уже давно обсуждается в неофициальных кругах. Норвегия дважды благополучно доводила до конца переговоры о вступлении и дважды

<sup>1</sup> Однако по соглашению между ЕЦБ и национальным центральным банком той или иной страны автоматический режим может быть на время отменен, если проведение интервенции противоречит цели поддерживать валютную стабильность.

<sup>2</sup> Bulletin Quotidien Europe. Luxembourg, 2002. № 8116, 8120, 8126.

они были отвергнуты на референдумах (в 1972 и 1994 гг.). Применительно к евро у каждой из этих стран возникают три основные проблемы:

- одностороннее согласование своей денежно-кредитной и валютной политики с зоной евро;
- адаптация национального банковского сектора к новым условиям;
- сохранение сферы обращения национальной валюты.

И Швейцария, и Норвегия имеют открытую экономику и интенсивные торговые связи с соседями по региону. В страны ЕС направляется более 75% экспорта Норвегии (в том числе 20% в Великобританию) и 60% экспорта Швейцарии. Следовательно, значительные расхождения в курсовой динамике их национальных валют и евро могут привести к существенному изменению условий торговли и деформации традиционных торговых потоков. С конца 70-х годов норвежская крона стала привязываться к корзине европейских валют, что, однако, не убергло ее от серии девальваций, самая крупная из которых произошла в 1986 г. В конце 80-х гг. Национальный банк Норвегии для борьбы с инфляцией перешел к политике стабильного обменного курса, а в 1990 г. привязал крону к ЭКЮ, но в результате кризиса ЕВС 1992–1993 гг. Норвегия перешла к режиму управляемого плавания<sup>1</sup>.

Как уже отмечалось, с января 1999 г. по июнь 2001 г. среднесуточный курс евро по отношению к швейцарскому франку и норвежской кроне снизился соответственно на 5 и на 8%, тогда как по отношению к доллару потеря стоимости составила 27%<sup>2</sup>. Этот феномен может иметь несколько объяснений. Во-первых, хозяйства Швейцарии и Норвегии тесно связаны с европейским, и в дальнейшем, как ожидают эксперты, степень синхронизации экономических циклов будет возрастать. Во-вторых, в 1999–2000 гг. темпы роста ВВП в Швейцарии и в Норвегии были в среднем несколько ниже, чем в зоне евро. На фоне невысокой степени интернационализации швейцарского франка и норвежской кроны это не давало оснований инвесторам рассматривать названные валюты в качестве альтернативы дешевеющему евро. И, наконец, не исключено, что денежные власти Швей-

<sup>1</sup> Курочкин Д.Н. Евро – новая валюта для старого света: Проблемы становления и перспективы развития Европейского экономического и валютного союза. Минск: Европейский гуманитарный университет, 2000. С. 129.

<sup>2</sup> European Central Bank Monthly Bulletin за соответствующие периоды.

царии и Норвегии целенаправленно не допускали значительного удорожания их валют по отношению к евро, хотя и в той, и в другой стране текущий баланс сводится с крупным положительным сальдо.

Процентные ставки в обеих странах заметно отличаются от ставок в зоне евро. В Норвегии они, как правило, выше европейских, а в Швейцарии – ниже. Так, в июне 2002 г. рыночная ставка по трехмесячным депозитам составляла в зоне евро 3,46%, в Норвегии – 7,17, а в Швейцарии – 1,14%<sup>1</sup>. Перед обеими странами после того, как в непосредственной близости от них возник крупный валютный блок, встал вопрос об адаптации своей экономической и денежно-кредитной политики к политике зоны евро. Понятно, что подобная “настройка” будет иметь сугубо односторонний характер: в ЕС с пожеланиями Швейцарии и Норвегии считаться не станут. Вместе с тем, экономика и той, и другой страны имеет свои структурные особенности (банковский сектор в Швейцарии и добыча нефти в Норвегии), из-за чего их макроэкономические показатели могут зачастую не совпадать с аналогичными показателями в странах ЭВС.

Если для Норвегии фактическая конвергенция процентных ставок с зоной евро была бы в целом полезной для производителей и населения, в Швейцарии дело обстоит гораздо сложнее. Уже на протяжении нескольких десятилетий процентные ставки держатся здесь на заметно более низком уровне, чем, например, в Германии. В случае их повышения издержки предприятий и населения из-за возросшей стоимости кредита оказались бы намного выше, чем их дополнительные прибыли от депозитных операций<sup>2</sup>. Вкладами в швейцарских банках в основном владеют нерезиденты. Причем низкий процент является закономерным следствием закона о банковской тайне: владельцы капиталов сомнительного происхождения легко мирятся с минимальной или нулевой доходностью. Очевидно, что возможное изменение процентных ставок непосредственно отразится и на состоянии швейцарского банковского сектора.

После образования ЭВС конкуренция на западноевропейском рынке финансовых и банковских услуг значительно возросла. Причем банки стран-аутсайдеров оказались в весьма невыгодном положении: в отличие от банков зоны евро, им приходится развивать

<sup>1</sup> Europe Weekly. Deutsche Bank. 2002 July 6. P. 2.

<sup>2</sup> *Baumberger J.* The Euro and the Outsiders: the Case of the Swiss Franc. In: *The Euro as a Stabilizer in the International Economic System* / Mundell R., Clesse A. (eds.). Boston, 2000. P. 246.

обслуживание клиентов как в национальной валюте, так и в евро. Если на территории Швейцарии и Норвегии качество услуг в единой валюте не будет соответствовать среднему западноевропейскому уровню, национальные банки наверняка потеряют часть занимаемых ими рынков, которые перейдут в руки банков из стран зоны евро. Не случайно в 1998 г. швейцарские банки на коллективной основе создали во Франкфурте-на-Майне Швейцарский евро-клиринговый банк (Swiss Euro Clearing Bank – SECB), через который швейцарские коммерческие и почтовые банки могут оперативно проводить платежи в единой валюте.

В Швейцарии и Норвегии (впрочем, как и в странах-аутсайдерах из числа участников ЕС, например в Дании) неоднократно и на разных уровнях – от денежных властей и коммерческих банков до академических кругов – поднимался вопрос о возможном проникновении евро во внутренний оборот. Так, по мнению швейцарского экономиста Йорга Баумбергера, это уменьшило бы государственные доходы от сеньоража, а также могло бы заставить Швейцарский национальный банк изменить методы управления ценовой динамикой. Дело в том, что, если евро начнет циркулировать внутри страны, практикуемый ныне контроль за количеством денег в обращении (в швейцарских франках) перестанет быть эффективным, поскольку реальные темпы инфляции будут систематически отклоняться от вмененных<sup>1</sup>. Общий вывод, к которому пришли страны-аутсайдеры, таков: риск замены национальных денег на евро во внутреннем обращении будет тем меньше, чем стабильнее будет курс национальных валют. При падающем евро риск вытеснения невелик, но если евро будет устойчиво укрепляться и особенно если будет укрепляться быстрее, чем швейцарский франк и норвежская крона, сфера обращения этих двух валют может сократиться.

### 3.4. ЭВС и расширение Евросоюза на восток

На рубеже 80–90-х гг. с распадом социалистической системы и прекращением холодной войны для государств Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) их главным политическим и экономическим партнером постепенно становится Европейский Союз. В 1989 г. по инициативе ЕС была организована программа ФАРЕ, направленная на поддержку рыночных реформ в бывших социалистических стра-

<sup>1</sup> *Baumberger J.* Op. cit. P. 247.

нах. В 1991 г. был создан Европейский банк реконструкции и развития. Далее ЕС заключил с государствами ЦВЕ двусторонние соглашения об ассоциации, или Европейские соглашения, призванные способствовать политическому и экономическому сближению сторон.

В июне 1993 г. на сессии Европейского совета в Копенгагене главы государств и правительств ЕС приняли политическое решение о том, что при желании ассоциированные страны ЦВЕ могут стать полноправными членами Союза. В декабре 1994 г. Евросовет одобрил программу подготовки этих стран к вступлению в ЕС. В течение 1994–1996 гг. заявки о приеме в Евросоюз подали десять государств ЦВЕ: Венгрия, Польша, Румыния, Словакия, Латвия, Эстония, Литва, Болгария, Чехия и Словения. В 1998–2000 гг. Евросоюз начал переговоры о вступлении со всеми этими странами.

В контексте предстоящего расширения ЕС на восток вопросы валютной интеграции, хотя и не имеют первоочередного значения, представляют собой один из наиболее крупных и проблематичных блоков во взаимоотношениях Евросоюза с государствами Центральной и Восточной Европы. До недавнего времени предполагалось, что странам-претендентам сразу после вступления в ЕС придется взять на себя жесткие обязательства относительно введения евро. Это вызывало недовольство и серьезные опасения обеих сторон, поскольку ни одна из них не готова брать на себя чрезмерные обязательства. В итоге на сессии Европейского совета в Ницце (декабрь 2000 г.) была принята компромиссная программа, согласно которой переход стран ЦВЕ на единую валюту будет осуществлен в три этапа. На первом этапе – до вступления в ЕС – право стран-кандидатов выбирать режим валютного курса и направления валютной политики официально никак не ограничивается. В это время максимальные усилия должны направляться на проведение структурных реформ и реформ на микроуровне. На втором этапе – после вступления в ЕС – их политика обменного курса становится предметом общего интереса Евросоюза, тем не менее страны-новички вольны сохранять избранный режим валютного курса. На третьем этапе новые государства-члены присоединяются к механизму регулирования обменных курсов ЭВС-2 и через какое-то время начинают осуществлять процедуры, необходимые для выполнения критериев конвергенции.

Таким образом, до присоединения к ЕС каждая из стран-кандидатов фактически находится на том же положении, что и остальные третьи страны. Проводимые в этот период реформы имеют



целью не вступление в ЭВС, а выполнение общих экономических условий, необходимых для участия в ЕС. Став членом Евросоюза, страна будет обязана подчиняться принципам его общей экономической политики и постепенно готовить свою денежно-кредитную систему к переходу на евро. Выполнив маастрихтские критерии, она сможет ввести единую европейскую валюту вместо прежней национальной. С этого момента каждое государство, вновь вступившее в ЭВС, как и все его другие члены, откажется от права самостоятельно проводить денежно-кредитную политику и передаст все полномочия в данной области Европейскому центральному банку. Национальные власти больше не смогут прибегать к де- или ревальвациям и должны будут подчиняться Пакту стабильности и роста, в частности его положениям о бюджетной дисциплине.

Присоединение к зоне евро станет для нынешних стран-кандидатов венцом процесса политической и экономической консолидации с Европейским Союзом, который является вторым по мощи центром силы современного мира. Помимо очевидных геополитических преимуществ, переход на евро принесет и существенные экономические выгоды. Страны ЦВЕ получают национальную валюту с несравнимо более высокой степенью интернационализации, чем их нынешние денежные единицы. Это позволит иметь непосредственные котировки со многими валютами мира, заключать экспортные и импортные контракты в национальных деньгах, а также даст мощный импульс развитию национальных финансовых рынков и их интеграции в мировые.

### **3.4.1. Условия и перспективы присоединения стран-кандидатов к зоне евро**

Чтобы войти в Экономический и валютный союз, страны-кандидаты должны отвечать двум группам требований. Первые касаются вступления в ЕС, вторые – собственно членства в зоне евро. В ходе называвшейся сессии Европейского совета в Копенгагене в июне 1993 г. странами ЕС были утверждены экономические и политические условия, которые необходимо выполнить государствам, претендующим на то, чтобы быть принятыми в Европейский Союз. Эти, так называемые копенгагенские критерии имеют три основные составляющие: политическую, экономическую и институциональную. Так, страны-кандидаты должны:

- создать стабильные институты, гарантирующие демократию, правовое государство, соблюдение прав человека и защиту прав национальных меньшинств;
- иметь функционирующую рыночную экономику, способную развиваться в условиях конкуренции и действия рыночных сил внутри Союза;
- быть способными принять на себя обязательства, связанные с членством в ЕС, включая приверженность целям создания политического, экономического и валютного союза.

Последний критерий подразумевает, что страны-кандидаты должны быть готовы принять на себя обязательства, вытекающие из всей той массы действующих сейчас в Евросоюзе законодательных правил и норм, которые были накоплены им за свою историю<sup>1</sup>. А поскольку с 1 января 1999 г. страны ЕС перешли к валютному союзу, государствам ЦВЕ предстоит выполнить соответствующие положения Маастрихтского договора, а также директив, нормативных актов и неформальных правил ЕС в области валютной интеграции.

До своего вступления в ЕС страны-кандидаты должны предпринять меры, которые проводились в нынешних странах зоны евро в течение первой фазы строительства ЭВС, а именно: либерализовать движение капитала; запретить прямое государственное субсидирование предприятий; лишить государственный сектор привилегированного доступа к средствам финансовых учреждений; юридически закрепить и обеспечить фактическую независимость центрального банка, главной целью которого должно быть поддержание ценовой стабильности в стране.

После вступления в ЕС страны ЦВЕ в течение какого-то времени будут оставаться вне зоны евро, хотя они станут частью единого внутреннего рынка ЕС. Их статус будет аналогичен нынешнему статусу Великобритании, Дании и Швеции. На данном этапе новые члены, согласно документам ЕС, должны быть “привержены целям ЭВС”, рассматривать свою политику обменного курса как предмет общего интереса Союза и, возможно, участвовать в механизме поддержания обменных курсов ЕВС-2; согласовывать макроэкономическую политику с общей экономической политикой ЕС<sup>2</sup>; избегать сверхнормативного дефицита госбюджета; привести ста-

<sup>1</sup> Подробнее см.: Быховский С. Расширение ЕС на восток // Европейский Союз на пороге XXI века... Цит. соч. С. 304–305.

<sup>2</sup> То есть ежегодно представлять на утверждение Совета национальные программы конвергенции. Подробнее см.: разд. 1.3.1.

тус центрального банка в соответствие с Уставом ЕЦБ; а также “продвигаться в сторону выполнения маастрихтских критериев”. Вопрос о вступлении страны в зону евро, так же как это было и с ее нынешними участниками, будет решаться Советом ЕС. Он должен будет не только оценить выполнение маастрихтских критериев, но и, главное, определить, насколько страны добились *реальной* экономической конвергенции с основным составом ЭВС и способны ли они поддерживать достигнутые показатели на долговременной основе. Вместе с тем, до вступления в ЕС государствам ЦВЕ вовсе не обязательно выполнять маастрихтские нормативы<sup>1</sup>.

Сейчас лучше других подготовлены к вступлению в ЕС Словения, Венгрия, Чехия и Эстония. По оценкам экспертов ЕС, их экономика действует на рыночных принципах и в среднесрочной перспективе будет способна выдерживать конкуренцию внутри ЕС. Они также имеют высокие показатели благосостояния и небольшую долю сельского хозяйства в ВВП (табл. 3.17).

Таблица 3.17

**Основные показатели экономического развития стран-кандидатов в 2002 г. (прогноз)**

Страна	ВВП на душу населения по ППС, %	Прирост ВВП, %	Уровень безработицы, %	Доля сельского хозяйства в ВВП, %	Текущий баланс, % по отношению к ВВП	Доля нетто прямых иностранных инвестиций в ВВП, %
ЕС-15	100,0	1,2	7,7	2,1	0,2	-2,8
Болгария	24,5	3,3	17,5	11,0	-6,3	4,8
Венгрия	50,0	4,0	6,0	4,2	-2,6	2,9
Латвия	31,8	5,0	7,5	7,6	-8,6	3,0
Литва	31,4	3,5	12,0	7,8	-6,6	4,2
Польша	39,6	1,0	18,5	4,8	-4,1	3,2
Румыния	25,7	4,0	10,7	20,2	-6,0	3,8
Словакия	49,9	3,5	18,1	3,8	-7,6	12,9
Словения	73,2	2,5	11,6	3,4	-0,5	2,4
Чехия	59,5	3,5	9,0	4,9	-4,3	10,1
Эстония	37,6	4,5	12,0	5,5	-6,8	5,1

*Источник:* EU Enlargement Monitor. Deutsche Bank Research. 2002. № 8. P. 23.

<sup>1</sup> Cas Granje A. The Role of Economic Analysis in the Commission's Assessment of Candidate Countries // EURO. Brussels, 1999. № 47. P. 6-7.

В первой половине 2002 г. каждая из них завершила переговоры по 24–27 из 30 разделов соглашений о вступлении в ЕС. Наиболее вероятным сроком вступления этих стран в ЕС специалисты называют 2004–2005 гг.<sup>1</sup> Очень близко подходят к ним по уровню подготовки Польша, Словакия, Латвия и Литва. Они также завершили переговоры по 25 и более разделам и, что примечательно, сделали в течение 2000–2001 гг. крупный рывок вперед в выполнении копенгагенских критериев. Это позволяет ожидать, что расширение Евросоюза будет происходить не порционно и поэтапно, как предполагалось раньше, а путем одновременного приема сразу большой группы стран (8 государств ЦВЕ, Мальта и Кипр) уже в 2004 г. Если же так называемый сценарий “Большой регаты” не осуществится, вторая группа предположительно войдет в ЕС в 2006 г.

В последнюю очередь в ЕС будут приняты Болгария и Румыния – не раньше 2008–2010 гг. Эти две страны имеют самый низкий уровень ВВП в расчете на душу населения и высокую долю сельского хозяйства в структуре национального производства. Кроме того, их экономика пока не признается ни рыночной, ни способной конкурировать в условиях единого внутреннего рынка ЕС. Летом 2002 г. Болгария завершила переговоры о вступлении по 20 разделам, а Румыния – по 12.

Начиная с 1990 г. в связи с переходом к рыночной экономике во всех бывших социалистических странах произошел резкий взлет инфляции, которую удалось сбить до однозначных величин только во второй половине 90-х гг., и то не всем. Так, в 1997 г. в Венгрии цены увеличились на 18%, в Польше – на 15, в Румынии – на 156%, в Болгарии – в 10 раз (там стабилизировать ситуацию удалось только после того, как болгарский лев был жестко привязан к немецкой марке в режиме валютной палаты – *sintensy board*). К 2002 г. общая картина заметно улучшилась, однако соответствующий маастрихтский критерий могли выполнить только две страны – Латвия и Литва, притом что даже они не укладывались в норматив процентных ставок (табл. 3.18) Всем остальным государствам предстоит долгая многотрудная борьба за ценовую стабильность.

Наиболее устойчивыми на протяжении 1991–1997 гг. были денежные единицы Чехии, Эстонии, Литвы, Словакии и Латвии. В течение указанного периода их рыночная стоимость уменьшилась не более чем на 25%. В Польше, Венгрии, Словении и Литве наци-

<sup>1</sup> EU Enlargement Monitor. Deutsche Bank Research. 2002. № 8. P. 32.

ональные валюты подешевели в 2–2,5 раза. В десятки раз были девальвированы румынский лей и болгарский лев. Но уже к концу десятилетия всем странам-кандидатам, за исключением Румынии, удалось стабилизировать валютные рынки, так что амплитуда колебания котировок не превышала установленного в Европейской валютной системе диапазона  $\pm 15\%$ .

Таблица 3.18

### Выполнение странами-кандидатами маастрихтских критериев конвергенции

	Рост цен, % в год		Ставки про- цента <sup>a</sup> 2002 г.	Стабиль- ность об- менного курса <sup>b</sup> за последние два года	Сальдо госбюджета, % от ВВП		Госдолг <sup>c</sup> , % от ВВП	
	2001 г.	2002 г.			2001 г.	2002 г.	2001 г.	2002 г.
<b>Критерий</b>	<b>3,6</b>	<b>3,2</b>	<b>7,1</b>	<b><math>\pm 15\%</math></b>	<b>-3,0</b>	<b>3,0</b>	<b>60,0</b>	<b>60,0</b>
Болгария	7,9	8,0	6,4	-0,4	-0,9	0,8	73,9	59,3
Венгрия	9,2	5,6	7,8	-4,7	-3,5	-4,0	53,6	51,8
Латвия	2,4	3,8	9,3	5,0	-1,8	-2,5	13,8	13,9
Литва	1,3	3,3	6,4	6,5	-1,7	-1,5	29,1	28,4
Польша	5,5	2,8	7,7	-8,1	-5,6	-6,3	42,9	47,4
Румыния	34,5	24,8	29,7	-42,3	-3,7	-3,3	31,2	32,1
Словакия	7,3	3,9	7,4	-3,9	-4,0	-0,4	42,7	40,0
Словения	8,5	7,4	11,1	-7,0	-1,4	-2,8	26,9	28,5
Чехия	4,7	2,7	4,8	-4,6	-3,6	-4,1	19,4	23,1
Эстония	5,8	3,0	4,4	-1,5	0,4	-1,0	5,8	5,9

<sup>a</sup> Ставки по 10-летним государственным облигациям, если таковые имеются; ставки по облигациям на более короткий срок в Болгарии, Эстонии, Латвии, Литве, Румынии, Словении, Словакии; <sup>b</sup> Максимальное отклонение от паритета, исчисленного как средний курс по отношению к евро в течение последних трех лет; <sup>c</sup> Методология подсчета может отличаться от принятой в ЕС.

Примечание. 2002 г. – прогноз.

Источник: EU Enlargement Monitor/Deutsche Bank Research. 2002. № 8. P. 33.

Все страны-кандидаты, кроме Болгарии, выполняют критерий, касающийся относительной величины государственного долга. Причем в восьми из них задолженность гораздо меньше, чем у ны-

нешнего состава ЭВС. В большинстве стран дефицит государственного бюджета не превышает закрепленного Маастрихтским договором 3%-го лимита или близок к нему, что выглядит вполне удовлетворительным на фоне 6–9%, отмечавшихся в середине 80-х гг. в некоторых западноевропейских странах, теперь входящих в зону евро. Сказанное, правда, не исключает того, что при ухудшении экономической конъюнктуры отрицательное сальдо государственных бюджетов может резко возрасти, поскольку в целом экономика стран ЦВЕ и особенно их финансовые рынки не обладают тем запасом прочности, который имеется у их западных соседей.

Вопрос о том, сколь долгим может быть промежуток времени между вступлением государств ЦВЕ в Евросоюз и их присоединением к зоне евро, пока остается открытым. Нынешние кандидаты не смогут уклониться от перспективы членства в ЭВС, как это сделали Великобритания и Дания. В соответствии с буквой Маастрихтского договора, такое право было предоставлено исключительно двум названным странам, и ни какие другие претендовать на него не могут. Как отмечалось, по правилам ЕС, до вступления в зону евро страна должна, по меньшей мере, два года участвовать в механизме обменных курсов ЕВС-2. В докладе Европейской комиссии, опубликованном в октябре 1999 г., говорилось, что странам-кандидатам нет смысла во что бы то ни стало присоединяться к ЭВС по истечении указанного срока, “поскольку попытка ввести евро слишком рано будет иметь разрушительные последствия”<sup>1</sup>.

Польский экономист Анджей Степняк вслед за своим коллегой Мартином Клейном выделяет семь основных проблем, которые возникнут у стран-кандидатов в связи с вступлением в ЕС<sup>2</sup>:

1. Они должны будут “добровольно” войти в ЕВС-2 и воздерживаться от девальваций национальных валют.

2. Они будут обязаны проводить политику обменного курса, отвечающую рекомендациям ЕЦБ и Совета ЕС, не имея при этом возможности влиять на их решения.

3. Чтобы убедить остальных участников ЕС в стабильности своих валют, им придется удерживать котировки в более узких пределах колебаний, чем оговоренные правилами ЕВС  $\pm 15\%$ .

<sup>1</sup> Economist. L., 2000. January 29. P. 87.

<sup>2</sup> Stepniak A. Euro and the Candidate Countries // EURO. Brussels, 1999. № 47. P. 10; Klein M. Transformacja systemowa a kryteria konwergencji // Ekonomista. Brussels, 1998. № 1.

4. Вполне возможно, что страны ЦВЕ будут вынуждены проводить односторонние интервенции в поддержку своих валют, поскольку ЕЦБ может отказаться от согласованных действий, если он не будет удовлетворен результатами конвергенции в конкретной стране.

5. Странам-кандидатам предстоит существенно снизить процентные ставки и темпы инфляции.

6. Они должны будут подчиняться Пакту стабильности и роста и не превышать 3%-й потолок дефицита государственного бюджета даже при замедлении темпов роста ВВП, иначе они подвергнутся штрафу.

7. Страны ЦВЕ будут вынуждены руководствоваться решениями Совета и Комиссии даже в области налоговой политики.

Первые четыре проблемы в определенной степени были сняты или смягчены решениями саммита в Ницце. Тем не менее, период между вступлением в ЭВС-2 и введением евро будет для государств ЦВЕ серьезным испытанием. С одной стороны, их финансовые рынки гораздо эже и слабее, чем рынки промышленно развитых стран, поэтому и национальные валюты имеют меньший запас прочности и больше подвержены обесценению. Ни одна из денежных единиц стран-кандидатов не является международной: в них не заключаются внешнеторговые контракты, не хранятся накопления резидентов других стран, не выпускаются международные долговые обязательства. За редким исключением, они не продаются и не покупаются на внешних рынках. Механизм курсообразования данных валют в значительной степени более ущербный, чем механизмы курсообразования датской кроны, не говоря уже об английском фунте. С другой – стратегия “догоняющего развития” и связанный с ней рост доходов на душу населения обычно приводят к долгосрочному повышению курса национальной валюты. На возможность такого развития событий, в частности, указывают эксперты МВФ<sup>1</sup>. Пока трудно сказать, будут ли тенденции к повышению курса и к его понижению уравновешивать друг друга. Скорее всего, нет, поскольку ревальвирующий фактор будет действовать очень постепенно и в долгосрочном плане, тогда как обесценение валюты из-за неблагоприятных внутренних или внешних обстоятельств часто

---

<sup>1</sup> *Corker R., Beaumont C., Elkan R. van, Iakova D. Exchange Rate Regimes in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Flows, and EU Accession // IMP Policy Discussion Paper. 2000. № 3. P. 10–11.*

происходит спонтанно. Краткосрочная и, вероятно, среднесрочная волатильность данных валют будет выше, чем волатильность евро.

Сразу после вступления в ЕС страны-кандидаты должны будут подчиниться бюджетной дисциплине ЕС, т. е. сводить государственный бюджет с нулевым или положительным сальдо или, в крайнем случае, иметь дефицит, не превышающий 3% ВВП. Для этого придется ограничивать государственные расходы, что очень трудно увязать с общенациональными стратегическими задачами, такими, как проведение структурной перестройки хозяйства и повышение уровня жизни (в том числе, чтобы уменьшить отставание от остальных участников Союза). Увеличивать поступления бюджета за счет повышения налогов тоже едва ли удастся, поскольку, во-первых, будет страдать инвестиционная активность, а во-вторых, при невысоком среднедушевом доходе эта мера не даст предполагаемой отдачи.

Странам-кандидатам совсем не просто будет приспособиться к общей экономической политике ЕС. Значительное влияние, которое оказал российский финансовый кризис 1998 г. на некоторые страны ЦВЕ и особенно на балтийские республики, свидетельствует о том, что они иначе реагируют на внешние катаклизмы, нежели западноевропейские государства. Другими словами, вероятность “асимметричного шока” в странах-кандидатах выше, чем среди нынешних участников Союза. Поэтому общая экономическая политика ЕС, а в перспективе и единая денежно-кредитная политика могут иметь неблагоприятные последствия для хозяйств стран ЦВЕ. На их экономической динамике также может отрицательно сказаться замедление темпов роста или спад в Западной Европе, поскольку именно оттуда они получают основную часть зарубежных инвестиций и кредитов и туда направляют значительную часть своего экспорта<sup>1</sup>.

По мнению венгерского ученого Т. Паланкаи, страны ЦВЕ ввиду своих небольших размеров и весьма открытой экономики будут хуже переносить неблагоприятные изменения внешней экономической конъюнктуры, чем большинство остальных государств ЕС. Кроме того, страны-кандидаты сильно зависят от импорта энергоносителей и/или от экспорта аграрной продукции. При резком росте мировых цен на нефть или падении цен на сельскохозяйственные товары вероятность “асимметричного шока” в странах

<sup>1</sup> *Butorina O. The Euro in Central and Eastern Europe // Current Politics and Economics of Europe. N.Y., 2000. № 3. P. 312.*



ЦВЕ будет значительно выше, чем в Евросоюзе в целом<sup>1</sup>. Хотя сейчас у стран ЦВЕ нет серьезных проблем в области государственных финансов, лежащие в основе этого экономические процессы не дают оснований для однозначно оптимистических прогнозов. Так, в последние годы многие правительства проводили массированные кампании по национализации государственной собственности (кстати, как и в ряде западноевропейских стран), что приносило крупные доходы государственному бюджету. Однако этот источник не бесконечен. Кроме того, в ряде стран безнадежные просроченные долги по-прежнему “спрятаны” в балансах государственных финансовых институтов. Если их списать на убытки, то дефицит госбюджета возрастет.

Действительно, преждевременное вступление восточно- и центрально-европейских государств в ЭВС было бы в высшей степени контрпродуктивно для их национальной экономики и наверняка имело бы отрицательные последствия для остальных участников зоны евро. Если страна не в состоянии на долгосрочной основе поддерживать низкие темпы инфляции и соблюдать жесткие бюджетные ограничения, ей лучше оставаться вне зоны евро, иначе, нарушив условия стабилизационного пакта, она окажется жертвой финансовых санкций и, что значительно хуже, станет мишенью для безжалостной критики со стороны своих новых партнеров. При этом следует иметь в виду, что чрезвычайные меры по борьбе с бюджетным дефицитом и инфляцией лишь ненадолго улучшают номинальные показатели, тогда как фундаментальные макроэкономические диспропорции остаются без изменений или даже усугубляются.

Несмотря на многочисленные трудности, страны ЦВЕ твердо намерены вступить в Европейский Союз и через некоторое время присоединиться к зоне евро. Это их стремление вполне обосновано. Во-первых, для стран, чьи денежные единицы десятилетиями не были конвертируемыми, а потом прошли через девальвацию переходного периода, вступление в ЭВС представляет собой редкий шанс получить стабильную и надежную национальную валюту. Во-вторых, участие в европейской валютной зоне улучшит для стран ЦВЕ доступ к финансовым ресурсам, позволит нарастить глубину и ликвидность национальных финансовых рынков. Это также может

---

<sup>1</sup> Palankai T. EMU and the Enlargement // Fourth ECSA-World Conference "The European Union and the Euro". Brussels, 17–18 September, 1998. European Commission, DG X. P. 8.

благоприятно повлиять на общий инвестиционный климат в стране и сделать ее более привлекательной для иностранных инвесторов<sup>1</sup>. Уменьшится ставка процента по внешним заимствованиям, так как иностранные инвесторы больше не будут требовать компенсации за риск возможного обесценения той или иной национальной валюты.

Главный стратегический выигрыш от участия в ЕС и ЭВС – стать частью мировой политической и экономической державы, а также крупнейшего валютного блока, способного конкурировать с США. Если ЭВС окрепнет и займет ключевые позиции в мире, то страны ЦВЕ получают уникальную возможность стать на равных с МВФ (где ни одна из них сейчас не имеет постоянного места в Исполнительном Совете), Всемирным Банком, другими крупнейшими международными организациями и ведущими государствами мира. Вне Евросоюза и вне зоны евро подобные горизонты никогда не откроются.

### 3.4.2. Евро как иностранная валюта в Центральной и Восточной Европе

До конца нынешнего десятилетия евро, скорее всего, останется иностранной валютой для большинства стран Центральной и Восточной Европы. По словам президента центрального банка Австрии Клауса Либшера, процесс полной интеграции стран – кандидатов в ЭВС может занять приблизительно 20 лет<sup>2</sup>.

На протяжении этого времени судьба евро в Центральной и Восточной Европе будет иметь значение не только для самих стран-кандидатов, но и в не меньшей степени для Европейского Союза. Для этого есть, по крайней мере, две причины. Во-первых, как уже не раз отмечалось, евро не сможет стать сильной мировой валютой, если не утвердится в качестве главной денежной единицы в своем “родном” регионе. Перспектива того, что евро может широко использоваться во всем мире, в том числе как резервная валюта, означает, что у ЕЦБ возникнут новые международные обязательства и усложнится контроль за объемом денежной массы в обращении. Будет лучше, если

---

<sup>1</sup> Palankai T. EMU and the Enlargement // Fourth ECSA-World Conference "The European Union and the Euro". Brussels, 17–18 September, 1998. European Commission, DG X. P. 9–10.

<sup>2</sup> The Economic and Monetary Union (EMU) and the Enlargement of the European Union // European Parliament, Briefing. Luxembourg, 1998. № 34.

эти новые механизмы сначала пройдут “полевые испытания” в Европе, в странах, проявляющих максимум лояльности к ЕС и его институтам. Во-вторых, финансовые рынки Центральной и Восточной Европы пока развиты слабее, чем в Западной Европе. Соответственно их развитие в будущем создаст новые сферы обращения для евро, где единой валюте не придется вступать в конфликт с долларом США, как в России или Азии (поскольку эти территории, увы, считаются исконными зонами доллара). Правда, в обозримом будущем рынки стран-кандидатов будут иметь для ЕС скорее знаковое, нежели коммерческое значение. В конце 1999 г. ВВП всех 10 государств ЦВЕ составлял только 6% от ВВП зоны евро. В финансовой сфере это соотношение было еще меньше: обращавшиеся на территории стран-претендентов денежные средства (агрегат  $M_3$ ) в сумме давали лишь 3% от соответствующего показателя 11 стран ЭВС<sup>1</sup>.

В настоящее время девять из десяти стран-кандидатов имеют режимы валютного курса, опирающиеся на евро (табл. 3.19). В 1999 г. все они заменили немецкую марку, использовавшуюся до этого в качестве валюты-якоря, на евро. Польша поменяла на евро часть корзины, составленной из западноевропейских валют: немецкой марки, фунта стерлингов, швейцарского и французского франков. Словакия перешла от курса, фиксированного по отношению к корзине, составленной из немецкой марки и доллара США, к управляемому плаванию на основе евро. Полностью на евро перевела свой валютный режим и Венгрия. В 2002 г. Литва перешла от валютного управления на основе доллара к режиму на основе евро. Государственное использование евро в качестве меры стоимости, т. е. валюты привязки, предполагает формирование официальных резервов в евро. И хотя общая сумма валютных резервов стран ЦВЕ в последние годы увеличилась, в целом она составляет небольшую по международным меркам величину: в Польше – 20 млрд. долл., в Чехии и Венгрии – около 10 млрд. долл.<sup>2</sup>.

Принято считать, что введение евро выгодно странам ЦВЕ по следующим причинам:

- сокращаются расходы на валютнообменные операции;
- страны ЭВС больше не смогут проводить девальвации, что повышает их надежность в глазах партнеров из стран ЦВЕ;

---

<sup>1</sup> Kern S. Eastward enlargement of the EU and EMU – implications for the euro? // EMU Watch. Deutsche Bank Research. 2000. № 88. P. 9.

<sup>2</sup> Main Economic Indicators. OECD. Op. cit.

- до минимума уменьшаются потери, вызываемые колебаниями обменных курсов;
- благодаря возросшей конкуренции и прозрачности цен внутри зоны евро стран ЦВЕ смогут импортировать товары по более низким ценам;

Таблица 3.19

**Режимы обменных курсов в странах-кандидатах  
в 1998–2002 гг.**

Страна	Середина 1998 г.	Апрель 1999 г.	Начало 2002 г.
Болгария	Валютное управление – DEM	Без изменений	Валютное управление – евро (1955,83 левов = 1 EUR)
Венгрия	Наклонный коридор – корзина валют: 70% DEM, 30% USD	Наклонный коридор ( $\pm 2,25\%$ ) – корзина валют: 70% EUR, 30% USD	Фиксированный курс – евро, пределы колебаний $\pm 15\%$
Латвия	Фиксированный курс – СДР (0,8 лата = 1 СДР) (пределы колебаний $\pm 1\%$ )	Без изменений	Без изменений
Литва	Валютное управление – доллар США (4 литы = 1 USD)	Без изменений	Валютное управление – евро
Польша	Наклонный коридор – корзина валют: 35% DEM, 45% USD, 10% GBP, 5% FRF, 5% CHF	Наклонный коридор – корзина валют: 55% EUR, 45% USD -	Свободное плавание (евро – неформальный ориентир)
Румыния	Свободное плавание	Без изменений	Управляемое плавание – доллар США
Словакия	Фиксированный курс – корзина валют: 60% DEM, 40% USD	Управляемое плавание – евро	Без изменений
Словения	Управляемое плавание – DEM	Управляемое плавание – евро	Без изменений
Чехия	Управляемое плавание – DEM	Управляемое плавание – евро	Без изменений
Эстония	Валютное управление – DEM	Валютное управление – DEM, EUR	Валютное управление – евро (15,69664 крон = 1 EUR)

*Источники:* ECB Monthly Bulletin. 1999. August. P52; European Economy, Supplement A, Economic Trends. 1998. № 5. P4; EU Enlargement Monitor. Deutsche Bank Research. 2002. № 8. P. 33.

- жесткая бюджетная дисциплина внутри ЭВС и фиксированные обменные курсы способствуют снижению процентных ставок в зоне евро и таким образом удешевлению западных кредитов для стран-кандидатов;

- став альтернативой доллару, евровалюта позволит странам ЦВЕ уменьшить их зависимость от экономической политики США.

На практике интерес к евро со стороны государств ЦВЕ будет зависеть от того, насколько важными окажутся выгоды единой валюты для конкретной страны и перевесят ли они преимущества доллара<sup>1</sup>. Например, вопреки широко распространенному мнению, что внешнеторговые компании стран ЦВЕ сильно выигрывают от того, что им больше не надо обменивать одни западноевропейские валюты в другие, реальная экономия на издержках конвертирования оказывается весьма скромной. Данное преимущество значимо лишь для компаний, которые имеют широкие связи со многими странами ЕС, например, для туристических и транспортных фирм, а также для торговых посредников. В остальных сферах бизнеса география внешнеторговых связей была до введения евро довольно ограниченной. Для большинства стран ЦВЕ ведущим западноевропейским партнером была и остается Германия. Второе и третье места занимали Италия, Нидерланды, Франция и Австрия. На три главных партнера, как правило, приходилось более  $\frac{3}{4}$  всей торговли с зоной евро (табл. 3.20).

Если в число основных партнеров входили Германия и Нидерланды (в Латвии на них приходилось 77% экспорта в зону евро) или Германия и Австрия, появление евро очень незначительно снизило издержки обращения, поскольку голландский гульден и австрийский шиллинг колебались по отношению к марке в очень узких пределах. Кроме того, до четверти внешней торговли ведущих стран ЭВС номинировалось в середине 90-х гг. в американских долларах. Можно предположить, что для малых стран Евросоюза эта пропорция была выше.

Говоря о перспективах единой валюты в Центральной и Восточной Европе, нельзя не отметить особенности географической и товарной структуры внешней торговли. Так, Эстония, Латвия и Литва традиционно поддерживают интенсивные экономические отношения с Великобританией, Швецией и Данией, которые в ближай-

---

<sup>1</sup> Буторина О. В странах Центральной и Восточной Европы по-разному встречают новую валюту // Евро. М., 1999. №3. С. 17.

шее время останутся за пределами ЭВС. Кроме того, государства Балтии уже в силу своего территориального положения тесно связаны с Россией. Между тем до 80% российских внешнеторговых контрактов заключается в долларах США. В довершение балтийские республики в больших количествах вывозят различные виды сырья (включая реэкспортируемые из России нефтепродукты). А подавляющая часть товаров этой группы продается и покупается на мировых рынках за американскую валюту.

Таблица 3.20

### Главные партнеры стран ЦВЕ в зоне евро в 1997 г.

Страна	Страны, имевшие наибольший удельный вес в экспорте государств ЦВЕ в зону евро	Доля трех стран в экспорте в 11 стран зоны евро, %
Словакия	Германия, Австрия, Италия	86
Эстония	Финляндия, Германия, Нидерланды	86
Чехия	Германия, Австрия, Италия	85
Румыния	Италия, Германия, Франция	84
Латвия	Германия, Нидерланды	85
Словения	Германия, Италия, Австрия	84
Венгрия	Германия, Австрия, Италия	80
Польша	Германия, Италия, Франция	80
Болгария	Италия, Германия, Франция	73
Литва	Германия, Франция, Нидерланды	73

*Источники:* Statistical Service of the European Parliament. Statistical Annex on Enlargement. Luxembourg, 1998. Briefing № 22. 30 June; European Economy Supplement A. 1998. № 5.

Очевидно, что главной сферой обращения евро, в том числе во внешнеэкономической сфере, будет именно Европа, тогда как операторы из других регионов еще долго будут опираться на доллар США и другие валюты. Поэтому неевропейский компонент в торговле той или иной страны важен с точки зрения перевода ее внешнеэкономических связей на единую валюту. В восьми из десяти стран-кандидатов доля направляемого за пределы Европы экспорта составляет от 10 до 25%. Только Болгария и Румыния имеют устойчивые связи с государствами Азии и других частей света, на которые в сумме приходится до 40% их заграничных поставок.

Сказанное позволяет разделить страны ЦВЕ на две группы в зависимости от предпосылок использования ими евро во внешнеэкономических отношениях до тех пор, пока они не войдут в ЭВС. Первая группа включает Словению, Чехию, Венгрию и Словакию. Их экономика в значительной степени ориентирована на Западную Европу и зону евро, а в экспорте преобладают промышленные товары, тогда как на сырье приходится от 3 до 10%. Валютные режимы этих стран в течение нескольких лет опирались на немецкую марку или на корзину, где ей принадлежало главное место; теперь все национальные денежные единицы тем или иным способом связаны с евро.

Польша занимает промежуточное положение между первой и второй группой. Ее экономика менее открыта по сравнению, например, с Чехией и меньше зависит от торговых связей с ЕС. Польша ведет более активную, чем названная выше четверка, торговлю с Великобританией, Россией, Белоруссией и Украиной и в достаточном значительных объемах экспортирует сырье, в частности уголь.

Вторая группа включает Эстонию, Латвию, Литву, Болгарию и Румынию. Таким образом, северные и южные окраины ЦВЕ будут меньше, нежели центральная часть, заинтересованы в том, чтобы широко использовать евро до своего присоединения к ЭВС. Темпы распространения евро в странах-кандидатах во многом будут зависеть от позиции стран-аутсайдеров, от судьбы евро в России и – в среднесрочной перспективе – от возможности использовать евро в торговле сырьем, в том числе лесом и пиломатериалами (на которые приходится от 10 до 30% всего импорта ЕС из стран Балтии).

Примечательно, что, так же как и в других странах-аутсайдерах, например Швейцарии и Дании, в странах-кандидатах поднимается вопрос о возможности фактического вытеснения европейской валютой национальных денег. Если евро проникнет во внутренний оборот и будет обслуживать его параллельно с национальными валютами, страны ЦВЕ могут понести серьезные экономические потери. Так, в результате дестабилизации обменного курса денежным властям придется проводить более частые и массивные интервенции. Из-за роста инфляционных ожиданий они могут оказаться перед необходимостью перейти к неоправданно жесткой кредитной политике. Кроме того, властям будет трудно определять реальный объем денежной массы в обращении, что ухудшит условия контро-

ля за денежными агрегатами и может привести к росту инфляции<sup>1</sup>. Причем ситуация, так же как в недалеком прошлом в России, может принять характер цепной реакции. Так, эксперты ЕБРР предвещают, что “даже незначительное ожидаемое обесценение местной валюты по отношению к евро снизит спрос на нее до нуля”<sup>2</sup>.

\* \* \*

Проведенное исследование показывает, что из трех принципиальных условий, необходимых для повышения международного статуса евро, страны ЭВС выполняют два – обладают значительной по масштабам экономикой и занимают достаточную долю в мировой торговле. Они не выполняют третье важнейшее условие: по степени развития финансовых рынков зона евро заметно уступает Соединенным Штатам. По этой причине единая валюта еще долгое время не сможет стать полноценной альтернативой доллару США.

Наибольший шанс упрочить свои позиции в мире евро имеет в качестве средства накопления, так как диверсификация портфеля позволяет государственным и частным инвесторам минимизировать потери от колебания стоимости входящих в него активов. Возможности евро служить средством обращения гораздо более скромные, поскольку ее сфера циркуляции меньше, чем у доллара, ликвидность – ниже, а волатильность – выше. Евро будет чрезвычайно сложно утвердиться в качестве ведущей валюты на международных валютных рынках, поскольку число денежных единиц, для которых она может служить посредником при обмене на третьи валюты, невелико и имеет тенденцию к сокращению (в свете вступления в ЕС стран Центральной и Восточной Европы). Весьма медленно будет происходить становление евро в качестве валюты платежа на мировых товарных рынках.

---

<sup>1</sup> Palankai T. Op. cit. P. 6.

<sup>2</sup> Правда, дальше они заключают, что “любое незначительное ожидаемое удорожание местной валюты по отношению к евро снизит до нуля спрос на евро для операций по внутренним расчетам резидентов”. Buiter W.H., Grafe C. Op. cit. P. 41. События на валютном рынке вряд ли будут происходить в описываемом экстремальном режиме. Вместе с тем первая часть положения имеет больше оснований, чем вторая, поскольку операторы гораздо легче уходят из менее ликвидной и дешевой валюты в более ликвидную и стабильную, чем из стабильной ликвидной валюты в дорожающую неликвидную.



Для того чтобы евро мог состояться как одна из двух главных мировых валют, его курс должен быть стабильным. Есть веские основания предположить, что длительное обесценение евро в 1999–2000 гг. было тесным образом связано с вялым спросом на новую валюту со стороны нерезидентов, который, в свою очередь, проистекал из недостаточной ликвидности евро на внешних рынках. В силу объективных причин колебания курсов евро и доллара по отношению друг к другу практически не устранимы, причем появление ЭВС создает условия для усиления курсовой нестабильности. Однако в ближайшие годы вероятность увязки курсов доллара и евро ничтожно мала.

В настоящее время Соединенные Штаты получают крупные стратегические и экономические выгоды от того, что доллар имеет статус доминирующей валюты. Потенциальное сужение сферы его зарубежного обращения повлекло бы для США серьезные убытки и наложило значительные ограничения на действия американских властей. Поэтому США будут всеми средствами удерживать нынешний статус доллара и препятствовать развитию международной роли евро в той степени, в которой это не будет создавать реальную угрозу краха ЭВС.

В ближайшие десятилетия евро будет иметь сильное влияние в двух регионах: в самой Европе (включая западноевропейские государства-аутсайдеры и страны Центральной и Восточной Европы), а также в Западной, Центральной и отчасти Северной Африке. Преференциальные отношения Евросоюза со странами Средиземноморья, Латинской Америки и АКТ будут способствовать проникновению евро в их внешние расчеты, но в большинстве случаев главенствующая роль там останется за долларом. Зоной активного противостояния и долговременной напряженности в валютной сфере между Евросоюзом и Соединенными Штатами станут Россия и некоторые страны СНГ. Японская иена, швейцарский франк и фунт стерлингов не смогут составить конкуренцию евро на внешних рынках, так же как и новые коллективные расчетные единицы, которые могут возникнуть в некоторых регионах мира.

С переходом на единую валюту зона евро должна будет более активно участвовать в реформе международной валютной системы и брать на себя больше международных обязательств. Здесь страны ЭВС будут пытаться проводить собственную, не всегда совпадающую с американской линию поведения, что потребует значительных усилий и времени.

---

Зона евро станет центром притяжения для европейских стран, оставшихся за ее пределами. Всем им придется в одностороннем порядке приспособливаться к денежно-кредитной политике ЕЦБ и курсовой динамике евро, а также проводить модернизацию банковского сектора. Перед всеми этими странами стоит проблема вытеснения национальных валют из обращения и повышения неустойчивости национальных валютных рынков в случае, если евро после стабилизации его курса станет реальной альтернативой доллару. Запланированное присоединение к ЭВС стран Центральной и Восточной Европы будет трудным и весьма нескорым, лишь отдельные из них смогут сделать это в нынешнем десятилетии.

# Глава 4

## Россия и СНГ в процессе международной валютной интеграции и конкуренции

### 4.1. Экономический и валютный союз ЕС и Россия

Создание ЭВС ставит перед Россией два блока вопросов: одни из них имеют общее, стратегическое значение, а другие – чисто прикладное. Поэтому в данном разделе сначала речь пойдет о том, как ЭВС соотносится с национальными интересами России и влияет на ее диалог с Евросоюзом, а затем будут рассмотрены практические возможности и проблемы, возникающие у российских государственных органов, предприятий, банков и граждан в результате введения евро. Кроме того, возникновение в Европе валютного блока дает основание еще раз подумать о судьбе российского рубля, оценить его позиции и перспективы в новой, изменившейся системе координат международных валютных отношений.

#### 4.1.1. Стратегические интересы России и Евросоюза

При создании единой европейской валюты мнение и интересы России (так же как США, Японии и любой третьей страны) в расчет не принимались, ведь единая валюта – сугубо внутреннее де-

ло Европейского Союза. Вместе с тем переход ЕС к валютному союзу, безусловно, влияет на внешнюю и внешнеэкономическую политику России, на ее торговые связи. В целом это воздействие является положительным, хотя и не несет крупных коммерческих выгод в ближайшие годы. Речь идет о стратегических перспективах и новых возможностях в будущем.

На данный момент возникновение евро затронуло Россию гораздо меньше, чем ближайших соседей Евросоюза, например Швейцарию, государства Центральной и Восточной Европы или Балтии. В отличие от них Россия имеет широкие внешнеторговые связи с СНГ и Азией и уже поэтому слабее зависит от торговли с ЕС. Главная же причина – глубокая долларизация российской экономики: по различным оценкам, в стране циркулирует порядка 60 млрд. наличных долларов. Кроме того, 70% российского экспорта составляют минеральное сырье и металлы, которые традиционно продаются на мировых рынках за доллары США. В целом степень использования доллара во внешнеэкономической сфере России по многим показателям заметно выше, чем в среднем в мире (табл. 4.1) Вместе с тем до  $\frac{2}{3}$  отечественной внешней торговли связано с Европой (из которых одна половина приходится на ЕС, а другая – на страны Центральной и Восточной Европы); из стран ЕС<sup>1</sup> в 2000 г. поступило 40% иностранных инвестиций, а из США – 15% (табл. 4.2) Поэтому в долгосрочном плане евро может стать весьма существенным фактором внешнеэкономической политики России.

Таблица 4.1

#### Доля доллара США во внешнеэкономических операциях стран мира и России

Показатель	Мир	Россия
Мировая торговля, середина 80-х гг.	52	80
Инвалютные банковские депозиты, конец 1999 г.	54	90
Официальные валютные резервы, 2000 г.	65	90
Валютообменные операции, 2001 г.	90	98

Данные по России: мировая торговля и инвалютные банковские активы – экспертные оценки по состоянию на 1999 г., официальные резервы – оценка по состоянию на 2000–2001 гг.

*Источники:* см. источники к табл. 3.5, 3.8, 3.9, 3.11.

<sup>1</sup> Германия, Нидерланды, Франция, Великобритания, Швеция.

Главный стратегический выигрыш, который может получить Россия благодаря появлению евро, – возможность снизить ее зависимость от доллара и, следовательно, от экономической политики США. В докладе “Единая европейская валюта евро и национальные интересы России”<sup>1</sup>, подготовленном в 1999 г. экспертной группой РАН по заказу Правительства, говорилось, что из-за сильнейшей долларизации “Россия находится в состоянии не просто внешней зависимости, а зависимости от одной страны и ее валюты”.

В России 80% внешнеторговых контрактов заключается в долларах, притом что доля США в экспортно-импортных операциях РФ не превышает 5% (табл. 4.2). Такое несоответствие – закономерная черта современных международных экономических отношений. Как уже отмечалось, почти половина всех внешнеторговых контрактов в мире заключается в американских долларах, хотя доля Соединенных Штатов в мировой торговле не превышает 15%. Иначе говоря, в масштабах всего мира две из трех заключаемых в долларах внешнеторговых сделок не связаны с поставкой товаров в (или из) США. Авторы доклада подчеркивали, что непропорционально высокая зависимость России от доллара создает (в случае его резкого обесценения) реальную угрозу экономической безопасности страны.

Таблица 4.2

**Внешнеэкономические связи России с ЕС и США в 2000 г:**

Показатель	Евросоюз	США
Экспорт, млрд. долл.	36,8	4,6
Импорт, млрд. долл.	11,1	2,3
Внешнеторговый баланс, млрд. долл.	+25,7	+2,3
Доля во внешней торговле России, %	31,8	2,9
Доля России во внешней торговле, %	3,5	0,3
ПИИ в Россию, млрд. долл.	4,4	1,6
Доля в ПИИ в Россию, %	40,3	14,5

**Примечание.** Прямые иностранные инвестиции (ПИИ) стран ЕС в Россию включают вложения из Германии, Нидерландов, Франции, Великобритании и Швеции.

**Источники:** <http://www.euroopa.ru/int/>; Россия в цифрах. М., 2001. С. 327, 357–359.

<sup>1</sup> Единая европейская валюта евро и национальные интересы России. Доклад для Правительства и Центрального банка Российской Федерации. Авторы доклада: В.Г. Шемятенков (руководитель), О.В. Буторина, Д.Д. Бутаков, М.В. Ершов // Вестник Банка России. 1999. № 62 (406). С. 39–59.

Действительно, в 2002 г. ситуация на финансовых рынках США резко ухудшилась, доверие иностранных инвесторов к американским фондовым активам ослабло. Правда, пока курс доллара не пострадал. Основные мировые валюты не подвержены девальвации в той мере, в какой это случается с валютами развивающихся стран и стран с переходной экономикой; доллар, по определению, не может подешеветь в разы в течение нескольких недель, как это было, например, с российским рублем или турецкой лирой. Тем не менее, возможность структурных деформаций на долларовых рынках велика. Следует иметь в виду, что мощный подъем в США был возможен не только и не столько благодаря “новой экономике”. При явном недостатке внутренних сбережений он финансировался за счет усиленного импорта товаров, услуг и капиталов. Как следствие, у Соединенных Штатов возник огромный дефицит платежного баланса – порядка 400 млрд. долл. Для его покрытия используется традиционное американское средство – печатный станок. Сейчас за пределами США обращается 15 трлн. наличных и безналичных долларов<sup>1</sup>. США – единственная страна в мире, которая может финансировать отрицательное сальдо по расчетам с другими странами при помощи эмиссии собственной денежной единицы; во всех других странах этот инструмент пригоден только для покрытия дефицита госбюджета. Такое возможно лишь потому, что доллар – самая ликвидная валюта в мире, и ее беспрепятственно принимают в подавляющем большинстве других стран. Появление евро создает предпосылки для изменения существующего порядка вещей.

Авторы доклада Правительству РФ отмечали: “В контексте экономической безопасности России появление евро и вызванный им сдвиг в сторону биполярности представляются, безусловно, благоприятными. С введением евро у России, как и у любой третьей страны (т. е. не входящей в ЕС), появляется большее поле для маневра при решении вопросов режима валютного курса, состава валютных резервов, валютной структуры внешних заимствований и торговли”<sup>2</sup>. Показательно, что это мнение разделяется и российскими деловыми кругами. Так, в аналитическом материале ММВБ “Ев-

<sup>1</sup> Макаревич Л. Грядет ли глобальный дефолт // Российская Федерация сегодня. 2001. Февраль. С. 42–44; Еришов М.В. Финансовая сфера и перспективы доллара // Финансист. 2001. Январь. С. 54–55; Оффманис Я. Что происходит с евро? // Мировая экономика и международные отношения. 2001. № 2. С. 81.

<sup>2</sup> Единая европейская валюта и национальные интересы России... С. 44.

ро на валютном рынке России” указывается: “Россия заинтересована в сильной европейской валюте. Крепкая европейская валюта в перспективе открывает возможность ослабить привязку рубля к доллару, проводить более гибкую валютную и курсовую политику, перейти к определению курса рубля на основе “корзины” валют, включающей доллар США и евро”.

России целесообразно диверсифицировать структуру накоплений, задолженности и текущих платежей (как государственных, так и коммерческих), чтобы свести к минимуму потери от разнонаправленного движения курсов основных мировых валют. В долгосрочном плане курсы доллара и евро неминуемо будут меняться и не только в одну сторону, как это было в 1999–2001 гг. Напомним: с 1985 по 1988 г. немецкая марка подорожала вдвое по отношению к доллару: с 3,3 до 1,6 марки за 1 долл. Еще один подъем произошел в 1994–1995 гг., когда котировки выросли на 20% – с 1,7 до 1,4 марки за 1 долл.

Второй вполне очевидный плюс евро – экономия на конверсионных операциях. Раньше тем российским предприятиям, которые имели партнеров в разных странах ЕС, приходилось вести расчеты сразу в нескольких валютах. Чтобы использовать полученные, скажем, от испанского покупателя песеты для оплаты закупаемого в Германии оборудования, нужно было потратиться на конвертирование, что также могло повлечь потери из-за изменения валютного курса. Теперь все платежи с 12 странами валютного союза осуществляются в одной денежной единице. Это особенно удобно российским предприятиям с широкой сетью деловых отношений, например транспортным и туристическим фирмам.

Российским гражданам, выезжающим в страны валютного союза, стало намного удобнее брать с собой и привозить назад евро, чем прежние национальные валюты, особенно такие экзотические, как португальские эскудо или ирландские фунты. Также есть смысл брать с собой евро при поездках в страны Центральной и Восточной Европы, особенно в те, где курс национальной валюты официально привязан к евро. В их числе: Болгария, Словения, Чехия, Эстония, Литва. В Черногории евро является единственной национальной валютой, а в Боснии – официально обращается наряду с местными деньгами. Можно рассчитывать на то, что евро станет популярным в Турции и в некоторых Средиземноморских странах, включая Северную Африку. К евро жестко привязан так называе-

мый франк КФА, который обращается на территории 14 государств Западной и Центральной Африки, бывших ранее колониями Франции (подробнее см. разд. 3.1.2)

Третье преимущество евро заключается в том, что цены внутри Евросоюза становятся “прозрачными”. Российским импортерам теперь гораздо проще ориентироваться на рынках стран ЭВС, ведь курсы национальных валют и их колебания больше не маскируют разницу в цене товаров (табл. 4.3). Составленные в единой валюте прейскуранты позволяют быстро отобрать наиболее конкурентоспособные предложения. Особенно это относится к типовой однородной продукции, товарам широкого потребления, продуктам питания. Аналогичным образом тем российским предприятиям, которые экспортируют в Европу конкурентоспособную обработанную продукцию, выгодно устанавливать цену в евро: потенциальные покупатели могут легко уловить ценовые преимущества и не беспокоиться о возможных курсовых потерях. Евро удобно использовать при встречных поставках, а также при исполнении контрактов, в которых имеется несколько поставщиков (и/или покупателей из разных стран и/или применяются сложные формы расчетов).

Таблица 4.3

**Разница в ценах на товары и услуги в странах зоны евро  
в 1998 г.**

Отрасли	%
Автомобили	7
Одежда и обувь*	10
Продовольственные товары и безалкогольные напитки	20
Мобильная телефонная связь	22
Табачные изделия	25
Лекарственные средства	26
Алкогольные напитки	42
Банковский бизнес	53

\* Товары с фирменными торговыми знаками.

*Источник:* Wall Street Journal. N.Y., 1998. – Aug. 5. P. 11.

В успешном продвижении евро в России заинтересована не только российская сторона. Такое развитие событий было бы в высшей степени желательно и полезно для Европейского Союза.



Официально главной целью Европейского центрального банка является сохранение ценовой стабильности, которая и должна служить залогом прочности евро. Руководители ЕС неоднократно подчеркивали, что Евросоюз не будет стимулировать заграничное использование евро, так как ЕЦБ в принципе не может иметь две цели (например, регулировать ценовую динамику и продвигать евро на внешних рынках), поскольку тогда инструменты их реализации вступали бы в противоречие друг с другом.

После введения наличных евро тон этих высказываний заметно изменился. В начале 2002 г. Европейская комиссия с удовлетворением отреагировала на заявление министра финансов Китая Ксианга Хуайченга, призвавшего Центральный банк увеличить долю евро в официальных резервах. Совет ЕС объявил о том, что он изучит “вопрос использования евро в качестве резервной валюты и валюты платежа в торговле сырьевыми товарами”<sup>1</sup>. Испания во время своего председательства в руководящих органах ЕС (первая половина 2002 г.) назвала одним из приоритетов укрепление международной роли евро, в частности расширение его использования в качестве валюты цены на международных фондовых рынках<sup>2</sup>.

Очевидно, что евро не сможет состояться как мировая валюта, если будет иметь хождение только внутри Евросоюза. Понятно и другое: евро сможет стать международной валютой только после того, как утвердится в качестве *общеευропейской* валюты. Между тем далеко не каждая стабильная национальная денежная единица превращается в региональную или международную. Чтобы это произошло, на нее должен существовать устойчивый спрос со стороны нерезидентов, который далеко не всегда и не полностью определяется макроэкономическими показателями в соответствующей стране. Это хорошо понимают в руководстве ЕС. Накануне введения евро – в декабре 1998 г. – собравшиеся на заседание Европейского совета главы государств указывали в заключительном документе, что в связи с переходом к единой валюте “... потребуются убеждать третьи страны и институты соглашаться с решениями, предлагаемыми Европейским Союзом. Совет считает, что этот прагматический подход может наиболее успешно облегчить приспособление существующих правил и практик, конечно, при усло-

<sup>1</sup> Bulletin Quotidien Europe. 2002. № 8124, P. 11

<sup>2</sup> Ibid. 2002. № 8124, P. 11; № 8132, P. 8.

вии, что такой подход в результате приведет к правильному восприятию роли евро”<sup>1</sup>.

О том, что позиция России в вопросах евро весьма значима для Евросоюза, говорит следующий факт. Уже в апреле 1998 г. Генеральный директорат II (по валютным и финансовым вопросам) Европейской комиссии подготовил документ о путях взаимодействия Европейского Союза и Российской Федерации в распространении единой валюты. Материал был представлен на первой сессии Комитета сотрудничества Россия–ЕС. В документе, в частности говорится что *“если прошлые и нынешние структурные особенности российской экономики, видимо, оправдывали использование доллара как валютного эквивалента, то целый ряд ожидаемых последствий, динамично вытекающих из введения евро, подводит к пересмотру такого валютного положения.* Конкретно, компетентные российские власти могли бы рассмотреть вариант лишения доллара его статуса “теневой” валюты в пользу более сбалансированной политики, подразумевающей, например, ориентацию в этой области на корзину валют со значительной ролью в ней евро”<sup>2</sup>. Эксперты Европейской комиссии предложили российской стороне обсудить возможность некоторых подвижек в российской экономической, денежно-кредитной и валютной политике. В их числе:

- переосмысление российскими властями роли доллара в национальной экономике, особенно в качестве стержневой валюты процесса экономической стабилизации;
- потенциальная привязка рубля к корзине доллар–евро или к евро как более стабильной валюте;
- модификация валютной базы курсовой политики Банка России (имеется в виду отход от традиции устанавливать прямую котировку рубля только по отношению к доллару);
- потенциальное переключение с доллара на евро внешне-торговых операций России, в частности ее экспорта, включая экспорт энергоносителей<sup>3</sup>.

---

<sup>1</sup> Bulletin Quotidien Europe Documents. 1998. № 2116, 23 Dec. P. 2.

<sup>2</sup> Документ Генерального Директората Комиссии ЕС, подготовленный для первой сессии Комитета сотрудничества Россия–ЕС, 21 апреля 1998 года. Цит. по: Новая единая европейская валюта евро / Под ред. В.И. Рыбина. М.: Финансы и статистика, 1998. С. 239.

<sup>3</sup> Там же. С. 239–240.

Здесь ясно просматривается стремление европейских руководителей продвинуть евро на российский рынок, что продиктовано как далеко идущими политическими целями, так и чисто прагматическими соображениями. На состоявшемся 17 мая 2001 г. саммите Евросоюз – Россия европейская сторона обратилась к президенту Владимиру Путину с предложением перевести на евро торгово-экономические отношения между сторонами. В материалах ЕС указывалось, что “использование евро в торговле может дать России лучшие возможности для использования иностранных валют, способствовать притоку инвестиций и упростить деловые операции”<sup>1</sup>. Очевидно, что переключение России с долларов на евро (пусть постепенное и вначале частичное) было бы очень полезно для Евросоюза с точки зрения его позиций в мире и расстановки сил в диалоге ЕС–США. Как уже отмечалось в гл. 3, территорий, где евро может рассчитывать на широкое распространение, не так уж много. За исключением самого Евросоюза, к ним относятся Центральная и Восточная Европа, а также Средиземноморье и Северная Африка. В этом смысле Россия и страны СНГ представляют собой огромную перспективную область. Россия важна для ЕС как крупный потенциальный источник спроса на единую валюту и как обширная зона ее циркуляции. Если бы в евро была переведена половина находящихся в стране наличных долларов, это позволило бы европейцам оплатить за счет эмиссии импорт товаров и услуг на сумму от 30 до 50 млрд. долл., что составляет 0,5–0,8% ВВП зоны евро. Один только доход от сеньоража ежегодно составлял бы 2,0–2,5 млрд. долл.

Через Россию европейской валюте гораздо легче было бы проникнуть в остальные страны СНГ. Речь идет как о существующих каналах трансграничных расчетов внутри СНГ, так и о возможности использования евро в качестве расчетной единицы Содружества. Если данные территории примкнут к зоне влияния евро, это серьезно изменит соотношение сил между ЕС и США в рамках международной валютной системы. В 1997–1998 гг. в рамках программы ТАСИС разрабатывался (правда, так и не осуществленный) проект по модернизации системы трансграничных расчетов в СНГ. Эксперты ЕС предлагали создать ее по подобию ТАРГЕТ (т. е. замкнув друг на друга национальные системы валовых расчетов стран

<sup>1</sup> Эксперт. М., 2001. № 19. С. 8.

СНГ), а в качестве общей расчетной единицы использовать, например, ЭКЮ с перспективой ее трансформации в евро.

Сейчас в России и СНГ приоритет доллара неоспорим, но в пользу ЕС может работать два фактора. Во-первых, долларизация не имеет глубоких исторических корней: внедрение американской валюты произошло в течение последнего десятилетия. Если граждане бывшего СССР быстро научились вести внутренние и внешние расчеты в долларах, значит, есть шанс, что они также научатся осуществлять операции в евро. Определяющими здесь, конечно, будут не привычки, а соображения экономической целесообразности. Во-вторых, Россия, основной экономической потенциал которой находится в Европе, не связана тесными экономическими отношениями с США. Однако на этом пути единую валюту ждут серьезные испытания. Реализация имеющихся шансов прежде всего будет зависеть от ликвидности евро, его способности так же эффективно выполнять функции, которые сейчас выполняет доллар.

Таким образом и Россия, и Евросоюз заинтересованы в том, чтобы евро была стабильной и надежной валютой. Пересечение интересов создает почву для их более активного взаимодействия и достижения более выгодного для нас баланса требований и уступок обеих сторон<sup>1</sup>. В названном докладе говорится: “Соединенные Штаты лишь косвенно зависят от развития экономической и политической ситуации в России, тогда как Европейский Союз и Россия непосредственно взаимосвязаны”. Речь идет не только о традиционных торгово-экономических отношениях. В последние годы ЕС и Россию все теснее связывают общие транспортные сети, крупные научно-технические проекты, культурные и образовательные программы. Диалог между сторонами строится на солидной правовой базе – Соглашении о партнерстве и сотрудничестве. Уже в силу географической близости России и Евросоюзу сегодня приходится вместе решать многие общеевропейские проблемы, такие, как охрана окружающей среды, управление миграционными потоками, борьба с преступностью, “отмыванием” нелегальных доходов, незаконной торговлей оружием и наркотиками, и т.п.

И последнее. Евро способен изменить к лучшему экономический климат в Европе, в чем заинтересованы и страны ЕС, и Россия. Для Европы (т. е. именно на региональном, а не на глобальном уровне) ЭВС обладает немалым стабилизирующим потенциалом.

---

<sup>1</sup> Единая европейская валюта и национальные интересы России... С. 45.

По мнению экспертов, преимущество единой валюты в том, что она базируется на экономическом состоянии двенадцати государств, тогда как курс доллара отражает динамику в одной, пусть и очень развитой стране. Это обстоятельство, как полагают, способно выравнивать курсовую динамику евро<sup>1</sup>. Сказанное прежде всего справедливо для других европейских валют. Хотя колебания между долларом и евро практически неустранимы, в долгосрочной перспективе, по мнению автора, валютный союз будет оказывать стабилизирующее влияние на финансовые рынки Европы. Не случайно, на рубеже 1998–1999 гг. Европейский Союз предпринял ряд важных мер, цель которых – преодолеть последствия региональных кризисов и по возможности предотвратить их в будущем. Сообщества, являясь теперь уже и валютным блоком, не могут не брать на себя дополнительных обязательств, связанных с сохранением устойчивости международной финансовой системы, в первую очередь ее европейских сегментов.

Страны ЦВЕ еще до своего вступления в ЕС обязаны внедрить в национальное законодательство весь свод норм и правил Сообщества и добиться высокой степени экономической стабильности. Став членами Союза, они будут ежегодно представлять на утверждение Совета программы конвергенции и подчиняться общим правилам бюджетной дисциплины, что должно повысить устойчивость их денежных единиц и позитивно отразиться на общеевропейском валютном климате.

Зона евро, по сравнению с США, в гораздо меньшей степени может позволить себе *преднамеренное* занижение валютного курса. Во-первых, политическое влияние ЕС на США значительно слабее, чем политическое влияние Соединенных Штатов на Европу. Поэтому, если Евросоюз сознательно девальвирует евро в конкурентных целях, Соединенным Штатам будет гораздо легче надавить на партнера и заставить его выравнивать курсовое соотношение, нежели Евросоюзу в случае аналогичной девальвации доллара. Во-вторых, когда евро падает в цене, стоимость ввозимого в ЕС топлива соответственно возрастает, чего не происходит с США при обесценении доллара, поскольку цены на нефть устанавливаются в американской валюте. Действие этого фактора мы наблюдали на протяжении 1999–2000 гг.: удорожание импортных энергоносителей (как вслед-

---

<sup>1</sup> Константинов Ю.А. Евро и Россия. М.: ЦВЭИ РАН, 1999. С. 31.

ствие роста мировых цен, так и из-за обесценения евро) явилось главной причиной повышения инфляции в зоне евро. На этапе становления единой валюты Евросоюз не сможет позволить себе девальвации в конкурентных целях еще и потому, что это охладит бы желание экономических агентов использовать евро для формирования резервов и заключения экспортных контрактов (в том числе в мировой торговле нефтью, газом и другими видами сырья, которые сейчас продаются на доллары). В-третьих, Евросоюзу, так или иначе, придется быть в ответе за тех, кого он “приручил” – страны Центральной и Восточной Европы. Большинство из них привязывают национальные валюты к евро. Поэтому его существенная де- или ревальвация вызовет деформации в экономике государств-кандидатов, что еще больше осложнит и без того крайне болезненный процесс расширения ЕС. В случае удорожания евро Центральная и Восточная Европа пострадает от сокращения экспорта в третьи страны, а при его обесценении возникнет риск импорта инфляции через закупки топлива и других товаров, оплачиваемых неевропейскими валютами.

#### 4.1.2. Практика использования евро в России

В конце 1998 – начале 1999 гг. в России была заложена нормативная и техническая база для операций с евро и проведены мероприятия, позволившие приступить к расчетам в новой валюте. Центральный банк выпустил инструктивное письмо для кредитных учреждений с изложением основных правил ведения операций в единой европейской валюте<sup>1</sup>. В нем были повторены и таким образом легитимизированы в российском праве основные положения Регламентов Совета ЕС, составляющих основу юридического статуса евро<sup>2</sup>. Это, в частности, касалось перевода ЭКЮ в евро, правил применения котировок, округления сумм при пересчете и т.п. Письмо также предписывает российским хозяйствующим субъектам соблюдать утвержденные в ЕС фиксированные паритеты между националь-

<sup>1</sup> О введении единой европейской валюты – евро (Письмо Банка России от 30 декабря 1998 г. № 398-Т) // Деньги и кредит. 1999. № 1. С. 78–79.

<sup>2</sup> Регламент Совета (ЕС) № 1103/97 от 17 июня 1997 г. о некоторых положениях, касающихся введения евро // Official Journal of the European Communities. 1997. L., № 162; Регламент Совета (ЕС) № 974/98 от 3 мая 1998 г. о введении евро // Official Journal of the European Communities. 1998. L., № 139.

ми валютами и евро<sup>1</sup>. С 1 января 1999 г. Банк России начал устанавливать официальный курс евро к рублю. В евро были переведены официальные резервы, номинированные в немецких марках.

Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ) с 19 января 1999 г. начала торги в новой валюте. С 1 сентября 1999 г. ММВБ прекратила операции по иностранным валютам, входящим в зону евро: немецким маркам, французским франкам, итальянским лирам и финляндским маркам. Кроме того, была введена единая торговая сессия по евро, что позволило создать для него такие же рыночные условия, как и для доллара. 1 июля 1999 г. Московский областной банк Сбербанка России начал работу с евро: все учреждения банка, уполномоченные на выполнение операций по вкладам в иностранной валюте, смогли открывать и вести счета по вкладам в евро на имя любого физического лица – клиента банка. Вклады в евро служат не только для накопления сбережений, но и для проведения трансграничных безналичных расчетов.

За четыре года, прошедшие с момента появления евро, опыт проведения операций с новой валютой приобрели уже многие отечественные предприятия и банки. Причем их число постоянно растет, особенно в центральной части России. К этому их толкают не только экономические соображения (при падающем евро он был особенно выгоден для импортеров), но и в ряде случаев жесткая позиция западноевропейских контрагентов, которые настаивают на заключении контрактов именно в евро, а не в долларах США. Расчеты в евро особенно удобны при встречных поставках, когда в обмен на вывозимые в Западную Европу российские товары там закупаются, скажем, машины и оборудование. Подписание экспортных контрактов в евро неизбежно, если российская фирма получает кредит или аванс от западноевропейского партнера или если товар продается на бирже (аукционе), где торги ведутся в евро. И, наконец, при растущем евро выгодным становится заключение в этой валюте экспортных контрактов.

С начала 1999 г. Архангельский целлюлозно-бумажный комбинат перевел экспортные и импортные контракты с европейскими партнерами на евро и таким образом полностью избавил себя от валютных рисков. В том же году по настоянию своих австрийских

---

<sup>1</sup> Регламент Совета (ЕС) № 2866/98 от 31 декабря 1998 г. об обменных курсах между евро и валютами государств-членов, которые вводят евро // Official Journal of the European Communities. 1998. L., № 359.

поставщиков Магнитогорский металлургический комбинат стал заключать контракты на импорт машин и оборудования в евро, тогда как экспорт стали и проката по-прежнему идет на доллары. В течение 1999–2000 гг. благодаря удешевлению евро комбинат получил крупный валютный выигрыш.

Важно и то, что евро используют не только 12 стран валютного союза, но и многие сопредельные государства. Еще в 1998 г. шведские лесопромышленники решили перевести экспортные контракты со шведских крон на евро, чтобы не оказаться в менее выгодном положении, чем их финские конкуренты. Несколько крупных британских компаний, в том числе “Бритиш Петролеум” заключают внешнеторговые сделки не только в фунтах стерлингов, но и в евро. Широко использует евро в расчетах англо-голландский нефтяной концерн “Шелл”. В 2003 г. референдумы о присоединении к зоне евро пройдут в Швеции и Дании, и если на них будет получено заветное “да”, Великобритания едва ли захочет и сможет сколько-нибудь длительное время оставаться единственным аутсайдером валютного союза. Растет доля евро во внешнеэкономических связях Центральной и Восточной Европы, а российские компании уже заключают с ними контракты в единой валюте. Преимущества евро очевидны в приграничной торговле в северо-западных регионах России и особенно в Калининградской области.

Однако переход с национальных западноевропейских валют на евро прошел для российских предприятий совсем не гладко. Осложнения возникли сразу после введения безналичного евро. Дело в том, что законодательные акты ЕС, регулирующие правовой статус единой валюты, не имеют экстерриториальной силы, т. е. их положения не действуют на территории России. Это привело к появлению некоторых юридических пустот, притом что российским компаниям очень не хватало опыта и соответствующих знаний. В течение переходного периода (1999–2002) европейские контрагенты зачастую платили или требовали платеж в евро по контрактам, заключенным в национальных западноевропейских валютах. Из-за этого российским предприятиям приходилось обменивать евро на национальные валюты или национальные валюты на евро, что влекло за собой неоправданные расходы, особенно когда российские банки проводили обмен через рубль (например, французский франк – рубль – евро). В действительности же контракты, заключенные в национальных



валютах, не могли быть автоматически конвертированы в евро без обоюдного согласия сторон<sup>1</sup>.

Российским предприятиям с участием западноевропейского капитала потребовалось провести те же работы, что и их иностранным партнерам, а именно: перевести на евро бухгалтерскую отчетность, модернизировать компьютерные программы, обучить персонал. Значительных усилий потребовал обмен наличных денежных знаков, хотя их объемы в руках у россиян были не так велики (по различным оценкам, от 2 до 5 млрд. евро). В конце 2001 г. в России насчитывалось 11 тысяч обменных пунктов, и чтобы они смогли начать работу с евро, следовало обучить до 25 тыс. кассиров. К сожалению, между Европейским центральным банком и Банком России не было заключено специального соглашения (за исключением того, что, как и все центральные банки третьих стран, наш Центральный банк получил наличные евро 1 декабря 2001 г.). Все заботы, связанные с обменом банкнот, легли на плечи национальных центральных банков стран ЭВС, особенно Федерального банка Германии и Банка Финляндии, а также коммерческих банков обеих сторон. Информационную компанию проводило представительство Европейской комиссии в Москве. Уместно вспомнить, что, когда несколько лет назад проходил обмен 100-долларовых купюр на купюры нового образца, ФРС в течение полугода осуществляла подготовительные мероприятия совместно с Банком России. В целом же обмен наличных евро на территории России прошел вполне организованно, случаев появления фальшивых купюр не отмечалось.

На сегодня трудности переходного периода остались позади. В дальнейшем проблемы использования евро российскими структурами будут, по большому счету, замыкаться на одну: как выстроить оптимальную валютную структуру внешнеэкономических отношений и минимизировать возможные валютные риски. Это касается как операций государства (внешние заимствования и кредиты), так и коммерческих сделок. До сих пор западноевропейские денежные единицы не могли составить реальную конкуренцию американской валюте, поскольку сфера их международного использования была значительно уже, чем у доллара, а операции с ними обходились дороже, чем операции с долларом.

Это значит, что российским властям и предприятиям предстоит в каждом отдельном случае решать, в какой валюте – долларах или

<sup>1</sup> См.: ст. 7 Регламента Совета (ЕС) № 974/98 от 3 мая 1998 г. "О введении евро".

евро – выпускать ценные бумаги, брать кредиты, заключать экспортные и импортные контракты. Для этого нужно внимательно отслеживать экономическую динамику в США и в зоне евро, уметь предвидеть долгосрочные изменения курсов, принимать в расчет волатильность валют, страховаться от валютных рисков. Другими словами, процесс принятия решений становится более сложным, особенно если учесть увеличение курсовых колебаний в паре доллар – евро.

Пока же рынок евро – рубль остается миниатюрным. Доля евро на Единой торговой сессии (ЕТС) выросла с конца 1999 г. по середину 2002 г. с 1,5 до 7%, однако прогресс был достигнут за счет не только физического увеличения объемов торговли, но и двукратного уменьшения оборотов по доллару США (табл. 4.4). В июне 2002 г. квота евро в обороте ММВБ составляла 3,7%, а в обороте Санкт-Петербургской биржи – 12,3%, на других биржах объем операций был минимальным, что свидетельствует о действии географического фактора в формировании спроса на евро.

Таблица 4.4

**Объем торгов на Единой торговой сессии межбанковских валютных бирж России в 1999–2002 гг., млн. долл.**

Объем	Доллар	Евро	Доля евро в общем объеме сделок с долларом и евро, %
1999 г.			
IV квартал	10597	157	1,5
2000 г.			
I квартал	10121	239	2,3
II квартал	9051	259	2,8
III квартал	10293	276	2,6
IV квартал	8849	302	3,3
2001 г.			
I квартал	7480	316	4,1
II квартал	7784	386	4,7
III квартал	6695	351	5,0
IV квартал	5146	289	5,3
2002 г.			
I квартал	6403	325	4,8
II квартал	5057	387	7,1
III квартал	4933	435	8,1

*Источник.* Бюллетень банковской статистики за соответствующие годы.

В 2001–2002 гг. доля евро на межбанковском валютном рынке России составляла около 10%, причем подавляющая часть сделок совершалась в паре евро – доллар, а не в паре евро – рубль. Дело в том, что спрэд в паре евро – рубль оказывается больше, чем сумма спрэдов рубль – доллар и доллар – евро (последний же является минимальным для международных валютных рынков, так как евро – доллар – самая торгуемая в мире пара).

По данным выборочных опросов банков, обычный спрэд на межбанковском рынке в паре евро – рубль в 2–3 раза превышает спрэд в паре доллар – рубль (табл. 4.5). Поэтому российскому предприятию, получившему евро в оплату за экспортный товар, дешевле сделать двухступенчатый обмен: евро на доллары, а потом – доллары на рубли, нежели конвертировать евро на рубли напрямую. В 2002 г., по сравнению с 2001 г., спрэд уменьшился и сузился разброс его значений, что говорит о постепенном росте ликвидности рынка евро – рубль. Однако по своим качественным характеристикам он значительно уступает рынку доллар – рубль. На втором меньше не только сама маржа, но и ее крайние значения, а также диапазон отклонений среднего показателя. Добавим, что приводимые в книге сведения о спрэдах на российском и международных рынках (см. табл. 3.14) нельзя сравнивать, так как они получены на основе разных методик. Данные международных агентств объединяют совершенные и заявленные, но несостоявшиеся сделки (по вторым спрэд может быть значительно больше, чем по первым), тогда как в России полученная от банков информация отражает обычные условия реальных сделок.

Таблица 4.5

**Спрэд на межбанковском валютном рынке России  
в 2001–2002 гг. (выборочный опрос российских банков,  
проведенный банком “Держава”)**

Валютная пара	Минимальный		Средний		Максимальный	
	Копеек за единицу валюты	Базисных пунктов	Копеек за единицу валюты	Базисных пунктов	Копеек за единицу валюты	Базисных пунктов
USD-RUR						
Май 2001 г.	0,25	0,9	0,75–1,0	2,6–3,4	1,0–1,5	3,4–5,2
Август 2002 г.	0–0,25	0–0,8	0,5–0,75	1,6–2,4	1,0–1,5	3,2–4,8
EUR-RUR						
Май 2001 г.	–	–	1,0–1,5	3,9–5,9	3,0	11,8
Август 2002 г.	1,0	3,3	1,0–2,0	3,3–6,5	2,0	6,6

Большой спред при сделках с евро естественным образом связан с волатильностью курса евро по отношению к рублю. На протяжении всего периода существования единой валюты ее ежедневные рублевые котировки колебались в гораздо более широком диапазоне, чем котировки доллара (табл. 4.6). Это связано как с объемом операций, так и с организационной особенностью российского валютнообменного рынка. Чтобы поддерживать его в спокойном состоянии, Банк России официально взял на себя обязательство выравнять краткосрочные колебания курса доллара по отношению к рублю. В течение дня он может проводить интервенции, чтобы снять нервность операторов – вполне обоснованная мера, учитывая прошлые потрясения и собственно размер рынка. Данная “настройка” проводится по отношению к доллару, поскольку он является курсообразующей валютой, но не по отношению к евро. В результате курс евро меняется чаще и сильнее. Регулировать ежедневный курс рубля к обеим валютам было бы крайне сложно, тем более что тогда у рыночных спекулянтов появились бы дополнительные возможности для игры на кросс-курсах.

Таблица 4.6

**Волатильность официального курса доллара и евро по отношению к рублю в 1999–2002 гг.**

Период	Среднее значение курса		Среднеквадратичное (стандартное) отклонение ежедневных показателей в течение месяца		
	Доллар	Евро	Доллар	Евро	Отношение отклонения по евро к отклонению по доллару
1999 г. I полугодие	23,70	25,81	0,337	0,421	1,25
1999 г. II полугодие	25,55	26,67	0,179	0,334	1,87
2000 г. I полугодие	28,43	27,33	0,168	0,373	2,22
2000 г. II полугодие	27,84	24,73	0,071	0,397	5,59
2001 г. I полугодие	28,77	25,86	0,059	0,289	4,89
2001 г. II полугодие	29,57	26,40	0,062	0,324	5,22
2002 г. I полугодие	31,03	27,86	0,070	0,299	4,27

Пр и м е ч а н и е. Полугодовые показатели рассчитаны как среднеарифметическое месячных показателей.

*Источник:* Бюллетень банковской статистики за соответствующие годы.

На рынке наличных денежных знаков разница между курсом продажи и покупки евро также больше, чем при операциях с долларом. Правда, здесь прослеживается отчетливая положительная тенденция: по сравнению с немецкой маркой спрэд по евро стал намного меньше и вплотную приблизился к спреду по доллару (табл. 4.7).

Таблица 4.7

## Спрэд на рынке наличной валюты России в 1999–2002 гг.

Период	USD–RUR		DEM/EUR–RUR	
	Средняя маржа по операции, коп.	%	Средняя маржа по операции, коп.	%
Январь 1999 г.	123	5,3	135	9,6
Январь 2000 г.	97	3,4	108	7,3
Январь 2001 г.	89	3,0	95	6,8
Январь 2002 г.	88	2,8	116	4,2
Август 2002 г.	76	2,4	109	3,5

**Примечание.** Спрэд рассчитан как отношение средней маржи к курсу продажи.

**Источник:** Бюллетень банковской статистики за соответствующие годы.

Недостаточная ликвидность – главное препятствие на пути продвижения евро в России. Здесь, по сути, сложился замкнутый круг. Рынок не проявляет интереса к евро, так как доллар куда привычнее, цены на многие важнейшие товары устанавливаются в условных единицах, операции с долларом дешевле операций с евро и курс рубля ориентирован на доллар. Официальный курс евро устанавливается через курс доллара. Центральный банк не может перейти к самостоятельным котировкам евро, поскольку емкость российского рынка евро очень мала. Отсутствие независимого курса евро фактически превращает его в недесятичную номинацию доллара, что естественно не способствует формированию рынка евро и появлению набора соответствующих ему инструментов. Трудно не согласиться со следующим мнением М.В. Ершова: «отрицательной стороной такого подхода является то, что все перекосы, возникающие или могущие возникнуть при формировании курса рубль/доллар (в том числе из-за чисто субъективных настроений операторов

рынка), автоматически распространяются и на курс рубль/евро". А поскольку "доллар задействован на многих кризисных рынках, колебания его курса могут быть вызваны положением на этих рынках и тем самым автоматически усиливать нестабильность курса рубль/евро"<sup>1</sup>.

Российские операторы еще долго будут отдавать предпочтение американской валюте. Для этого у них имеется несколько веских оснований: доллар США – наиболее ликвидная мировая валюта; на доллар приходится подавляющая часть внешних и внутренних расчетов страны; только по доллару существует достаточно глубокий внутренний валютный рынок; в долларах хранит сбережения значительная часть российского населения<sup>2</sup>. Говорить об изменении валютной базы курсовой политики Центрального банка РФ можно будет, скорее всего, не раньше чем в конце десятилетия, если, конечно, до этого в мировой валютной системе не случится глобального катаклизма.

Формирование официальных резервов в евро будет зависеть от курса единой валюты и от того, насколько успешно она сможет проложить себе дорогу на международные и российский валютные рынки. Как уже говорилось в гл. 3, новая валюта имеет гораздо больше шансов утвердиться сначала как средство сбережения, нежели как средство обращения. Но использовать этот шанс евро сможет лишь, если его рыночная стоимость в течение достаточного времени будет стабильной или начнет расти. Если курс рубля в перспективе будет определяться на основе корзины доллар – евро (например, в пропорции 1:1), то соответственно возрастут и потребности в евро для формирования резервов. Средства в евро будут необходимы как для регулирования курса рубль/евро, так и для проведения стерилизационных и иных операций, на которые традиционно используются резервы<sup>3</sup>. Сейчас Банк России не публикует данных о валютном составе его официальных резервов.

Другое серьезное препятствие проистекает из структуры российского экспорта. Половина его приходится на минеральное сырье и еще 20% – на черные и цветные металлы и прокат. Миро-

---

<sup>1</sup> Ершов М.В. Валютно-финансовые механизмы в современном мире... С. 197.

<sup>2</sup> Ершов М.В. Цит. соч. С. 197; Единая европейская валюта евро и национальные интересы России... С. 52.

<sup>3</sup> Единая европейская валюта евро и национальные интересы России... С. 54.

вые цены на большинство из этих товаров традиционно устанавливаются в долларах США. Пока трудно сказать, будут ли в ближайшее время существовать котировки сразу в двух валютах: долларах и евро. В мировой практике подобные прецеденты имеются. Например, цены на сахар и какао-бобы устанавливаются во французских франках и фунтах стерлингов (в зависимости от биржи – Парижской или Лондонской). Есть и другая возможность – использование евро в качестве валюты платежа. Хрестоматийным примером разделения валюты цены и валюты платежа является практика стран Персидского залива, которые вплоть до конца 1974 г. заключали контракты на поставку нефти в долларах, но требовали платеж в фунтах стерлингов, поскольку тогда они все еще входили в стерлинговую зону.

То, насколько данный шанс может быть реализован в России, зависит от нескольких факторов. В их числе: соотношение курсов доллара и евро (при растущем евро он будет выгоден для экспортеров, а при падающем – для импортеров); степень ликвидности евро в России, включая глубину его рынка; поведение других крупнейших поставщиков сырья, например арабских государств и стран АКТ (Азии, Карибского бассейна и Тихого океана), связанных с ЕС системой преференциальных отношений. Если последние будут переключаться на евро, то в мировой практике скоро возникнут соответствующие механизмы и формы расчетов, удобные для обеих сторон. Для крупных российских экспортеров евро может быть полезен как инструмент диверсификации валютной структуры контрактов, особенно долгосрочных, с тем чтобы минимизировать колебания от возможных колебаний валютных курсов. Так, из всех контрактов на поставку газа в дальнее зарубежье, заключенных в 1998 г. ОАО “Газпром”, 53% приходилось на доллары США, 33% – на немецкие марки и 14% – на французские франки и австрийские шиллинги; в 2001 г. доля евро составила 50%.

При поставках сырья в Европу России есть смысл устанавливать цену в долларах и договариваться о платеже в евро. При импорте товаров из Европы логично и заключать контракты и платить в евро. Такая комбинация в сочетании с неформальной ориентацией курса рубля на доллар могла бы вполне оправдывать себя экономически. Рассмотрим это на двух примерах, в каждом из которых российское предприятие экспортирует товары общей стоимостью 1 млн. долл.

**Пример 1.** Доллар дорожает по отношению к евро и рублю.

Курс на момент заключения сделки	Курс на момент исполнения сделки
1 EUR = 1 USD	1 EUR = 0,8 USD
1 USD = 30 руб.	1 USD = 35 руб.
1 EUR = 30 руб.	1 EUR = 28 руб.

	Доходы по начальному курсу	Доходы по конечному курсу
Цена товара и платеж – в долларах	1 млн. долл. = 30 млн. руб.	1 млн. долл. = 35 млн. руб.
Цена товара в долларах, платеж в евро	1 млн. евро = 30 млн. руб.	1,25 млн. евро = 35 млн. руб.

**Пример 2.** Евро дорожает по отношению к доллару и к рублю.

Курс на момент заключения сделки	Курс на момент исполнения сделки
1 EUR = 1 USD	1 EUR = 1,1 USD
1 USD = 30 руб.	1 USD = 35 руб.
1 EUR = 30 руб.	1 EUR = 38,5 руб.

	Доходы по начальному курсу	Доходы по конечному курсу
Цена товара и платеж в долларах	1 млн. долл. = 30 млн. руб.	1 млн. долл. = 35 млн. руб.
Цена товара в долларах, платеж в евро	1 млн. евро = 30 млн. руб.	1 млн. евро = 38,5 млн. руб.

Как видим, при падении курса евро к доллару платеж в евро не влечет за собой никаких убытков для российского поставщика. Потери в таком случае несет европейский покупатель. В случае роста курса евро прибыль российского поставщика очевидна. Отметим, что внушительное удорожание евро (о котором сейчас можно говорить в сослагательном наклонении) едва ли вызовет падение физических объемов российского экспорта в Европу. Ведь подавляющая его часть представлена энергоносителями, а резко сократить потребление нефти и газа европейцы не могут по объективным причинам.



Чтобы расширить сферу применения евро в России, нужно разорвать упоминавшийся порочный круг, ключевым элементом которого является узость рынка евро – рубль. Сделать это не так-то просто. По итогам анализа, проведенного в ходе подготовки доклада Правительству, выяснилось, что России нет смысла вводить какие-либо административные или законодательные льготы для единой валюты: последние могут привести к коллизиям с нормами российского и международного права. Вместе с тем, существующее де-юре равенство валют на российском рынке де-факто означает доминирующее положение доллара. “Главный принцип государственной политики на этом направлении должен состоять в том, чтобы последовательно преодолевать фактическое неравенство евро (как и других валют) в отношении доллара США на внутреннем валютном рынке России”, говорится в докладе<sup>1</sup>. Выход из положения, по мнению автора, лежит в создании такой среды, в которой частное и государственное использование евро было бы не менее удобным и безопасным, чем использование доллара. Речь идет не о привилегиях для евро, а об устранении неформальных барьеров, мешающих ему войти на рынок. К ним относится недостаточная информированность российских компаний, особенно мелкого бизнеса, и – главное – неразвитость технического и операционного инструментария.

Количество финансовых инструментов в евро, которыми могут пользоваться российские операторы, значительно меньше, чем аналогичные возможности в долларах. Со спекулятивной точки зрения рынок рубль – евро гораздо менее интересен для них, нежели рынок рубль – доллар. Отечественные компании не берут в банках кредиты в евро, поэтому банки в свою очередь не могут выплачивать высокие проценты по вкладам в евро: их “заработки” при хранении евро меньше, чем при хранении долларов. Поэтому почти всегда в российских банках процентные ставки по депозитам в евро ниже, чем ставки по долларам, хотя сейчас учетная ставка ЕЦБ выше ставки ФРС. Так, срочный долларовый вклад в Сбербанке приносит владельцу максимум 9,5% годовых, а вклад в евро – 5,5%. Ставки в иностранных банках намного ниже.

Если бы европейская сторона, например Европейская банковская федерация или Евро-банковская ассоциация, предложила российским операторам новые каналы выхода на европейские финансо-

---

<sup>1</sup> Единая европейская валюта и национальные интересы России... С. 57.

вые рынки и новые, возможно, специально разработанные для России финансовые инструменты, это стимулировало бы спрос на евро в России и помогло бы формированию емкого рынка евро – рубль.

Одним из перспективных средств продвижения евро в России может стать развитие кредитного сотрудничества России и ЕС. На 1 января 2002 г. внешний долг России составлял 151 млрд. долл. Сведения о его валютной структуре не публикуются регулярно, но известно, что в 1999 г. почти половина заимствований приходилось на доллары США и треть – на западноевропейские валюты (табл. 4.8). С тех пор эта пропорция вряд ли кардинально изменилась. Поскольку европейские государства и консорциумы европейских банков предоставляли России кредиты не только в национальных валютах, но и в долларах США, то доля займов, полученных от нынешних стран зоны евро, может составлять до 44–47% общего объема государственного долга.

Таблица 4.8

**Структура российского внешнего долга  
по валютам заимствования на 1 января 1999 г., %\***

Вид валюты	%	
Доллар США	49,8	} 33.1
Английский фунт стерлингов	0,5	
Австралийский шиллинг	1,8	
Немецкая марка	26,8	
Французский франк	1,9	
Европейская валютная единица (ЭКЮ)	2,6	
Швейцарский франк	3,9	
Японская иена	0,2	
Специальные права заимствования (СДР)	10,7	
Прочие валюты	1,8	

\* К общему долгу в размере 143,2 млрд. долл.

*Источник:* Единая европейская валюта евро и национальные интересы России... С. 50.

Новые кредиты России страны ЕС, естественно, будут предоставлять в евро, так что в недалеком будущем их доля может подняться до 50% и, возможно, выше. Кредиты от МВФ и Всемирного банка (если Россия получит таковые), скорее всего, будут в долларах. В этом смысле займы в евро позволят диверсифицировать валютную

структуру внешних заимствований. Благоприятным фактором является также долговременное снижение процентных ставок в зоне евро. Невыгодная для России ситуация может сложиться при сочетании следующих трех условий: она увеличит долю евро в заимствованиях, в ее экспортных поступлениях будут преобладать доллары и курс доллара пойдет вниз. В этом случае российская сторона понесет убытки из-за курсовой разницы, и остро встанет вопрос о переводе в евро контрактов на поставляемые в Европу нефть и другие товары.

В дальнейшем, если евро приобретет значительную долю на отечественном рынке, денежным властям РФ и ЕС нужно будет найти форму для постоянного диалога. Поскольку на внешних рынках евро будет развиваться как альтернатива, субститут доллару, а обмен долларов на евро обходится дешевле, чем операции с любыми другими валютами, то инвесторам, в том числе и российским, будет довольно просто уходить из одной валюты в другую, и наоборот. Резкие колебания спроса на евро в России могут негативно сказываться на его обменном курсе и волатильности и соответственно снижать ликвидность новой валюты. В подобном развитии событий не заинтересован ни Европейский Союз, ни Россия. Вполне возможно, что в недалеком будущем России совместно с ЕС и другими европейскими странами потребуется выработать общие подходы к поддержанию валютно-финансовой стабильности в регионе.

Благодаря переходу на единую валюту финансовое пространство Евросоюза становится более прозрачным и однородным. Страны ЕС намерены использовать этот факт для укрепления финансовой дисциплины и борьбы с нелегальными видами бизнеса. Последнее время Евросоюз ужесточает правила финансового надзора и отчетности, предпринимает попытки договориться с соседями по региону о более четких и прозрачных правилах ведения финансовых операций, усиливает борьбу с легализацией незаконных доходов. С июня 1991 г. в Евросоюзе действует Директива о борьбе с отмыванием нелегальных доходов, притом что большинство стран ЕС подписалось под соответствующими международными соглашениями (речь идет о Венской Конвенции ООН 1988 г. о нелегальной транспортировке наркотических средств и психотропных веществ, Страсбургской Конвенции Совета Европы 1990 г. об "отмывании", выявлении и конфискации поступлений от преступной деятельности, а также о созданной в 1989 г. группе FATF – The Financial Action Task Force on Monetary Laundering). В конце 2001 г. Совет ЕС принял новую дирек-

тиву, которая значительно расшила сферы, подпадающие под юрисдикцию соответствующего законодательства, и ужесточила контроль за прохождением подозрительных платежей.

Соглашение о партнерстве и сотрудничестве между Россией и ЕС предусматривает совместные действия по борьбе с отмыванием доходов от противоправной деятельности (ст. 81). Тесное сотрудничество спецслужб и правоохранительных органов России и стран ЕС позволило бы не только снизить преступность, но и улучшило бы представление о России в Европе, повысило бы ее инвестиционный рейтинг.

## 4.2. Перспективы российского рубля

Формирование ЭВС прямо или косвенно ставит перед Россией еще один важный вопрос – о дальнейшей судьбе рубля. Кстати, теперь он стал одной из двух старейших денежных единиц Европы: английский фунт стерлингов появился в X в., а первые рубли были отлиты в Новгороде в XIII в. В Скандинавских странах кроны появились в XVIII в., до этого в Дании и Норвегии чеканились пеннинги (денарии), марки и шиллинги, в Швеции в XVI–XVII вв. ходил серебряный галер и медные эре. Современный швейцарский франк ведет свою историю от походов Наполеона. Из ушедших валют стран еврозоны самым древним фактически был французский франк, монеты с таким наименованием появились во второй половине XIV в. Формально самой древней являлась греческая драхма, выпуск которой начался в 1831 г., поскольку монеты с таким названием чеканились еще в VI в. до нашей эры<sup>1</sup>.

История валютной политики современной России может быть разделена на три этапа. *Первый* – переход от советской системы к рыночной В 1989 г. были проведены первые валютные аукционы, в 1990 г. введен коммерческий курс рубля, в 1991 г. начала работу постоянная валютная биржа в Москве. Буквально за несколько лет (правда, с большими издержками для экономики) произошло становление рубля как российской валюты, была устранена валютная монополия, сформирован общенациональный валютный рынок и преодолена множественность валютных курсов.

---

<sup>1</sup> Такая же история произошла с гривной: так назывались серебряные слитки, которые с X в. служили мерой веса и стоимости в Киевской Руси, теперь гривна – денежная единица Украины.

При этом периоды относительной стабильности курса чередовались с глубокими провалами. Так, за октябрь 1991 г. – январь 1992 г. рубль обесценился в 3,8 раза; с апреля по декабрь 1992 г. – в 2,9 раза. В течение 16–23 сентября 1993 г. курс снизился почти на 30%; 11 октября 1994 г. случился знаменитый “черный вторник”, когда рубль подешевел сразу на четверть. Тогда стало ясно что рынок (такой неглубокий и слабый, каким он был в России) вовсе не гарантирует нормального развития валютной сферы. Надежды на его магические регулирующие силы окончательно развеялись.

Между тем стабилизация курса была нужна, как воздух. От нее зависел выход из затяжного промышленного спада. Тогда власти решили ввести валютный коридор, привязав рубль к доллару – так начался *второй* этап отечественной валютной истории. Время действия коридора с июля 1995 г. по август 1998 г. – это попытка получить предсказуемый рыночный курс при помощи административных мер и при поддержке международных финансовых организаций. Закончилась она истощением валютных резервов и глубоким валютно-финансовым кризисом.

После августа 1998 г. ситуация выглядела так: неуправляемый валютный рынок вовсе не способствует реформам в экономике и ее подъему. Привязка курса дает длительную, но немыслимо дорогую отсрочку. На *третьем* этапе у властей остался единственный выход – добиться ровной курсовой динамики рыночными методами. Все другие способы были перепробованы. Результаты новой денежно-кредитной и валютной политики, проводимой после кризиса, заслуживают самой высокой оценки. В 1999–2002 гг. курс рубля остается стабильным и предсказуемым, его краткосрочные колебания минимальны, инфляция держится под контролем и постепенно снижается, золотовалютные резервы Банка России достигли небывалых размеров, превысив 40 млрд. долл.

Каковы стратегические перспективы российского рубля? Сохранит ли он за собой статус национальной валюты или процессы международной валютной интеграции и конкуренции изменят привычную формулу “одна страна – одна валюта” и породят совершенно неожиданные варианты денежного обращения, спектр которых будет простирается от предлагавшейся Ф. Хайеком поливалютности в рамках одного государства до кейнсианской общемировой валюты с поправкой на современные информационные технологии?

### 4.2.1. Рубль и зона евро: будущий формат взаимоотношений

Начнем с интеграции. Может ли Россия, пусть в отдаленной перспективе, стать членом европейского валютного союза и ввести евро вместо национальных денег? Этот вопрос в открытой или завуалированной форме не раз поднимался и продолжает подниматься на самых разных уровнях как в России, так и в ЕС. Высказываются разные точки зрения, но ответы, как правило, выстраиваются по одной и той же логической оси: от знаменитого «этого не может быть, потому что этого не может быть никогда» до «никогда не говори “никогда”». Между тем в среде специалистов, профессионально занимающихся интеграцией, задача имеет довольно простое решение. Чтобы ввести евро, страна должна стать членом ЕС. Исключение составляет лишь случай, когда евро вводится в одностороннем порядке взамен национальных денег, как в Черногории. По понятным причинам, такой вариант – не для России.

Существует ли гипотетическая возможность того, что Россия вступит в Европейский Союз? Сторонники этой идеи обычно приводят следующие доводы. Раз Россия расположена в Европе, она должна войти в «европейскую семью», обладающую огромным экономическим и политическим весом в мире, тем более что так поступили страны Центральной и Восточной Европы. Членство в ЕС будет гарантией развития в России демократии по западному образцу и залогом долговременной политической стабильности. Вступив в ЕС, Россия получит неограниченный доступ на Единый внутренний рынок Союза, где товары, услуги, капиталы и физические лица передвигаются без всяких ограничений. Участие в ЕС значительно улучшит инвестиционный климат в стране, значительно возрастет приток в Россию западноевропейских капиталов. Наконец, Россия как страна с более низким уровнем жизни, чем в среднем по ЕС, получит субсидии из структурных фондов Союза, возможно, ей также смягчат условия выплаты внешнего долга.

При этом упускаются из виду обязательства и ограничения, связанные с членством в ЕС. Так, свободный доступ российских товаров на европейский рынок будет одновременно означать неограниченный доступ западноевропейских товаров на наш внутренний рынок. России еще до вступления в ЕС придется ввести у себя законодательство Европейского Союза, которое будет иметь приоритет над

российским правом. Российские компании должны будут подчиняться решениям Суда ЕС. Как и все остальные участники Союза, Россия ежегодно будет отчислять в его общий бюджет 1,2–1,3% своего ВВП (заметьте, не доходов госбюджета). Субсидии из структурных фондов ЕС, на которые Россия могла бы *гипотетически* рассчитывать, по нашим расчетам, никак не превысят 5 млрд. евро в год (четверть того, что сейчас страна теряет из-за утечки капиталов), ведь после приема стран Центральной и Восточной Европы население относительно бедных регионов ЕС увеличится со 130 до 235 млн. человек, а бюджет Евросоюза – на 8–10%.

В Совете расширенного ЕС (законодательном органе Евросоюза) Россия имела бы 35 голосов, Германия, Великобритания, Франция и Италия – по 29, Испания и Польша – по 27, а остальные страны – от 3 до 14 голосов каждая. В соответствии с действующими процедурами, чтобы провести в Совете выгодное ей решение, России понадобится вступить в коалицию, по крайней мере, с 13 государствами или с 17 (если ее не поддержат хотя бы две крупные страны). Иначе говоря, несмотря на свои размеры, Россия не сможет в одиночку влиять на политику Союза. И еще один нюанс. Голоса в Совете распределяются в зависимости от численности населения и размера ВВП, при этом квоты малых стран намеренно завышаются. ВВП России составляет всего 3% ВВП нынешних 15 стран ЕС, поэтому в Совете она получит один голос на 4 млн. человек, Германия получит один голос на 2,8 млн. человек; Великобритания, Франция и Италия – примерно на 2 млн.; Австрия, Бельгия, Греция, Чехия, Венгрия, Болгария, Словакия – на 0,8 млн.; Литва и Латвия – на 0,5 млн.; Эстония – на 0,3 млн. При таком соотношении интересы россиян будут представлены в руководстве ЕС неизмеримо хуже, чем интересы любой другой нации.

Вступив в Евросоюз, Россия будет обязана ввести на внешних границах таможенный тариф ЕС и автоматически потеряет право заключать торговые договоры с третьими странами, например государствами СНГ, Китаем, Японией. Эти функции перейдут к Брюсселю, для которого данные географические зоны значат совсем иное, чем для России. На планах интеграции в СНГ будет поставлен крест, отчего в долгосрочном плане пострадает не только Россия, но и сам Евросоюз, поскольку без России постсоветское пространство политически, культурно и экономически будет выглядеть совсем иначе, чем с ней. Возможность различного рода деформаций там значительно возрастет.

Сразу после вступления в ЕС Россия должна будет ежегодно представлять на утверждение Совета программы своего экономического развития. Совет и Комиссия будут контролировать ход выполнения этих программ и выносить решения о том, насколько они соответствуют общим задачам Евросоюза. Через какое-то время после вступления в ЕС Россия будет обязана войти в валютный союз. После этого шага Банк России потеряет право проводить собственную денежно-кредитную политику, процентные ставки и размер эмиссии будут определяться во Франкфурте-на-Майне. Одновременно на Россию распространятся правила Пакта стабильности: если дефицит ее госбюджета в какой-либо год превысит 3% ВВП, страна подвергнется штрафу в размере до 0,5% ВВП.

Чтобы участие в зоне евро было для России выгодным, ее экономический цикл должен совпадать с континентальным европейским. Если подобной синхронизации не будет – хозяйственная аритмия стране обеспечена. А периоды подъема и спада конъюнктуры в России и в ЕС совпадать не будут! Это ясно, как день. У России иные источники экономического роста, нежели у Западной Европы, что убедительно продемонстрировали события последних лет. Рост цен на нефть – благо для России и бремя для Европы. У России много других особенностей: взять хотя бы размер территории (и потребности вложений в инфраструктуру), механизмы ценообразования, социальные традиции... Легко может получиться, что, когда России будут полезны низкие процентные ставки, чтобы стимулировать инвестиционную активность, Европе в то же самое время потребуются рестриктивная политика, чтобы предотвратить перегрев экономики. Единую процентную ставку ЕЦБ естественно определит, исходя из запросов главных западноевропейских стран, и России останется принести себя в жертву коллективным интересам.

Создаваемая в России модель рыночной экономики не будет совпадать с западноевропейской: для этого нет объективных причин. Американская, японская и европейская модели сильно отличаются друг от друга, каждая имеет свою логику, точки опоры и институциональные структуры, что во многом задает характер и динамику экономического развития. “Новые индустриальные страны” и Китай создали свои, ни на что не похожие способы рыночного хозяйства, соединив те или иные западные элементы с сугубо национальными, порой архаичными. В 2002 г. Россия столкнулась с проблемой перепроизводства зерна, хотя подавляющая часть сельских



хозяйств до сих пор не передана в руки частных фермеров (на чем всегда настаивали западные эксперты), а это говорит о многом.

И последнее. Размер имеет значение. Россия слишком велика, чтобы Евросоюз мог принять ее в свое лоно со всеми ее историческими, социальными, геополитическими и культурными особенностями, оставаясь таким, каким он был до сих пор. Вступление России потребовало бы от ЕС кардинальной перестройки институциональной системы и – главное – тех основополагающих принципов, на которых строилась его политика в течение полувека. В результате такого альянса и Евросоюзу, и России пришлось бы изменить свою глобальную идентичность, в чем нет никакого смысла. Россия – евроазиатская держава, у нее всегда были, есть и будут интересы как в Европе, так и в Азии. У России своя, отличная от ЕС роль в мировой политике, своя историческая линия, уходить от которой неразумно и безответственно. Вот почему проводить аналогии со странами Центральной и Восточной Европы, вступающими в ЕС, некорректно. Достаточно вспомнить, что ни одна из них не входит в Совет Безопасности ООН и в “Большую восьмерку”, не назначает своего директора в Исполнительный Совет МВФ, не является ядерной державой, не располагает космической промышленностью и несколькими флотами, не имеет шанса встать во главе собственной интеграционной группировки и не дала миру Достоевского и Толстого.

Альтернативой членству в ЕС является создание общеевропейского экономического пространства со свободным движением товаров, услуг, капиталов и лиц. Данный проект получил одобрение на высшем уровне, и сейчас стороны заняты проработкой его будущих контуров. Нельзя сказать, что работа продвигается быстро. Взгляды представителей ЕС и России на то, как должно выглядеть такое пространство, с чего и на какой правовой базе начинать его строительство, существенно отличаются. Сначала России и ЕС предстоит реализовать потенциал, заложенный в Соглашении о партнерстве и сотрудничестве, что позволило бы перейти к формированию зоны свободной торговли и только потом – общего экономического пространства. Весь процесс, по оценке специалистов, займет не меньше двух–трех десятилетий<sup>1</sup>.

Вывод очевиден; России нецелесообразно вступать в ЕС и менять рубль на евро.

---

<sup>1</sup> Борко Ю.А. Отношения России с Европейским Союзом: текущие проблемы и дальние горизонты//Европейский Союз на пороге XXI века... Цит. соч. С.388.

### 4.2.2. Рубль – валюта переходной экономики

Введение евро наводит на серьезные выводы о месте российского рубля в международной валютной системе и на международных финансовых рынках.

Главный из них состоит в том, что в современном мире ликвидность валюты, размер сферы ее обращения и механизм курсообразования тесно связаны. Снижение ликвидности приводит к потере сфер обращения (как на внешнем, так и на внутреннем рынке) и ухудшению условий курсообразования. Повышение ликвидности способствует расширению сфер обращения, повышению степени интернационализации валюты и делает валюту более устойчивой к обесценению. Аналогичным образом сужение сферы циркуляции отрицательно сказывается на ликвидности (падает спрос на валюту на внешних рынках, сокращается глубина и устойчивость рынков, увеличиваются спрэд и волатильность) и механизмах курсообразования. Расширение сферы обращения валюты через те же механизмы положительно влияет на ликвидность и курсообразование (подробнее см. гл. 2).

Переход стран ЕС к единой валюте – это способ решить сразу несколько задач, в том числе:

- значительно расширить сферу обращения национальных денег каждой из входящих в него стран;
- существенно повысить степень интернационализации отечественной валюты;
- изменить в свою пользу механизм курсообразования;
- укрепить международные позиции национальной денежной единицы и дать ей возможность выстоять в жесточайшей конкурентной борьбе между валютами.

В гл. 2 было показано, что все конвертируемые валюты стран с переходной экономикой являются внутренними, вследствие чего их поведение на международных валютных рынках и механизм курсообразования выглядят иначе, чем у валют промышленно развитых стран. Ключевые и доминирующая валюты быстро откликаются на ревальвирующие факторы и могут в той или иной степени противостоять девальвирующим. Внутренние валюты, наоборот, подвержены быстрому обесценению, тогда как традиционные ревальвирующие меры (например, повышение ставки рефинансирования) на их рынках работают очень слабо.

Наиболее уязвимым местом валютных рынков стран с переходной экономикой является их объем (и отсюда – степень развития). Обороты торговли долларом США в 200 раз превышают обороты по таким валютам, как бразильский реал, новозеландский доллар, польский злотый и российский рубль, почти в 500 раз – обороты с чешской кроней, индийской рупией, тайландским батом, в две и больше тысячи раз – с филиппинским песо, индонезийской рупией, турецкой лирой, венгерским форинтом (табл. 4.9). Тринадцать валют развивающихся стран имеют на мировых рынках такую же долю, как рынок одного канадского доллара – 4%. Очевидно, что при таких масштабах рынки рассматриваемых валют не могут быть глубокими, их устойчивость априори намного меньше рынков американского доллара, евро, фунта стерлингов или швейцарского франка.

Еще одним отличием и признаком слабости валютных рынков стран с переходной экономикой и развивающихся стран является их малая диверсификация по видам торгуемых валют. Ликвидные межбанковские рынки обычно существуют в отношении одной–двух иностранных валют – доллара, евро и иногда японской иены. Об этом свидетельствует распределение совершаемых в стране сделок по видам денежных единиц (табл. 4.10). В наиболее развитых странах заметные доли рынка принадлежат другим валютам, кроме доллара и национальной. Например, в Германии прочие пять валют дают 38% оборота, в Швейцарии – 69, в Канаде – 39%. Понятно, что часть этих сделок (нередко подавляющая) образуется благодаря обмену доллара на прочие валюты, т. е. без участия собственно национальных валют. Тем не менее, в этой группе государств регулярно происходит прямой обмен национальных валют на валюты, кроме евро и доллара.

Самым ярким примером моновалютной структуры рынка является Мексика, где 99,9% оборота формируется за счет обмена мексиканских песо на доллары. “Мексиканский синдром” характерен и для других стран. Так, в России на сделки с долларом приходится 98%, на евро – только 9%, из которых 8% – на операции евро–доллар. Собственно сделки евро – рубль оцениваются лишь в 90 млн. долл. в день. Другие валюты практически не обмениваются на рубли: оборот в паре рубль – японская иена составляет не более 27 млн. долл. в день, в паре рубль – фунт стерлингов – 16 млн., в паре рубль – швейцарский франк – 4 млн. долл.<sup>1</sup>. Точно так же чешская крона,

<sup>1</sup> Рассчитано по: Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001. Bank for International Settlements. March 2002. P. 58–60.

венгерский форинт, польский злотый не обмениваются в сколько-нибудь значимых объемах на валюты Великобритании, Швейцарии, Японии, не говоря уже о денежных единицах менее крупных стран.

Таблица 4.9

**Среднедневной нетто-объем валютнообменных операций по валютам развитых и развивающихся стран, апрель 2001 г.**

Валюта	Всего, млн. долл.	Доля в мировом обороте, %
Все валюты	1173066	100,0
В том числе:		
Валюты промышленно развитых стран:		
доллар США	1060441	90,4
евро	441545	37,6
японская иена	266050	22,7
фунт стерлингов	155309	13,2
швейцарский франк	71053	6,1
канадский доллар	52274	4,5
Итого 6 валют	2046672	174,5
Валюты развивающихся стран и стран с переходной экономикой:		
мексиканский песо	10086	0,9
корейская вона	9757	0,8
новозеландский доллар	6725	0,6
польский злотый	6325	0,5
бразильский реал	5239	0,4
российский рубль	4282	0,4
индийская рупия	2840	0,2
чешская крона	2234	0,2
тайландский бат	1859	0,2
индонезийская рупия	552	—
филиппинский песо	502	—
турецкая крона	433	—
венгерский форинт	197	—
Итого 13 валют	51031	4,4

**Примечание.** Оборот очищен от повторного счета местных и трансграничных сделок, совершенных каждым из участвовавших в исследовании дилеров.

**Источник:** Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001. Bank for International Settlements. March 2002. P. 50–53.

Таблица 4.10

**Среднедневной нетто-оборот национальных валютных рынков  
по видам валют, апрель 2001 г.**

Страна	Всего, млн. долл.	Доля отдельных валют в общем объеме сделок, %						
		Доллар США	Евро	Японс- кая ие- на	Фунт стер- лингов	Швей- царс- кий франк	Кана- дский доллар	Австра- лийс- кий доллар
Великобритания	504429	91,6	41,1	17,4	24,4	5,6	3,7	3,4
США	253654	93,2	39,4	26,7	10,2	7,0	7,3	2,8
Япония	146780	92,0	17,7	74,7	3,4	0,9	0,7	3,3
Германия	88469	85,7	63,7	18,2	10,6	7,7	0,6	0,8
Швейцария	70824	85,8	44,6	14,8	8,1	34,2	0,6	1,0
Франция	47972	92,7	72,8	10,3	8,5	6,2	2,5	1,1
Канада	41646	96,3	15,7	8,6	7,9	4,1	61,6	2,3
Россия	9589	98,4	9,0	1,7	1,8	0,8	0,1	0,3
Мексика	8574	99,9	—	—	—	—	—	—
Польша	7534	71,0	3,9	—	—	—	—	—
Индонезия	3857	79,1	9,9	7,1	3,7	1,6	—	23,2
Индия	3416	94,9	8,9	4,5	5,9	1,1	0,1	0,4
Чехия	2028	66,9	51,1	0,6	1,1	0,8	—	—
Таиланд	1896	96,4	4,0	10,8	0,7	0,4	0,1	0,2
Филиппины	1061	99,5	2,3	10,1	0,8	0,4	0,1	0,3
Турция	1042	95,3	67,6	2,2	5,1	1,5	—	—
Словакия	676	84,6	47,8	3,25	2,8	3,8	—	—
Венгрия	581	69,0	80,0	8,9	3,6	2,6	0,9	0,1

Примечание. Оборот очищен от повторного счета местных сделок, совершенных каждым из участвовавших в исследовании дилеров.

Источник: Triennial Central Bank Survey. Foreign exchange and derivatives market activity in 2001. Bank for International Settlements. March 2002. P. 58–59.

При ухудшении экономической ситуации в стране или нарушении равновесия на внутреннем валютном рынке национальная валюта падает в цене по отношению к доллару (или к доллару и евро) и автоматически — по отношению ко всем другим конвертируемым валютам мира, поскольку остальные котировки являются тривиальными кросс-курсами. В аналогичной ситуации валюта промышленно развитой страны (доминирующая, ведущая или резервная) может подешеветь к одной валюте или группе валют и сохранить относительную стабильность по отношению к другим. Так обстояло дело с евро в 1999–2000 гг.: по отношению к доллару, ие-

не, фунту и швейцарскому франку он терял стоимость с разной скоростью. При этом значительная часть импорта стран ЭВС была номинирована в валютах, чья курсовая динамика в той или иной степени коррелировала с траекторией евро. Таким образом, импорт инфляции оказался сравнительно небольшим, а ЕЦБ легко удержал внутренние цены под контролем, несмотря на сильнейшую зависимость региона от внешних поставок нефти и газа.

У стран с переходной экономикой такой “подушки безопасности” нет. Чтобы сохранять валютную стабильность, им во что бы то ни стало надо поддерживать курс по отношению к главной иностранной валюте, что требует *иных методов валютной политики*, нежели те, которые применяются в промышленно развитых государствах.

В Англии до середины 70-х гг. гражданам (виновата, подданным) запрещалось приобретать наличную иностранную валюту сверх установленного крайне низкого лимита. Единственными разрешенными активами в иностранной валюте были зарубежные облигации, которые можно было держать в безналичном виде в особом муниципальном пуле. Во Франции введенный в 1939 г. валютный контроль был постепенно отменен к 1967 г., однако весенние события 1968 г. привели к восстановлению очень суровых валютных ограничений, которые позже несколько раз смягчались и опять усиливались. По свидетельству французского экономиста Мишеля Пейро, в 1983 г. “операции предприятий строго регламентировались в отношении репатриации экспортной выручки, покупки валюты для импорта, покрытия валютных сделок на срок, финансирования инвестиций за границей. Расходы частных лиц за границей подлежали строгому контингентированию; в 1983 г. была даже создана валютная книжка для французов, направлявшихся за границу. Была введена “валюта для ценных бумаг”. Французы, желавшие приобрести иностранные ценные бумаги, обязаны были покупать соответствующую валюту на закрытом рынке, следовательно, по более высокому курсу, чем обычный валютный курс”<sup>1</sup>. Похожая система (с обязательством продажи экспортной выручки) существовала в середине 80 гг. в Норвегии; Италия, Португалия и Греция ограничивали ввоз и вывоз наличной валюты в пределах соответственно 200 тыс. лир, 5000 эскудо и 1500 драхм (что составляло около 130, 30 и 20 долл. США).

<sup>1</sup> Пейро М. Международные экономические, валютные и финансовые отношения. М.: Прогресс, Универс, 1994. С. 291–292.

Последние валютные ограничения страны ЕС отменили в начале 90-х гг. в связи с программой Единого внутреннего рынка, т. е. когда их финансовые рынки были высоко развиты, а валюты адекватно выполняли функции денег на своей территории (некоторые из них и за рубежом). В России становление национальной валюты и валютная либерализация происходили одновременно – все это свершилось буквально за считанные годы. В результате рубль потерял существенную часть внутреннего рынка. Из этого следует, что России нужно иметь эффективный режим валютного контроля. По своей ликвидности рубль еще долгое время будет уступать доллару США и другим иностранным валютам. Поэтому задача властей – создать максимально благоприятные условия для рублевых операций на территории страны. Чтобы обменный курс рубля был стабилен, нужен емкий и стабильный внутренний валютный рынок. Спрос на рубли со стороны владельцев иностранной валюты возникает только внутри страны, ведь рубль – сугубо внутренняя валюта, она не участвует в обслуживании международного оборота. Поэтому для сохранения баланса между спросом и предложением необходимо обеспечить *постоянный и достаточный приток иностранной валюты на внутренний валютный рынок*. Даже при умеренных темпах инфляции рубль может резко подешеветь, если импортерам в какой-то момент не удастся купить необходимое количество иностранной валюты. Повышение курса доллара повлечет рост цен и отрицательно скажется на макроэкономической ситуации, поскольку и для предприятий, и для населения курс рубля – важнейший индикатор социального и экономического здоровья нации.

С конца 1998 г. Банк России регулирует поступление иностранной валюты на внутренний рынок при помощи норматива обязательной продажи экспортной выручки. Это позволяет иметь ровную курсовую динамику и наращивать официальные валютные резервы. В будущем данный механизм может быть скорректирован или видоизменен, однако проблема поддержания ровной курсовой динамики и достаточных валютных резервов сохранится еще долгие годы. Поэтому денежные власти должны располагать средствами (какими бы они ни были по форме), позволяющими эффективно управлять спросом и предложением иностранной валюты и поддерживать их равновесие в долгосрочном плане. Следует быть готовым к тому, что сохранение Россией тех или иных элементов валютного контроля может рано или поздно вызвать негативную реакцию со стороны

МВФ и других зарубежных партнеров. В таком случае российским властям целесообразно занять твердую позицию, предоставив партнерам квалифицированную аргументацию.

Еще один вывод касается режима обменного курса. То, что установленный в России валютный коридор образца 1998 г. не соответствовал экономическим реалиям, теперь уже не требует доказательств. Тем не менее, вопрос о возможной привязке рубля или введении режима валютного управления (currency board) время от времени всплывает на поверхность и обсуждается, если не в практической, то в теоретической плоскости. Опыт Европейского Союза и в особенности кризис ЕВС 1992–1993 гг. показывает, что в современных условиях удерживать курсы в заданных пределах неизмеримо сложнее, чем это было в 70 и 80-е гг. Для продолжительной фиксации курсов требуется тесная координация экономической политики и конвергенция основных макроэкономических показателей. Жесткая фиксация возможна и целесообразна в небольших странах, наподобие Болгарии или Литвы. Эффективность механизма возрастает, если внешнеэкономические связи в значительной степени замыкаются на страну, эмитирующую валюту-якорь. Россия – большая страна, она имеет внешнеэкономические связи со многими государствами, расположенными как в Европе, так и в Азии. Ее экономический цикл не совпадает ни с американским, ни с континентальным западноевропейским. Внутренний валютный рынок России пока трудно назвать зрелым, запас его прочности невелик. Поэтому в обозримой перспективе жесткая фиксация курса рубля нецелесообразна.

России для того, чтобы ее рубль оставался национальной валютой, нужно целенаправленно повышать его ликвидность. Рубль должен полноценно выполнять функции денег, по крайней мере на внутреннем рынке, а в перспективе – и на внешнем<sup>1</sup>. Сейчас для этого требуются две вещи: достаточная сфера обращения и ста-

---

<sup>1</sup> Кстати, принцип ликвидности успешно использовал в ходе своей денежной реформы Петр I. В эпоху металлического стандарта одним из главных показателей ликвидности было удобство монеты для обмена (как мы видели это на примере немецких монетных союзов середины XIX в.). До Петра, при его отце Алексее Михайловиче, серебряная копейка весила чуть более 0,4 г. Петр целенаправленно снизил ее массу до 0,28 г и с 1704 г. начал чеканку нового русского рубля массой 28 г. Именно такую массу имел талер, который тогда являлся основной единицей в международной торговле. Благодаря реформе рубль был признан за границей как полноценный талер и быстро утвердился на мировом рынке.



бильный курс. От объема и степени развития рынка рублевых операций, а также от емкости российских финансовых рынков зависит состоятельность рубля как денег. Сильный рубль – это не котировка (6 или 30 руб. за 1 долл.) и не только покупательная способность (отношение курса к ППС). Сильный – это такой рубль, который будет на территории России не менее эффективным средством накопления и обращения, чем иностранные валюты. Для этого нужен стабильный и предсказуемый курс. При постоянном снижении курса функции рубля будут постепенно отмирать. Конечный пункт такого маршрута – потеря национальной валюты<sup>1</sup>.

Под этим углом зрения решается вопрос о том, следует ли России в борьбе с долларизацией отечественной экономики пойти на ее известную “евроизацию”. Здесь действует простой принцип: использование евро как средства обращения и накопления может происходить за счет доллара, но ни в коем случае не должно идти в ущерб российскому рублю, “отнимать” занятые им на сегодня сферы обращения (что в решающей степени будет зависеть от стабильности рубля и его способности выполнять функции денег в разных секторах экономики).

Допустить евро во внутренний оборот было бы непопозволи-тельной щедростью в отношении Евросоюза, который, как и США в случае с долларизацией, получил бы от России беспроцентный бессрочный кредит и доходы от сеньоража. России полезно диверсифицировать валютную структуру экспорта, импорта и движения капитала, расширяя использование евро во *внешних* расчетах.

### 4.3. Европейский опыт и пути валютной интеграции в СНГ

Мировая история знает множество валютных союзов. Одни из них существовали десятилетиями (например, союз между Бельгией и Люксембургом, зоны фунта и франка) и выполнили возложенные на них функции (как Скандинавский монетный союз или Европейский платежный союз), тогда как другие были разрушены изнутри (Латинский монетный союз) или вовсе остались на бумаге (План Вернера в ЕС, Центральноамериканский валютный союз или валют-

---

<sup>1</sup> Буторина О. России нужна валютная стратегия... С. 65.

ный союз Западной Африки<sup>1</sup>). Однако на сегодня нет стройной экономической теории, которая позволяла бы составить ясное представление о необходимых условиях и принципах валютной интеграции.

Системный взгляд на валютную интеграцию нужен сейчас больше, чем когда бы то ни было: в условиях глобализации многие регионы мира создают или пытаются создать региональные валютные объединения. Появление единой валюты в Западной Европе и долларизация в Америке – только часть общей картины. В АСЕАН для внешних расчетов планируется ввести коллективную единицу на базе сингапурского доллара. 15 стран Экономического сообщества Западной Африки (ЭКОВАС) на рубеже 1999–2000 гг. утвердили программу перехода к коллективной денежной единице – афро<sup>2</sup>. О совместном снижении темпов инфляции (что создает условия для валютной интеграции) договорились министры финансов стран Меркосур<sup>3</sup>. Различные версии валютной интеграции апробируются в СНГ. Теория валютной интеграции – которую еще только предстоит разработать – может иметь несколько источников. Во-первых, это теория оптимальной валютной зоны (в разд. 1.4 было показано, что она лишь отчасти описывает движущие силы процесса<sup>4</sup>); во-вторых, закономерности интеграции вообще, вытекающие из суще-

---

<sup>1</sup> Соглашение о Центральноамериканском валютном союзе было подписано в 1964 г. Гватемалой, Коста-Рикой, Никарагуа и Сальвадором. Планировалось, что участники будут тесно координировать валютную и денежно-кредитную политику, с тем чтобы в итоге создать валютный союз. В 1975 г. 16 стран ЭКОВАС создали Западноафриканскую клиринговую палату, которую к 1990 г. планировалось трансформировать в валютный блок с единой валютой и общим эмиссионным центром. См.: Шмелев В.В. Экономические группировки развивающихся стран // Экономико-статистический справочник. М.: Мысль, 1984. С. 142, 150.

<sup>2</sup> Афро предполагается ввести в 2004 г., для чего уже согласованы экономические критерии, обязательные для выполнения будущими членами союза, и принято решение о создании валютного института – прообраза будущего единого центрального банка.

<sup>3</sup> Меркосур – латиноамериканский общий рынок; в него входят Аргентина, Бразилия, Парагвай, Уругвай, а также Боливия и Чили в качестве ассоциированных членов. В ближайшее время государства-члены договорились снизить инфляцию до 5% в год, а после 2006 г. – до 3%.

<sup>4</sup> По этому поводу известный английский экономист Чарльз Гудхарт замечает, что процессы на территории бывшего СССР не могут быть объяснены при помощи данной теории. Если советские республики составляли оптимальную валютную зону, то они должны были составлять ее и после распада Союза. См.: Goodhart C. The Two Concepts of Money, and the Future of Europe // Optimum Currency Areas. New Analytical and Policy Developments / Blejer M.I., Frenkel J.A., Leiderman L., Razin A. (eds.). IMF, 1997. P. 92.

ствующего мирового опыта; в-третьих, история валютных блоков, особенно последнего времени.

Всестороннее и взаимоувязанное исследование перечисленных областей, так же как и рассмотрение политических факторов валютной интеграции (без которых она просто не может состояться), явно выходит за рамки данной работы. Здесь же ставится скромная задача – сформулировать те экономические правила и принципы валютной интеграции, которые возможно проследить на материале Западной Европы и рассмотреть их в контексте СНГ.

### 4.3.1. Типы валютных блоков

В экономической литературе давно идет спор о том, может ли валютный союз существовать без экономического и политического союзов<sup>1</sup>. Одни авторы настаивают, что все эти три формы должны более или менее совпадать по времени, другие (приводя примеры успешных валютных блоков, предшествовавших экономической и политической консолидации, как, скажем, союз германских земель в середине XIX в. и Европейский платежный союз – см. разд. 1.1), полагают, что при надлежащей организации валютное объединение может действовать самостоятельно. Чтобы понять, насколько верны или нет эти утверждения, прежде стоит уточнить, о какой валютной интеграции мы говорим в том или ином случае. Зададимся вопросом: все ли валютные объединения представляют собой суть одно и то же или они отличаются по форме и по природе?

Опыт европейского валютного сотрудничества и наиболее известные факты из истории других регионов позволяют выделить пять основных типов валютных блоков:

1. Экономический и валютный союз с единой валютой, которая заменяет собой национальные денежные единицы государств-членов.
2. Объединение с коллективной расчетной единицей, которая существует наравне с национальными деньгами государств-членов и используется в основном для внешних расчетов.

---

<sup>1</sup> Дискуссия о возможности существования валютного союза без экономического возникла еще в 50-е гг., а полемика о соотношении валютного и политического союзов развернулась в начале 90-х гг., когда ЕС приступил к реализации программы ЭВС. Особенно острой критике планы ЕС были подвергнуты в США, главным теоретическим аргументом некоторых был тезис о невозможности построить валютный союз без политического. Данную точку зрения разделяли также некоторые европейские ученые и политики. Подробнее см. разд. 4.1.

3. Взаимное соглашение между независимыми государствами об использовании их национальных денежных единиц в качестве законного платежного средства на территории каждого из них.

4. Взаимное соглашение между независимыми государствами о переходе на денежную единицу одного из них.

5. Одностороннее решение государства о замене национальной денежной единицы валютой другого государства.

Сведения о предпосылках и инструментах данных типов валютных блоков, а также о примерах объединений каждого вида приведены в табл. 4.11.

Стоит сразу оговориться, что здесь речь идет о валютных блоках в их традиционном понимании. Более мягкие формы валютных объединений могут возникнуть на базе соответствующих режимов валютных курсов, если одна или несколько стран в течение длительного времени фиксируют курс национальной валюты по отношению к валюте другой страны. Например, австрийский шиллинг долгое время был прикреплен к немецкой марке с очень узким диапазоном колебаний, многие страны ЦВЕ практикуют ту или иную форму привязки национальных валют к евро. Жесткая привязка, особенно в форме валютного управления (*currency board*), может явиться последним шагом на пути к замене национальной валюты на иностранную. И все же подобные взаимосвязи едва ли можно рассматривать как подлинные валютные блоки. Во-первых, как уже говорилось, начиная с 90-х гг. жесткая фиксация курса сопряжена с большими рисками и финансовыми затратами, во-вторых, все больше стран переходят к плавающим курсам и, в-третьих, нередки случаи, когда страна меняет валюту-якорь или привязывает национальную денежную единицу к корзине валют.

Классическим и притом единственным на сегодня примером первого варианта валютного объединения является Экономический и валютный союз ЕС. Евро – первая в мире денежная единица, интернациональная уже по своему происхождению, а не только по географии обращения, поскольку с самого начала является национальной сразу для одиннадцати государств<sup>1</sup>. Несмотря на внешнее сходство ЭКЮ и евро, их экономическая природа различна. ЭКЮ была коллективной денежной единицей, тогда как евро – единая валюта с полным набором функций. ЭКЮ существовала *одновременно* с на-

<sup>1</sup> Шенаев В.Н. Евро играет ключевую роль в становлении новой мировой валютной системы // ЕВРО. 1999. № 8. С. 26–27.

циональными деньгами, а единая валюта введена *взамен* их. С января 1999 г. национальные валюты стали не чем иным, как выражением евро, его десятичными номинациями. С ЭКЮ было все наоборот: ее курс определялся на основе входящих в корзину валют и менялся в зависимости от их колебаний. Созданная для нужд Европейской валютной системы, ЭКЮ в основном использовалась в межгосударственных расчетах, ее частное применение все же оставалось ограниченным, она никогда не была всеобщим эквивалентом.

В гл. 1 подробно объяснялось, что переход к единой валюте невозможен без экономической конвергенции, поскольку разнонаправленная экономическая динамика государств-членов не позволит им жестко зафиксировать курсы национальных денежных единиц. Кроме того, валютный союз с единой валютой представляет собой высшую стадию интеграции. Поэтому переход к нему возможен только после того, как региональная группировка прошла предыдущие стадии: зону свободной торговли<sup>1</sup>, таможенный союз, единый (общий) внутренний рынок. Ю.В. Шишков пишет по этому поводу: "... объективно выстраивается такая последовательность [интеграции]: зона свободной торговли – таможенный союз – общий рынок товаров, услуг и факторов производства – экономический союз – валютный союз". И продолжает: "... изложенная выше последовательность этапов обязательна хотя бы уже в силу того, что действенная координация бюджетной, социальной, финансовой и других ключевых аспектов внутриэкономической политики государств-членов невозможна в отсутствие единого рыночного пространства, которое существенно ускоряет нивелирование инфляционных процессов, национальных уровней оплаты труда, процентных ставок и других условий... *Поэтапность процесса интегрирования является стержнем и основополагающих документов ЕС, и повседневной практики*"<sup>2</sup>.

Группировки второго типа, т. е. с коллективной валютной единицей, довольно многочисленны. Но даже в тех случаях, когда они именуют себя валютными союзами, по своей природе они ко-

---

<sup>1</sup> В истории Европейского союза зоны свободной торговли как таковой не было, участники ЕЭС сразу приступили к формированию таможенного союза. Этот факт, однако, не умаляет дальнейшего вывода: экономический и валютный союз с единой валютой невозможен без единого внутреннего рынка, которому объективно предшествует таможенный союз.

<sup>2</sup> Шишков Ю.В. Европейская интеграция и СНГ: Западный образец и его отражение в восточном зеркале // Развитие интеграционных процессов в Европе и Россия. М.: ИНИОН РАН, 1997. С. 181.

Таблица 4.11  
**Типы валютных блоков, их инструменты и предпосылки в современных условиях**

Типы блоков	Инструменты				Предпосылки			Примеры блоков
	Новая денежная единица	Расчетная паритетная валюта	Единая денежно-кредитная политика	Жесткая фиксация курсов	Экономическая конвергенция	Единый внутренний рынок <sup>a</sup>		
Валютный союз с единой валютой	✓		✓	✓ <sup>b</sup>	✓	✓	ЭВС	
Объединение с коллективной денежной единицей специального значения	✓	✓					Союзы Ганзы, Скандинавский и Немецкий 1857 г., ЕПС, ЕВС, СЭВ	
Объединение с параллельной циркуляцией национальных валют			✓	✓	✓	✓	Латинский союз, союз Бельгии и Люксембурга	
Согласованная замена национальных валют на одну из них			✓	✓	?	✓	Союзы Баварии и Пруссии 1837 – 1838 гг.	
Односторонняя замена национальной валюты на иностранную			✓ <sup>c</sup>				Панама, Монако, Лихтенштейн, Сан-Марино, Эквадор, Черногория	

<sup>a</sup> Свобода передвижения товаров, услуг, капиталов и лиц; <sup>b</sup> В ЭВС жесткая фиксация курсов предшествовала введению евро (май 1998 г.), она действовала до января 2002 г. – вплоть до окончательного перехода на единую валюту; <sup>c</sup> В данном случае единообразие денежно-кредитной политики достигается не путем согласованных действий, а за счет одностороннего восприятия одним государством денежно-кредитной политики и валюты другого.

<sup>П р и м е ч а н и е.</sup> Единая денежно-кредитная политика в современных условиях подразумевает наличие единого эмиссионного центра. В ЕВС наряду с расчетной единицей существовал коллективный механизм поддержания обменных курсов, который, однако, нельзя назвать жесткой фиксацией.

ренным образом отличаются от объединений с единой валютой. Повторюсь: коллективная валюта, в отличие от единой, не заменяет национальные деньги и имеет более ограниченную по сравнению с ними сферу циркуляции, которая определяется специфическими задачами данного объединения. Ганзейский валютный союз, с описания которого начинается гл. 1, явился первым известным случаем создания коллективной денежной единицы. Чеканка коллективных денег – зекслингов и дрейлингов – была начата для того, чтобы облегчить обмен товарами между городами Ганзы. Другими словами, они предназначались для внешнего, а не для внутреннего оборота, хотя одно не исключало другого. В Европейском платежном союзе имелась своя коллективная расчетная единица, приравненная по стоимости к доллару США (по сути, доллар выполнял функцию меры стоимости, но не использовался как средство платежа и обмена). В Европейской валютной системе также имелась специально созданная коллективная денежная единица – ЭКЮ. Своя расчетная единица – переводной рубль – была и у экономического блока социалистических стран – СЭВ.

К этому же типу объединений относятся Валютный союз Центральной Африки и Западноафриканский валютный союз, образованные на базе зоны франка. Их расчетной единицей является франк КФА, который используется для внешних расчетов между государствами-членами. По аналогичному сценарию намерены выстраивать валютное объединение страны АСЕАН: там основой коллективной расчетной единицы станет сингапурский доллар.

Валютные блоки третьего типа, предусматривающие обращение одних денежных единиц на территории других, возникли почти одновременно с появлением монет (например, Беотийский союз – см. разд. 1.1). На тех же принципах действовал Латинский монетный союз. Сейчас подобная организация практически не встречается, единственным ее современным примером являлся союз между Бельгией и Люксембургом 1921 г. Думается, что и дальше эта модель не станет распространенной, поскольку предполагает наличие фиксированного паритета. При металлическом стандарте паритет существовал априори, что, в частности, позволило Швеции, Норвегии и Дании по существу объединить зоны циркуляции национальных денег еще до заключения в 1872 г. Скандинавского монетного союза. При плавающих курсах, чтобы установить безотзывные фиксированные паритеты, нужны единая экономическая и денежно-

кредитная политика и соответственно единый эмиссионный центр. Не случайно, Люксембург не имел центрального банка вплоть до 1998 г., когда он был образован в соответствии с правилами Европейской системы центральных банков.

Пример союза Бельгии и Люксембурга примечателен еще и тем, что в 80–90-е гг. Бельгия почти постоянно сводила государственный бюджет со значительным дефицитом, в результате чего у нее образовался огромный государственный долг. Люксембург же имел нулевое или положительное сальдо госбюджета и незначительный государственный долг. Однако это никак не мешало существованию валютного объединения, возможно, благодаря миниатюрным размерам Люксембурга. В целом же для фиксированных курсов нужно, чтобы участвующие в соглашении государства имели низкие темпы роста цен и соответственно придерживались жесткой бюджетной дисциплины.

Многостороннее соглашение двух или нескольких государств о переходе на денежную единицу одного из них – также довольно редкая форма валютного блока. На немецких землях она предшествовала их политическому объединению в 1871 г. Подобный союз планируется создать между Россией и Белоруссией. Ныне при плавающих курсах это, безусловно, потребует централизации денежно-кредитной политики и эмиссии. Что касается предварительной конвергенции экономических показателей, то данный вопрос мало исследован. Понятно, что согласование экономической политики и разработка общего экономического курса, предусматривающего, помимо прочего, низкие темпы инфляции и минимальный уровень дефицита государственного бюджета, облегчат создание валютного объединения. Однако является ли это обязательным условием и до какой степени – пока ответить трудно.

Об одностороннем переходе одних стран на валюту других говорилось применительно к процессам асимметричного вытеснения одних валют другими (см. разд. 2.3.1). Этот тип не предусматривает сколько-нибудь равноправного сотрудничества и взаимодействия. В упрощенном виде он представляет собой сделку: национальный суверенитет в обмен на устойчивую и высоколиквидную валюту. Эксперты МВФ, чье мнение трудно считать независимым, полагают, что полная долларизация устраняет риск резкой девальвации национальной валюты и таким образом способствует притоку капиталов в страну, а также значительному понижению ставки по внешним займам.



Это, в свою очередь, снижает нагрузку на государственный бюджет и благоприятствует экономическому росту. В их представлении, долларизация также стимулирует процессы финансовой интеграции с Соединенными Штатами и миром в целом. Прямыми экономическими убытками от долларизации называют: потерю эмиссионного дохода (сеньоража), затраты на выкуп находящихся в обращении национальных денежных знаков и отказ от девальвации в конкурентных целях<sup>1</sup>. Куда более серьезными являются не прямые долгосрочные убытки, на которых специалисты МВФ предпочитают не заострять внимание. Заменяв национальную валюту на иностранную, страна теряет всякий контроль над внутренним денежным обращением. После такого шага ей приходится в одностороннем порядке приспособляться к колебаниям экономического цикла более сильного государства и к курсовой динамике его валюты.

Из табл. 4.11 видно, что различные типы валютных союзов существенно отличаются друг от друга как по механизму, так и по условиям, необходимым для их создания. Соответственно отличается и набор целей, которые ставят перед собой участники этих блоков. Так, при переходе на единую валюту они включают: повышение эффективности макроэкономической политики на едином экономическом и финансовом пространстве союза, существенное укрепление стратегических позиций объединения в мире; значительное повышение стабильности и ликвидности своей валюты, а также степени ее интернационализации, изменение в свою пользу механизма курсообразования. При введении коллективной расчетной единицы основными целями являются: организация эффективной системы внешнеэкономических расчетов; преодоление нехватки средств в высоколиквидных иностранных валютах. Когда страна вводит зарубежную валюту вместо национальной, она таким образом преодолевает хроническое недоверие к национальной валюте и восстанавливает нормальное денежное обращение. Государство, чья валюта заимствуется, усиливает свое влияние в мире и приобретает дополнительный источник спроса на национальные деньги.

Проведенная систематизация позволяет сделать еще несколько выводов. Во-первых, валютный союз с единой валютой является наиболее сложной формой организации валютного блока, его члены обя-

---

<sup>1</sup> *Berg A., Borensztein E.* The Pros and Cons of Full Dollarization // IMF Working Paper WP/00/50. Wash, 2000. March. P. 5, 29.

зательно должны пройти предшествующие стадии интеграции и достичь высокой степени макроэкономической конвергенции. Во-вторых, для фиксированных курсов необходимы тесная координация экономической политики и конвергенция важнейших макроэкономических показателей. Это стало особенно актуально с начала 90-х годов, когда мобильность капитала резко возросла и вместе с ней – потенциальные возможности спекулянтов атаковать ту или иную валюту (подробнее см. разд. 1.1.3). В-третьих, вопреки широко распространенному представлению, не каждое валютное объединение требует введения фиксированных курсов (жесткой фиксации или введения коридора, наподобие того, как это было в “валютной змее” и ЕВС). В принципе коллективная расчетная единица может существовать и без такой привязки (на таких условиях, например, действовала ЕРЕ). Конечно, если главной целью валютного блока является обеспечение бесперебойных многосторонних расчетов, то узкий коридор курсовых колебаний будет в высшей степени желателен. Однако отсутствие курсовой стабильности не может само по себе явиться непреодолимым препятствием, особенно если платежи проводятся в режиме реального времени (что препятствует возникновению курсовой разницы). Наконец, исторический опыт показывает, что валютные группировки по первому и четвертому типу создают условия для продвижения участников к политическому союзу и стимулируют это продвижение.

И последнее: в зависимости от конкретных обстоятельств конфигурация валютного блока может изменяться, а также включать в себя элементы различных типов. Так, коллективная денежная единица сочеталась в ЕВС с механизмом фиксированных курсов, а в Скандинавском монетном союзе – с циркуляцией валют одних стран на территории других.

### **4.3.2. Европа и СНГ: условия и формы валютной интеграции**

Цель данного раздела – разобраться, может ли СНГ следовать примеру ЕС и воссоздать на своей территории те или иные формы валютного сотрудничества, свойственные Западной Европе. Там, как известно, валютная интеграция прошла через следующие этапы:

- Европейский платежный союз – 1950 г.
- “Валютная змея” – 1972 г.
- Европейская расчетная единица – 1975 г.

- Европейская валютная система – 1979 г.
- Экономический и валютный союз – 1999 г.

Начнем с самой крупной проблемы: может ли СНГ, пусть в долгосрочной перспективе, образовать экономический и валютный союз и ввести единую валюту, аналогичную евро? Доказано, что валютный союз возможен только вкуче с экономическим, и прежде участники региональной группировки должны пройти все более ранние стадии экономической интеграции: зону свободной торговли, таможенный союз, общий рынок. Данная очередность – непреложный закон интеграции, о чем не раз писали многие российские ученые. Так, Ю.А. Борко подчеркивает: “Региональная интеграция, сколь ни была бы она необходима, не терпит поспешности. Любые попытки нарушить последовательность задач или действий, перепрыгнуть через этап и т.п., как правило, оборачиваются неудачей и зачастую дискредитацией самой идеи интеграции”<sup>1</sup>. В ЕС первый проект валютного союза – так называемый “план Вернера” – был, выдвинут еще в 1970 г. Он предусматривал введение единой валюты уже в 1980 г. Однако план провалился и не только из-за мировых финансового и энергетического кризисов, но и из-за того, что страны ЕЭС попросту не дозрели для подобного шага, у них не было соответствующих механизмов координации экономической и денежно-кредитной политики (см. разд. 1.1.2).

Значит, путь стран СНГ к единой валюте неминуемо лежит через таможенный союз и единый внутренний рынок (предусматривающий полную свободу движения товаров, услуг, капиталов и лиц). Но, как известно, принятые в СНГ программы таможенных союзов уже который год пробуксовывают. Пока эта стадия не пройдена, нет реальных оснований для создания единого внутреннего рынка и уж тем более – валютного союза. Дело здесь не только и не столько в недостатке политической воли и изъянах коллективной политики, сколько в объективных предпосылках. По большому счету, в СНГ изначальные условия для интеграции заметно хуже, чем в ЕС. В подготовленной Институтом Европы РАН фундаментальной монографии “Европейский Союз на пороге XXI века” указывается, что европейская интеграция созрела и развивалась в особенных условиях, без которых ее успех был бы невозможен даже при самых

<sup>1</sup> Борко Ю. Что такое Европейский Союз? Некоторые основные сведения? 1950–1995 / Рабочие документы Делегации Европейской комиссии в Москве. М., 1995. С. 5.

мудрых политических решениях. Ни в одной другой группировке мира нет такой совокупности факторов, благоприятствующих интеграции, какими с самого начала располагала Западная Европа. Наиболее важные из них:

- высокоразвитая рыночная экономика;
- полицентрическая структура;
- особая культурная и историческая общность<sup>1</sup>.

Высокоразвитая рыночная экономика включает три составляющие: мощный промышленный потенциал, рыночный тип хозяйства и однородность институциональной структуры экономики. Без развитой индустрии невозможны *внутриотраслевая* кооперация и торговля. Только специализация и кооперация в технически сложных производствах накрепко привязывают партнеров по группировке друг к другу. Если разные страны являются звеньями единой технологической цепи, отношения между ними могут выдержать самые тяжелые испытания. Результатом такой взаимозависимости является интенсивное развитие не столько *межотраслевой*, сколько *внутриотраслевой* торговли. Способность государств-участников удовлетворять потребности других в высокотехнологичной продукции – важнейшее условие целостности группировки, залог того, что ее участники не будут отдавать предпочтение партнерам извне.

В эпоху СССР между его республиками существовали тесные производственные взаимосвязи. Однако, во-первых, взаимосвязи в административной, плановой экономике и в рыночной экономике – вещи принципиально разные. Во-вторых, интеграция между регионами одного государства и между независимыми государствами – явления совершенно разные по природе и логике развития<sup>2</sup>. То, что хорошо для регионов одной страны, оказывается неприемлемым для независимых стран. Ныне структура внешней торговли России и стран ближнего зарубежья, кроме российских поставок топлива, очень похожа. За границу в основном вывозится сырье, сельхозпродукция, полуфабрикаты. На заработанное импортируются техника, химические товары, медикаменты, высококачественные изделия и

---

<sup>1</sup> Борко Ю., Буторина О. От Европейского Союза – к Соединенным Штатам Европы? В кн.: Европейский Союз на пороге XXI в. / Под ред. Ю.А. Борко и О.В. Буториной. М.: УРСС, 2001. С. 432.

<sup>2</sup> Буторина О. Российская экономика в мировых интеграционных процессах // Профессионалы за сотрудничество. М.: РОО «Кеннан», ООО ЧеРо, 2000. Вып. 4. С. 74–81.

передовые технологии, которые в СНГ пока никто не производит. В период формирования ЕЭС у всех его участников доля внутриотраслевой торговли в общем товарообороте с партнерами уже составляла от 40 до 60%<sup>1</sup>. Теперь она в большинстве стран колеблется от 60 до 80%<sup>2</sup>.

СНГ начинается с более низкой отметки. У России, например, на внутриотраслевой оборот приходится только 29% ее торговли с государствами СНГ, у Белоруссии – 24%, Казахстана – 34%. (Кстати, в этом плане показательна история Скандинавского монетного союза. Там, как говорилось в разд. 1.1.1, создание единого денежно-кредитного пространства не привело к росту взаимной торговли, поскольку экспортные потенциалы стран-участниц не дополняли друг друга.) Вполне закономерно, что после распада Советского Союза его бывшие республики стали переориентировать торговые потоки на третьи страны. Доля партнеров по группировке в общем экспорте СНГ упала с 70% в 1990 г. до 30% в 1999–2000 гг. (в ЕС она составляет более 60%). В основе этой тенденции – хозяйственная необходимость, которую не изменить межгосударственными соглашениями<sup>3</sup>. Здесь, однако, надо учитывать специфику переходной экономики. В конце 90-х гг. процессы дезинтеграции в СНГ, по всей видимости, достигли апогея, тогда же появились первые признаки восстановления части утраченных взаимосвязей.

Даже в послевоенный период, когда зарождалась европейская интеграция, будущие члены ЕС представляли собой самую передовую в индустриальном плане часть континента и занимали по этому показателю второе место в мире. В СНГ положение иное. Интеграция аграрно-сырьевых стран нецелесообразна и трудно осуществима в практическом плане. Такие страны, производящие не столько взаимодополняющие, сколько конкурирующие друг с другом товары с невысокой степенью обработки, объективно не заинтересованы во взаимной торговле. Будучи конкурентами по отношению друг к другу, они, по сути, не имеют мотивов для взаимного снижения таможенных барьеров и открытия рынков<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> В 1958 г. этот показатель равнялся: в Германии – 47%, Франции – 61, Италии – 42, Нидерландах – 50, Бельгии и Люксембурге – 54%. *Molle W.* Op.cit. . P. 130.

<sup>2</sup> За исключением Греции и Португалии, где она составляет 30–40%. Там же.

<sup>3</sup> *Буторина О.* Интеграция СНГ: применим ли опыт Европейского Союза? // Свободная мысль. 1999. № 6. С. 44–45.

<sup>4</sup> *Шишков Ю.В.* Цит. соч. С. 176.

В числе негативных факторов, действующих в СНГ, следует выделить такие, как различия в институциональной структуре хозяйства, отсутствие традиций рыночной экономики. В России нынешнее поколение учится ее правилам с нуля. В других странах СНГ, особенно неевропейских, ситуация еще сложнее. В азиатских республиках устои плановой экономики консервируются традициями семейственности, во многих регионах сохраняются докапиталистические, феодальные формы хозяйства. В удаленных сельских районах люди живут по неписаным патриархальным законам в условиях натурального хозяйства. Вместе с тем интеграция неразрывно связана с типом производственных отношений. Именно поэтому СЭВ и ЕС так сильно отличались друг от друга. Одним из важнейших условий региональной интеграции является однородность социально-экономического устройства государств-членов. Многоукладность экономики – сильнейший тормоз интеграции, о чем, в частности, свидетельствует опыт АСЕАН и Меркосур. Надо констатировать, что пока в мире нет примера успешной интеграции стран с разными системами собственности.

Естественное преимущество ЕС – наличие в группировке нескольких сильных стран примерно одного размера. Вначале это были Франция, Германия и Италия, позже к ним добавились Великобритания и, отчасти, Испания. Именно это дало возможность создать полицентрическое объединение. Данная особенность Евросоюза уникальна. Аналогичной ситуации пока нет ни в одной другой интеграционной группировке мира<sup>1</sup>. В СНГ на Россию приходится половина населения и  $\frac{2}{3}$  совокупного ВВП всех 12 стран-членов. Поэтому в СНГ объективно не существует основы для создания наднациональных институтов интеграции, подобно тем, которые имеются в ЕС (Совет ЕС, Европейская комиссия, Суд, Европарламент). В СНГ было бы чрезвычайно сложно договориться о распределении голосов в едином законодательном органе, принимающем решения, обязательные для всех стран-членов. Если предоставить

---

<sup>1</sup> Например, в НАФТА Мексика и Канада несравнимо больше ориентированы на США, чем друг на друга. В Меркосур Бразилия дает 60% общего ВВП. В АСЕАН ВВП распределяется более равномерно (на Индонезию и Таиланд приходится примерно по 30%, Малайзию и Сингапур – по 14, Филиппины – 11 и Вьетнам – 4%), но разница в благосостоянии огромна: в Малайзии ВВП на душу населения в 10 раз меньше, чем в Сингапуре, и в 5 раз больше, чем в Индонезии. См.: Борко Ю., Буторина О. Цит. соч. С. 434.

России голоса в соответствии с ее населением и экономическим весом, у других членов СНГ не останется возможности влиять на ситуацию, они будут обвинять ее в диктате и потеряют интерес к интеграции. Если распределить голоса по принципу “одна страна – один голос”, то Россия не сможет адекватно представлять интересы своего населения на уровне СНГ. В принципе промежуточный, компромиссный вариант полностью не исключен, однако его реальное воплощение требует сильной политической воли и высокой культуры межгосударственных отношений.

Но и в Евросоюзе проблема разновеликости – одна из самых взрывоопасных. Малые страны протестуют против засилья крупных, а те, в свою очередь, недовольны тем, что в руководящих органах квоты малых стран завышены. Многомесячные межправительственные конференции, на которых обсуждаются пути институциональной реформы ЕС, проходят в обстановке острых дискуссий и дают очень скромные результаты. Вместе с тем, наличие надгосударственных органов – не обязательное условие интеграции. Сотрудничество между странами вполне может развиваться на основе двусторонних и многосторонних контактов, как это происходит в НАФТА и АСЕАН. Там решения принимаются не централизованно, а на межгосударственном уровне, что дает простор для маневра, избавляет малые страны от давления, лидеров – от экономического бремени, а всех вместе – от громоздкой бюрократии. Такая модель – единственно реальный путь для СНГ. Правда, в подобном случае интеграция имеет заметные ограничения. Без обязательных для всех решений трудно представить себе общую экономическую и тем более денежно-кредитную политику.

Что касается исторической общности, то здесь суммы “активов” Западной Европы и СНГ приблизительно равны. В ЕС интеграция основывалась на таких факторах, как сформировавшееся правовое государство, многовековой опыт совместного существования народов в условиях чрезвычайно высокой плотности населения, культурная и во многом религиозная общность, давние традиции европейской идеи и, наконец, горькие уроки Первой и Второй мировых войн.

Сильной стороной СНГ, безусловно, является наличие общего языка. На русском все еще говорит значительная часть граждан Содружества, на нем, как правило, ведутся переговоры и деловая переписка между предприятиями разных стран Содружества. Эта прак-

тика особенно широко распространена в финансовом секторе, где многие термины просто не существуют на национальных языках. Кроме того, элита, сформированная за советское время в бывших республиках, во многом смогла воспринять европейские взгляды и традиции, объединив их с чисто национальными; множество граждан титульной национальности, особенно высококвалифицированные специалисты, стали носителями евразийской культуры. Несомненным плюсом СНГ являются унаследованные от СССР единая инфраструктура, в том числе общая транспортная сеть, а также система и традиции подготовки кадров.

И все же, суммируя сказанное, следует признать: в СНГ нет предпосылок для того, чтобы в обозримом будущем пройти все ступени интеграции, необходимые для создания экономического и валютного союза. Этому объективно препятствуют недостаточное развитие промышленного потенциала, разное социально-экономическое устройство, многоукладность и отсутствие полицентрической структуры. Характерно, что данную точку зрения разделяют не только представители науки, но и эксперты-практики. Так, старший советник Исполнительного секретариата Содружества Н. Шумский пишет: «Значительные различия в уровне социально-экономического развития государств, направленности и темпах проводимых экономических и политических реформ, внешнеполитических и внешнеэкономических ориентаций, неурегулированные межгосударственные и межнациональные конфликты не создают благоприятных внутренних и внешних условий для интеграционных процессов в СНГ. На постсоветском пространстве пока нет тех стимулов, которые имелись и привели к успеху интеграцию в рамках ЕС»<sup>1</sup>. На данном этапе в СНГ было бы невозможно провести конвергенцию макроэкономических показателей, аналогичную той, что предшествовала введению евро в ЕС. Так, в июне 2002 г. ставка рефинансирования составляла в Азербайджане, Таджикистане, Казахстане, Киргизии и Молдове 8–13%, в Армении, России, Туркмении и Узбекистане – 19–30, а в Белоруссии – 50%<sup>2</sup>.

Вместе с тем участникам Содружества нет смысла создавать замкнутую валютную зону по типу ЭВС уже потому, что основная часть их внешней торговли приходится на третьи страны. В Рос-

---

<sup>1</sup> Шумский Н.Н. Интеграция в Содружестве Независимых государств: проблемы и перспективы // Мировая экономика и международные отношения. 1999. № 11. С. 79.

<sup>2</sup> Финансовое содружество, информационный бюллетень. 2001. № 5(17). С.21.



сии, например, туда направляется более 80% экспорта. Вдобавок, значительную долю внутрорегиональной торговли составляют нефть и газ, оплата за которые традиционно производится в долларах США (что, правда, не исключает перехода на национальные валюты в будущем).

Если единая валюта недостижима (и на данном этапе нецелесообразна), может быть, Содружеству есть смысл сосредоточиться на формах валютной интеграции, предшествовавших ЭВС, например, разработать механизмы, подобные Европейской валютной системе или “валютной змее”?

Попробуем разобраться. ЭВС, равно как и “валютная змея”, предусматривали привязку курсов. В СНГ при двустороннем характере внешнеэкономических связей многосторонняя увязка курсов не принесет тех же выгод, что и в ЕС. При этом затраты будут гигантскими: при разнонаправленных экономических курсах, слабых валютах и высокой мобильности капиталов потребуются такие фонды для интервенций, размер которых трудно представить. Как уже говорилось, за 11 месяцев кризиса ЭВС центральные банки Западной Европы израсходовали на интервенции 150 млрд. долл.

Сейчас валютные резервы всех 12 стран СНГ составляют  $\frac{1}{3}$  этой суммы. Стоит вспомнить, что в ЭВС интервенции в поддержку той или иной валюты были двусторонними. Если итальянская лира дешевела по отношению к немецкой марке, то Банк Италии скупал лиры, а Бундесбанк продавал марки. В первой половине 2002 г. золотовалютные резервы России превысили 40 млрд. долл., а у остальных стран Содружества они на один-два порядка ниже. Так, в Казахстане они составляют 4 млрд., на Украине – 4 млрд., в Молдове и Белоруссии – менее 400 млн. долл. Поэтому интервенции никак не смогут быть двусторонними: все бремя ляжет на российскую сторону. В любом случае, 10–15 млрд. долл. – максимум того, что страны СНГ могут направить на поддержание фиксированных курсов. По сравнению с 1,2 трлн. долл., которые *ежедневно* обращаются на мировых валютных рынках, эти суммы выглядят просто крошечными. При взаимной привязке курсов (будь она реализована) денежные единицы с малым обеспечением моментально станут легкой добычей для валютных спекулянтов.

Вспомним, что даже в относительно спокойное время страны ЭВС постоянно проводили интервенции объемом от 20 до 60 млрд. долл. в год (табл. 4.12).

Таблица 4.12

## Валютные интервенции стран ЕВС в 1979–1985 гг., млрд. долл.

Показатель		1979 г. <sup>а</sup>	1980 г.	1981 г.	1982 г.	1983 г.	1984 г.	1985 г. <sup>б</sup>
Всего брутто		31,5	35,3	63,1	52,2	58,9	38,8	20,4
Всего нетто <sup>с</sup>		-7,0	-14,8	-28,2	-28,0	-9,0	-2,9	-2,3
В том числе	Покупка	10,3	6,4	8,2	6,5	10,6	6,1	2,3
доллары США	Продажа	12,3	20,9	34,1	32,1	21,7	17,1	9,4

<sup>а</sup> Март. <sup>б</sup> Первое полугодие. <sup>с</sup> Знак “минус” означает частые продажи.

*Источник:* Micossi S. The Intervention and Financing Mechanism of the EMS and the Role of the ECU // Banca Nazionale del Lavoro Review 1986. P332. Цит. по: Eggerstedt H, Sinn S. The European Monetary System 1979–1986: The Economics of Muddling Through // International Economic Policy: Competition versus Coordination. Kiel, 1993. P. 15.

В начале 90-х гг. мировые финансовые рынки прошли в своем развитии качественный рубеж: способы коллективной стабилизации валютных курсов, успешно работавшие в первые 20 лет свободного плавания, раз и навсегда утратили большую часть своего КПД. Один из крупнейших западных специалистов по валютным отношениям Барри Айхенгрин писал в 1994 г.: “Происходящие в мировой экономике изменения будут подрывать жизнеспособность механизмов, направленных на то, чтобы удерживать валютные курсы в рамках заданных пределов. Сомнения в реальности данных властями обязательств поддерживать эти пределы, которые неизбежно возникают в условиях демократии, будут подталкивать спекулянтов к тому, чтоб они испытали на прочность решимость правительств. Усовершенствования в операционных технологиях и устранение контроля за движением капиталов сделают подобное тестирование практически бесплатным”. Средства на поддержание курса, которые правительства смогут получить от иностранных кредиторов, будут весьма ограниченными по сравнению с финансовыми ресурсами рынков [читай – спекулянтов]. Властям не останется ничего другого, кроме как резко поднимать процентные ставки, что самым отрицательным образом будет влиять на обслуживание внутреннего долга, устойчивость национальной финансовой системы и уровень безработицы. “Режимы не жестко фиксированных курсов, наподобие Бреттон-вудской системы и ЕВС 80-х годов, в рамках которых правительства пытались удерживать обменные курсы в узких пре-

делах колебаний, допуская в исключительных обстоятельствах пересмотр паритетов, больше не смогут существовать... Единственно возможными вариантами остаются: режим свободного плавания и валютный союз”<sup>1</sup>. Под валютным союзом здесь понимаются все виды безотзывной жесткой фиксации курсов, в том числе валютное управление (*surgency board*)<sup>2</sup>.

Раз ЕВС и “валютная змея” также не могут служить образцом для СНГ, может быть, есть смысл начать с того, с чего начали европейские страны после войны – с платежного союза? Чтобы понять, реально ли Содружеству повторить опыт ЕПС, следует выяснить, чем нынешняя ситуация в СНГ отличается от ситуации в Европе полвека назад. Эти различия распадаются на две группы: одни связаны с изменениями в мировой экономике и финансах, другие – со спецификой Западной Европы и СНГ.

Начнем с *первой группы*. В 50-е гг., когда формировался ЕПС, еще действовал, пусть в весьма усеченном виде, золотой стандарт. Соответственно между любыми двумя свободно конвертируемыми валютами существовал фиксированный курс. Да, после войны западноевропейские валюты не были свободно конвертируемыми, поэтому стабильность официальных курсов не решала проблему внешнеторговых расчетов; для восстановления конвертируемости и был создан ЕПС. Тем не менее, курсовая стабильность подразумевалась сама собой, нарушить ее могли только официальные де- или ревальвации, в промежутке между ними курс оставался постоянным, а такого явления, как волатильность, не было вовсе. Сейчас подвижность валютных курсов, как краткосрочная, так и долгосрочная, исключительно высока. В 90-е гг. мир прошел через несколько сокрушительных финансовых кризисов, и практиковавшиеся в 70 – 80-е гг. методы поддержания курсовой стабильности во многом исчерпали себя.

В послевоенном мире уровень либерализации торговых и финансовых потоков был намного ниже, чем теперь. В 1950 г. доля экс-

---

<sup>1</sup> *Eichengreen B.* International Monetary Arrangements for the 21<sup>st</sup> Century. Wash.: Brookings Institution, 1994. P. 77–78.

<sup>2</sup> В западной экономической литературе это положение в дальнейшем получило название “гипотезы крайних возможностей” (*corner hypothesis*). После финансового кризиса 1997–1998 гг. в Юго-Восточной Азии тезис о высокой устойчивости режимов жесткой фиксации (в частности, *surgency board*) был во многом опровергнут, что лишний раз подтверждает сделанный нами вывод о невозможности поддерживать фиксированные курсы в СНГ.

порта в ВВП развитых стран (США, Западная Европа, Канада, Япония, Австралия, Новая Зеландия) составляла 8%, в 1960 г. – 9%. Лишь в 1970 г. она с трудом преодолела 10%-й рубеж, достигнутый еще в 1880 (!) г. В конце 90-х гг. этот показатель держится на уровне 15–16%<sup>1</sup>. На протяжении 50–70-х гг. протекционизм оставался обычным явлением в международной практике, набор протекционистских мер был очень разнообразен. К ограничениям прибегали практически все страны, в том числе и участники торговых блоков.

С начала 90-х гг. либерализация стала общемировой тенденцией. Наличие в той или иной стране барьеров на пути движения товаров или капиталов расценивается как несоответствие правилам ВТО, МВФ и мирового сообщества в целом, воспринимается лишь как временная и исключительная мера. Геополитические издержки протекционизма, особенно для стран, поставивших перед собой задачу интегрировать национальное хозяйство в мировую экономику, стали весьма внушительными.

В 50-е гг. валюта использовалась главным образом для нужд реальной экономики – внешнеторгового оборота. В 70-е гг. ежедневный объем валютных операций в мире составлял 10–20 млрд. долл., т. е. приближался к стоимости ВВП, производимого в развитых странах в течение одного рабочего дня. К 1983 г. эта цифра увеличилась до 60 млрд. долл., в 1998 г. она достигла 1,5 трлн. Теперь на обслуживание внешней торговли приходится лишь 2% совершаемых в мире валютнообменных сделок<sup>2</sup>. Стоимостная основа курсов переродилась: если раньше в основе цены валюты на внешнем рынке лежал паритет покупательной способности (который, в конечном счете, определялся затратами труда на единицу продукции), то теперь в основе цены валюты лежит ее способность выполнять функции денег на международных рынках. Спрос на валюту со стороны нерезидентов стал напрямую зависеть от ее ликвидности, которая, в свою очередь, тесно связана с уровнем развития национальных финансовых рынков страны-эмитента.

Не будет преувеличением сказать, что в 50–60-е гг. степень неравенства между валютами была значительно меньше, чем теперь, а

---

<sup>1</sup> Синцеров Л. Длинные волны глобальной интеграции // Мировая экономика и международные отношения. 2000. № 5. С. 57.

<sup>2</sup> Lietaer B. The Future of Money: A New Way to Create Wealth, Work, and Wiser World // Century. L.: Century, 2001. P. 312.

возможности быстро и существенно укрепить позиции валюты в мире – больше. Действительно, после войны американский доллар уже являлся главной валютой мировой капиталистической системы, тогда как позиции других резервных валют были сильно подорваны. И все-таки тогдашнее положение западноевропейских денежных единиц было лучше, чем нынешнее положение валют СНГ. Английский фунт и французский франк были в прошлом мировыми деньгами, в середине века – пока не была разрушена колониальная система – они продолжали обращаться на территории зависимых стран Азии и Африки. Валюты социалистических стран были замкнутыми и не существовали как сегмент мировых валютных рынков. К концу двадцатого столетия в мире сложилась очень жесткая иерархия валют и совершенно очевидная асимметрия в сферах их использования. Теперь перемещение валюты из категории внутренних в категорию международных (или из международных в ключевые) сопряжено с огромными сложностями. За последние три десятилетия ушедшего века известны лишь единичные случаи таких передвижек. Еще одна характерная черта современности – постоянное сокращение разницы между ценой покупки и продажи (bid-ask spread – спрэд) валют на международных рынках. В конце 90-х гг. для пар важнейших валют на спотовом рынке она равнялась всего 4–6 базисным пунктам, иначе говоря, комиссия составляла в среднем 0,04–0,06% от суммы сделки<sup>1</sup>. Сужение спреда до минимума действует на валютные рынки так же, как на товарные действует приближение к нулю нормы прибыли: в подобных условиях на рынке остаются лишь сильнейшие, т. е. наиболее ликвидные валюты.

*Другая группа* отличий является отражением экономических и исторических особенностей послевоенной Западной Европы и нынешнего СНГ. Во-первых, после войны западноевропейские страны, по сути, были обречены на развитие отношений друг с другом. Восточная Европа и Советский Союз оказались за “железным занавесом”, других соседей с потенциалом промышленного развития просто не существовало. Чтобы восстановить разрушенное хозяйство, государствам Западной Европы требовалось наладить активные производственные связи друг с другом. Не имея такого обширного национального экономического пространства, как, например, США, они не могли без помощи соседей создать замкнутый

---

<sup>1</sup> *Detken C., Hartmann P. Op. cit. P. 81.*

цикл производства важнейших товаров<sup>1</sup>. Отсутствие близости иного центра экономического притяжения явилось одним из важных факторов центростремительных тенденций в Западной Европе. В СНГ степень взаимного притяжения государств-участников заметно ниже, для большинства из них высокоразвитые третьи страны служат основным источником товаров и технологий, необходимых для нормального функционирования экономики.

Во-вторых, в Западной Европе всегда преобладали многосторонние торговые потоки и расчеты (например, Нидерланды торговали с Германией так же активно, как с Бельгией или Францией), а в СНГ доминируют двусторонние.

Все они замыкаются на Россию, поскольку она больше, сильнее и географически расположена в центре. У каждого из участников СНГ (кроме России) внутри объединения имеются два-три основных партнера, тогда как с другими странами связи гораздо слабее. В Содружестве, даже если создать идеальные условия для многосторонних связей, торговля, например, между Казахстаном и Молдовой не возрастет, потому что ее нет вообще. Конечно, эффективная система многосторонних платежей была бы полезна СНГ (о возможных способах создать ее речь пойдет ниже). Но на данном этапе многосторонние расчеты не являются безусловным приоритетом. Видный специалист по проблемам валютной интеграции Ю.А. Константинов отмечает: «Двусторонние соглашения [между странами СНГ] не следовало бы рассматривать как отход от многосторонности. Во-первых, пока для нее нет необходимых условий, ибо степень интегрированности в СНГ национальных экономик между каждой парой стран различна. И, во-вторых, многостороннее соглашение о клиринговых расчетах с участием в них центральных банков потребует создания для возмещения окончательного сальдо специального финансового фонда и, надо полагать, в солидной сумме, что в нынешних условиях не под силу странам Содружества»<sup>2</sup>. Эту точку зрения разделяет вице-президент Межгосударственного банка СНГ С.В. Ку-

---

<sup>1</sup> Вполне закономерно первым шагом на пути их экономической интеграции стало созданное в 1951 г. Европейское объединение угля и стали (ЕОУС). Его задачей было сообща модернизировать угледобывающие шахты и объединить их в комплекс с металлургическими предприятиями, что позволило бы Западной Европе полностью покрыть свои потребности в стали, которая в то время была стратегическим товаром, так как составляла основу машиностроения.

<sup>2</sup> Константинов Ю.А. Евро и Россия. М.: ЦВЭИ РАН, 1999. С. 94.

ликов: “Что касается перспектив создания многосторонней системы расчетов в коллективной валюте, этот вопрос не сегодняшнего дня. Во всяком случае, государства СНГ сегодня его в практической плоскости не ставят, за исключением России и Белоруссии. Путь к созданию многосторонней системы расчетов в коллективной валюте лежит через всемерное укрепление национальных валют”<sup>1</sup>.

В-третьих, ЕПС создавался для того, чтобы постепенно восстановить конвертируемость национальных валют. А в СНГ к концу 90-х гг. большинство государств уже перешли к внутренней обратимости, создали валютные рынки и добились того, чтобы официальный валютный курс определялся через рыночный. Т.Д. Валовая пишет по этому поводу: “Как известно, Россия начала формирование валютного рынка с введения внутренней конвертируемости рубля, которая выступала, в отличие от опыта послевоенной Европы, не итогом предварительной макроэкономической стабилизации, а ее инструментом. Введение обратимости рубля происходило на фоне продолжающегося резкого падения производства, дестабилизации платежной системы, высоких темпов инфляции, допущения параллельного хождения на территории России иностранной валюты ...этим Россия существенно отличалась от стран Западной Европы, введивших в конце 50-х гг. конвертируемость в условиях фиксированных курсов”<sup>2</sup>.

Из сказанного следует, что условия, в которых страны Западной Европы создавали Европейский платежный союз, сильнейшим образом отличаются от тех, в которых пытаются развивать валютное сотрудничество государства Содружества. При этом главная цель ЕПС – конвертируемость – в СНГ уже достигнута. Иначе говоря, Содружеству нет смысла копировать механизм ЕПС в том виде, в котором он существовал в 50-е годы.

Таким образом, *ни одна из форм валютной интеграции, опробованных Европой, не подходит в чистом виде для СНГ*. Исключение составляет лишь расчетная единица. Как известно, она может быть создана на базе одной из национальных валют (так, расчетная единица ЕПС базировалась на долларе США) или представлять со-

---

<sup>1</sup> Куликов С.В. О перспективах деятельности Межгосударственного банка // Индикатор. 2000. № 2(30). С. 13.

<sup>2</sup> Валовая Т.Д. Стратегия России в валютно-финансовой сфере // Ближнее и дальнее зарубежье в геоэкономической стратегии России. М.: ИМЭМО РАН, 1997. С. 59.

бой валюту-корзину (как ЕРЕ или ЭКЮ). Чтобы создать валюту-корзину, входящие в нее национальные денежные единицы должны быть более или менее стабильными, в СНГ это условие пока невыполнимо. Расчетная единица на базе российского рубля, доллара, евро или, скажем, корзины евро/доллар – вполне достижимая для Содружества цель. Никаких серьезных препятствий для формирования такой единицы нет. С ее помощью можно решать, по крайней мере, две задачи. Во-первых, существенно сократить долю “живых” долларов в расчетах между странами СНГ. Даже, если доллар будет использоваться как валюта цены в контрактах, потребность в реальных долларовых средствах уменьшится благодаря взаимным зачетам и если будет создан механизм окончательных расчетов в национальных валютах по текущему курсу. Во-вторых, общая расчетная единица позволит образовать систему или системы трансграничных расчетов в режиме реального времени как между центральными, так и коммерческими банками.

Сделанный выше вывод о том, что в СНГ отсутствует фундамент для строительства интеграционного здания, подобного европейскому, и соответственно создания валютного союза с единой валютой, не следует расценивать как негативный. По сути, он нейтрален. С одной стороны, задачи ЕС не актуальны для СНГ, а с другой, в мировой практике существуют варианты валютной интеграции, реализация которых лишь отчасти связана с экономической интеграцией. Так, объединения с коллективной расчетной единицей не требуют наличия таможенного и экономического союзов. В этом смысле оправдано представление о валютной интеграции как о некоей “рамке”, способной двигаться по шкале экономической интеграции, и справедлив вывод В. Евстигнеева, что “ситуация валютно-финансовой интеграции вырастает не из “предшествующих” этапов международной экономической интеграции, а из фундаментальных потребностей финансовых систем”<sup>1</sup>.

Как ни парадоксально на первый взгляд, это положение полностью согласуется с выводом в разд. 4.2.1 о том, что введение единой валюты возможно лишь после того, как в группировке создан единый внутренний рынок и, значит, пройдены предшествующие стадии экономической интеграции. Действительно, такая последовательность обязательна при создании валютного блока первого ти-

---

<sup>1</sup> *Евстигнеев В.Р.* Финансовый рынок в переходной экономике. М.: Эдиторал УРСС, 2000. С. 182.



па (экономический и валютный союз с единой денежной единицей, вводимой вместо национальных денег). При формировании валютных блоков других типов наличие тех или иных форм экономической интеграции – условие желательное, но не обязательное. Характерный пример – Европейский платежный союз 1951 г., созданный до появления каких-либо форм экономической интеграции западноевропейских стран.

Действительно, проблемы, на решение которых была направлена валютная интеграция в Европе, порождались особенностями региона (в частности, тесным переплетением национальных хозяйств и полицентрической структурой) и конкретными экономическими условиями тех периодов времени, в течение которых появлялись ее соответствующие формы. Подавляющее большинство из них не характерно для СНГ.

#### **4.3.3. Интеграционная идеология ЕС и валютное сотрудничество в СНГ**

В 1991 г. советский рубль из денежной единицы СССР превратился в валюту каждой из пятнадцати его бывших республик. До середины 1993 г. эмиссию наличных рублей осуществлял исключительно Банк России, тогда как центральные банки остальных новых государств выпускали своего рода денежные суррогаты, курс которых был фиксирован к рублю в отношении 1:1. Кредитную эмиссию рубля в пределах установленных лимитов могло осуществлять любое из государств. На деле же все они прибегали к нелимитированной эмиссии. В октябре 1992 г. восемь участников СНГ (Армения, Белоруссия, Казахстан, Киргизия, Молдова, Россия, Узбекистан и Украина) заключили соглашение о единой денежной системе и согласованной денежно-кредитной политике. Однако идея не была реализована, и все страны стали ускоренно вводить национальные валюты. В июле 1993 г. после появления нового российского рубля Армения, Белоруссия, Казахстан, Россия, Таджикистан и Узбекистан заключили соглашение о создании рублевой зоны на основе российского рубля (ее денежно-кредитную и эмиссионную политику планировалось ввернуть Банку России)<sup>1</sup>. В том же 1993 г. был обра-

---

<sup>1</sup> Курочкин Д.Н. Евро – новая валюта для старого света: Проблемы становления и перспективы развития Европейского экономического и валютного союза. Минск: Европейский гуманитарный университет, 2000. С. 211–212.

зован Межгосударственный банк СНГ, а в 1994 г. подписано соглашение о Платежном союзе. Однако до сих пор результаты валютной интеграции в СНГ остаются весьма скромными, но все же они есть.

Некоторые обнадеживающие признаки появились в конце 1999–2000 гг.: интерес к валютному сотрудничеству как со стороны национальных властей, так и бизнеса заметно оживился. К этому времени страны СНГ оправались от последствий финансового кризиса в России, который наглядно показал, во-первых, уязвимость переходной экономики в условиях всеобщей либерализации, а во-вторых, высокий уровень взаимной зависимости стран региона. Кроме того, в конце 90-х гг. завершился процесс отпочкования бывших республик СССР от России и их утверждения как самостоятельных государств. Завершилась и переориентация торговых потоков на третьи страны, государства Содружества уже получили достаточный опыт внешнеэкономического сотрудничества с соседями извне, вкусили его как сладкие, так и горькие плоды. В отношениях с Россией на смену эмоциям постепенно стал приходить здоровый прагматизм.

Межгосударственный валютный комитет СНГ возобновил начатую еще в 1995 г. работу над концепцией сотрудничества стран СНГ в валютной сфере. В 2000 г. под эгидой Национальной валютной ассоциации РФ был проведен сравнительный анализ валютного законодательства стран СНГ, начала действовать банковская Ассоциация “Объединенная платежная система Содружества”, создана Международная ассоциация бирж (МАБ) стран СНГ. В 2001 г. Межпарламентской Ассамблеей СНГ были приняты модельные законы “О рынке ценных бумаг” и “О валютном регулировании и валютном контроле”. Исполком СНГ, Международная ассоциация бирж стран СНГ и ММВБ утвердили План мероприятий по формированию интегрированного валютного и фондового рынков государств – участников СНГ на 2002–2003 гг. Разработано и активно обсуждается Соглашение о принципах организации и функционирования валютных рынков стран Евразийского экономического сообщества (ЕврАзЭС).

Что в нынешней ситуации может дать опыт Европы для развития валютного сотрудничества в СНГ?

Выше было показано, что, практиковавшиеся в Западной Европе формы валютной интеграции не могут быть воссозданы в Содружестве, поскольку они не соответствуют его задачам и возможностям. *Опыт ЕС полезен для СНГ не как образец для копирования,*

*а как источник знаний о логике, принципах и инструментах валютной интеграции. Содружеству целесообразно воспринять идеологию европейской валютной интеграции, но не ее конкретные формы.* Валютное сотрудничество в СНГ должно иметь свое собственное лицо; формы и принципы интеграции должны соответствовать специфическим задачам Содружества и отталкиваться от их реальных возможностей. Именно так строилась валютная интеграция в Западной Европе: каждая из ее форм создавалась для решения конкретных проблем соответствующего периода.

*Первый* из полезнейших уроков полувековой истории ЕС состоит в том, что интеграция, в том числе валютная, нужна не сама по себе; всегда и везде она является средством для достижения вполне определенной крупной цели. Интеграция – не панацея, не волшебное средство, которое, безусловно, принесет процветание государствам-членам. Так, российская исследовательница Н. Шапиро отмечает: “Интеграция может придать лишь дополнительный импульс положительному развитию экономики государств, но она не решает внутригосударственных проблем становления национального хозяйства”<sup>1</sup>. Авторы называвшейся монографии “Европейский Союз на пороге XXI века” пишут, что интеграция имеет смысл лишь тогда, когда у стран-членов (помимо объективных предпосылок) имеются потребности, которые легче удовлетворить вместе, и когда эти потребности во многом совпадают<sup>2</sup>.

Валютная интеграция в СНГ, чтобы быть жизнеспособной, должна иметь стратегическую цель, которая имела бы большое практическое значение для государств-членов и достижение которой требовало бы коллективных усилий. Прежде чем писать программы и создавать механизмы интеграции, участники объединения должны ответить на один простой вопрос: зачем им это нужно? Нужна ли странам СНГ валютная интеграция, и если да, то какова ее долгосрочная цель? Да, нужна. *Ее цель – обеспечить выживание национальных денежных единиц в условиях жесточайшей внешней и внутренней конкуренции и самовоспроизводящейся асимметрии в международных валютных отношениях.* Для ее реализации следует решить несколько крупных задач, а именно:

---

<sup>1</sup> Шапиро Н.А. Интеграция стран СНГ: политический и экономико-теоретический аспект // Мировая экономика и международные отношения. 2000. № 7. С. 83.

<sup>2</sup> Борко Ю., Буторина О. Цит. соч. С. 437–438.

- обеспечить национальные валюты такой сферой обращения, масштабы которой позволят им с наименьшими издержками выполнять функции денег (это можно сделать путем консолидации и одновременного развития финансовых рынков СНГ);
- наладить между государствами-членами эффективную систему внешних расчетов, основанную на национальных валютах;
- объединить усилия в решении специфических валютно-финансовых проблем переходной экономики;
- разработать способы защиты пространства СНГ от неизбежных потрясений на международных валютных рынках и механизмы нейтрализации негативных последствий всеобщей либерализации.

Названные задачи во многом согласуются с официальной позицией органов СНГ, мнением ряда представителей деловых и академических кругов. Так, директор департамента Исполкома СНГ и исполнительный директор Межгосударственного валютного комитета В.А. Покровский в качестве целей согласованной валютной политики называет “обеспечение взаимной конвертируемости и стабильности национальных валют; развитие национальных валютных рынков; создание условий для формирования эффективной платежной системы стран СНГ; увеличение доли национальных валют в обслуживании взаимного товарооборота”<sup>1</sup>. Генеральный директор Московской межбанковской валютной биржи А.В. Захаров пишет: “Перед государствами Содружества стоит задача укрепить национальные валюты и финансовые рынки. В условиях глобализации мировых финансовых потоков им очень трудно выдержать конкуренцию с ведущими мировыми валютами и финансовыми центрами и занять достойное место в мировой валютно-финансовой системе. Каждой из стран предстоит создать емкий, интегрированный национальный финансовый рынок с полным объемом инструментов, присущих рынкам высокоразвитых государств. И если на Западе подобные рынки формировались многие десятилетия, то в СНГ их приходится строить заново в очень короткие сроки. Страны СНГ заинтересованы в том, чтобы финансовое пространство Содружества было упорядоченным, а не фрагментарным. Наличие той или иной формы его организации необхо-

---

<sup>1</sup> Покровский В.А. О перспективах согласованной валютной политики в СНГ // Индикатор. 2000. № 12(38). С. 24.

димо не только для того, чтобы противостоять конкурентам из третьих стран, но и главное – обеспечивать на долговременной основе национальную валютно-финансовую безопасность”<sup>1</sup>.

Для ослабленных финансовых рынков СНГ очень важно то, что в современном мире интеграция является едва ли не единственным легальным способом защитить внутреннее пространство от гораздо более сильных конкурентов, приостановить распространение на него международных “правил игры”, отвечающих исключительно интересам лидеров. Так, в Евросоюзе несколько десятилетий действует общая сельскохозяйственная политика, на нужды которой ежегодно направляется половина бюджета ЕС. Она позволяет государствам-членам полностью обеспечивать себя важнейшими продуктами питания и успешно конкурировать на внешних рынках с производителями из других регионов мира, где рабочая сила намного дешевле, а климат благоприятнее. Правила ГАТТ/ВТО на подобные механизмы не распространяются. Российский аналитик М.Г. Делягин пишет: “Ориентируясь прежде всего на поддержание внутреннего единства и обеспечение собственных текущих интересов, ближайшие конкуренты США – развитые страны Европы – стихийно выработали политику не глобальной, а долгосрочной региональной интеграции. При такой интеграции в глобальной конкуренции участвуют не отдельные страны, силы которых заведомо недостаточны для нее, а целые группы стран, поддерживающих и взаимодополняющих друг друга. Региональная интеграция... объективно направлена не на подавление, а на сбережение отстающих стран, наиболее полное и рациональное использование их ресурсов... и предоставление им тем самым возможности найти свое место в новом мировом хозяйстве”<sup>2</sup>.

---

<sup>1</sup> Захаров А.В. Перспективы валютного сотрудничества стран СНГ // Деньги и кредит. 2000. № 10. С. 8.

<sup>2</sup> Этому предшествует комментарий по поводу либерализации: “...всемерное ускорение и поощрение глобальной интеграции, проповедуемой США и некоторыми другими развитыми странами как универсальный рецепт процветания, равно как и являющийся ее обоснованием либерализм, навязываемый всему миру как идеология этого процветания, в действительности объективно направлены на обеспечение долгосрочного лидерства развитых стран в мировой конкурентной гонке. Они являются столь популярными в этих странах (а благодаря активной пропаганде – и за их пределами), несмотря на свое интеллектуальное убожество, а зачастую и сомнительность исходных постулатов, в значительной степени потому, что служат действенным оружием в мировой конкурентной борьбе”. См.: Практика глобализации: игры и правила новой эпохи / Под ред. М.Г. Делягина. М.: ИНФРА-М, 2000. С. 165, 171.

Интеграция – способ сохранить региональную специфику и обратить ее в конкурентное преимущество, эффективный инструмент самоидентификации региона в глобальной экономике и политике.

*Второй* урок Европы состоит в том, что асимметрия интересов – естественная, природная черта региональной интеграции. Противоречия интеграции нельзя преодолеть раз и навсегда, они с неизменным постоянством возникают вновь и вновь. Поэтому региональная группировка должна иметь адекватные механизмы разрешения противоречий и соответствующую институциональную систему. Вся история ЕС – это история поиска взаимоприемлемых решений и мучительных компромиссов в обстановке, когда ни одна страна или группа стран не могут постоянно навязывать свою волю другим членам. Принцип “кто платит, тот заказывает музыку” в интеграции не проходит, в ней нет места ни диктату, ни иждивенчеству. Поскольку Россия значительно превосходит по своим размерам остальные страны СНГ, попытка выработать общий экономический курс и общие направления денежно-кредитной политики наверняка станут причиной острейших разногласий. Чтобы интеграция продвигалась вперед, России придется очень внимательно выстраивать линию поведения с партнерами, избегая как нажима на них, так и сползания в сторону патернализма. Об этих опасностях хорошо известно специалистам. Так, О.Б. Резникова, анализируя отношения России с Арменией, Белоруссией, Киргизией и Таджикистаном, замечает, что “все эти государства с очень разными политическими режимами роднит одно – они пытаются поддержать нерыночные модели взаимодействия с Россией. При этом для них само обращение к нерыночным принципам сотрудничества вполне рационально, так как открывает доступ к российским финансовым и материальным ресурсам”<sup>1</sup>.

Содружеству, как и каждому интеграционному объединению, нужна своя, “сшитая по мерке” философия, учитывающая его особенности региона и естественные болевые точки. “Разрушительный опыт утопических попыток быстро реализовать на постсоветском пространстве западноевропейскую модель интеграции, – пишет Р. Гринберг, – должен, наконец, отучить от постановки заведомо нереальных задач”<sup>2</sup>. В СНГ, как уже говорилось,

---

<sup>1</sup> Резникова О.Б. Модернизация в России и взаимодействие в СНГ // Мировая экономика и международные отношения. 2000. № 3. С. 63.

<sup>2</sup> Гринберг Р.С. Не навреди, или можно ли придать второе дыхание интеграции в СНГ? // Труд. 1999. 1 апр.

не удастся создать такую же систему наднациональных органов, какая существует в Евросоюзе. Интеграция может пойти по пути межгосударственного сотрудничества (на таких принципах строится политика ЕС, например, в области внутренних дел и правосудия) и двусторонних контактов. Содружеству предстоит разработать *собственную* систему принятия решений, сообразную задачам и возможностям региона. Без этого интеграционное строительство, в том числе в валютной сфере, не будет сколько-нибудь успешным. Пока же институциональная система интеграции в СНГ крайне слаба и, несмотря на обилие комитетов и комиссий, неоправданно примитивна.

В этом плане опыт Евросоюза может быть очень полезен: его институциональная система, специальная правовая база, практические методы и процедуры совершенствовались десятилетиями. Несмотря на громоздкость, институты ЕС выполняют свои главные функции – не дают противоречиям заглушать коллективные интересы, а также принимают и доводят до исполнения решения, сбалансировано представляющие интересы различных сторон<sup>1</sup>. Конечно, в других региональных группировках могут быть другие институты и правовая база, и все-таки опыт ЕС дает богатую пищу для размышлений.

Например, он показывает, насколько важным и в то же время обременительным для интеграционного процесса может быть принцип единогласия (из-за чего уже сейчас тормозятся многие решения в СНГ). В 1965–1966 гг. на этой почве в ЕЭС разразился первый и один из тяжелейших в его истории кризисов. Франция не соглашалась с решением других стран внедрить в Совете принцип голосования большинством, и в течение семи месяцев ее представители не являлись на заседания руководящих органов Сообщества. В результате так называемого Люксембургского компромисса единогласное голосование сохранили. Позже голосование большинством все-таки было внедрено во многие сферы европейской интеграции. В Маастрихтском договоре были официально признаны принципы субсиди-

---

<sup>1</sup> Сейчас система институтов ЕС основывается на пяти главных принципах: сочетание институтов двух типов – межгосударственных и наднациональных; гибкое разделение компетенций между институтами ЕС и национальными правительствами; многообразие типов принимаемых нормативных актов; примат права ЕС над национальным правом государств-членов в пределах, определяемых основополагающими договорами; общественная поддержка курса на развитие европейской интеграции. Подробнее см. *Борко Ю.А., Буторина О.В.* Цит. соч. С. 440–441.

арности, делегированных полномочий и пропорциональности<sup>1</sup>. Значительные изменения в процедурные правила внес Амстердамский договор<sup>2</sup>. Содружеству предстоит искать очень гибкие формы принятия коллективных решений. Сейчас и теоретики, и практики признают, что выработать решения, которые полностью подходили бы для всех пятнадцати государств, почти нереально. Выход из положения может подсказать давно обсуждаемая в ЕС идея, согласно которой в подготовке того или иного законопроекта принимают участие лишь заинтересованные страны, остальные не голосуют и соответственно не обязаны выполнять принятое решение.

Данная логика подразумевает возможность интеграции на разных скоростях. Кстати, в ЕС все члены двигались в едином темпе вплоть до 90-х гг. Маастрихтский договор, установив план перехода к ЭВС, впервые предусмотрел возможность асинхронного развития объединения (Великобритания и Дания подписали специальные Протоколы, позволившие им не вводить единую валюту вместе с остальными участниками Евросоюза). В Содружестве асинхронная многовариантная интеграция, скорее, будет не исключением, а правилом, в том числе и в финансовой сфере. Страны СНГ очень сильно отличаются друг от друга по зрелости национальных финансовых рынков, степени обратимости национальных валют, направлениям и интенсивности внешнеэкономических расчетов.

Сейчас просматриваются, по крайней мере, три разных уровня валютного сотрудничества: 1) все Содружество; 2) Евразийское экономическое сообщество (ЕврАзЭС) и 3) валютный союз России и Белоруссии. В рамках СНГ идет разработка общей концепции валютного сотрудничества и согласования валютной политики. На

---

<sup>1</sup> Принцип субсидиарности означает, что решения в рамках Евросоюза должны приниматься на возможно более низком уровне, т. е. органы ЕС вмешиваются в законодательный процесс только тогда, когда проблема не может быть эффективно решена на уровне государств-членов. Принцип делегирования полномочий раскрывает источник компетенции Сообщества – оно действует в пределах своих полномочий, определяемых Маастрихтским договором и поставленными перед ним целями. Принцип пропорциональности устанавливает, что любые действия Сообщества не должны идти далее того, что необходимо для достижения целей Маастрихтского договора. См.: *Шемятенков В.Г.* Маастрихтский и Амстердамский договоры и их значение для европейской интеграции // *Европейский Союз на пороге XXI века...* Цит. соч. С. 36.

<sup>2</sup> Подробнее см.: *Стрежнева М.В.* Институциональное развитие ЕС. Там же. С. 257–258.



этом же уровне предполагается создать Платежный союз, соглашение о котором, правда, ратифицировали лишь восемь государств: Белоруссия, Узбекистан, Молдова, Казахстан, Кыргызстан, Армения, Россия и Азербайджан. На пространстве всего СНГ с недавнего времени пошли процессы валютной интеграции “снизу”, например, в области формирования единого биржевого пространства. Пять стран, подписавшие в октябре 2000 г. соглашение о ЕврАзЭС (Россия, Казахстан, Белоруссия, Кыргызстан и Таджикистан), почти сразу сделали попытку разработать ряд модельных законов, в том числе в валютно-финансовой сфере. По оценке некоторых специалистов, перспективы ЕврАзЭС в этом плане значительно лучше, чем у СНГ в целом, поскольку у “евразийцев” присутствует ярко выраженная экономическая и политическая мотивация. Планируемый союз России и Белоруссии, естественно, будет иметь совершенно иную природу, нежели валютное сотрудничество на остальном пространстве СНГ. Его правила и принципы будут неуместны и непригодны для отношений между другими странами Содружества. По мнению экспертов, единственным реальным вариантом данного валютного блока является использование российского рубля в качестве законного платежного средства на всей территории союзного государства России и Белоруссии, что и зафиксировано в союзном договоре<sup>1</sup>.

*Третий* урок, который следует извлечь из истории Евросоюза, состоит в том, что формы и средства интеграции должны очень точно соответствовать внутренним и внешним условиям, в которых на данный момент оказалась региональная группировка. По мере изменения этих условий должны меняться и формы валютного сотрудничества (так же как ЕС шли от ЕПС к “валютной змее”, затем к ЕВС и, наконец, образовали экономический союз и ввели единую валюту).

По причине разновеликости стран Содружества и существенных отличий в их макроэкономической политике магистральный путь развития валютно-финансового взаимодействия в СНГ – это прежде всего отношения на микроуровне<sup>2</sup>. В силу объективных

---

<sup>1</sup> *Шемятенков В.* Проект валютного союза России и Белоруссии подлежит испытанию временем // ЕВРО. 2000. № 4. С. 24.

<sup>2</sup> *Шишков Ю.В.* Стратегический путь развития финансово-экономического взаимодействия государств СНГ – отношения между предприятиями // Проблемы и перспективы использования национальных валют в торгово-экономических отношениях государств СНГ. Специальный выпуск, Приложение к журналу “Индикатор”. М., 2000. № 2 (30). С. 13.

факторов валютное сотрудничество на принципах интеграции “сверху”, т. е. на многосторонней межгосударственной основе, будет иметь ограниченные результаты. Содружеству надо искать свой собственный, отличный от Европейского Союза путь. Главной движущей силой валютной интеграции должна стать именно интеграция “снизу”, которая, кстати, в последнее время приобретает все более явные контуры.

Конкретное прикладное значение имеет Объединенная платежная система Содружества, учрежденная в декабре 2000 г. банками и другими организациями пяти стран СНГ: Армении, Казахстана, Молдовы, России и Таджикистана. Цель системы – проведение согласованной политики в области безналичных расчетов с использованием пластиковых карт. Её реализация позволит на основе единых стандартов обслуживать держателей карт всех участников системы. Согласно оценкам, ежегодно около 30 млн. граждан СНГ пересекают национальные границы, имея на руках 13–16 млрд. долл. Эти средства и составляют потенциальный объем рынка новых услуг. Внедрение единой системы не только улучшит обслуживание клиентов, но и создаст новый банковский инструмент привлечения ресурсов частных лиц, увеличит оборачиваемость средств, будет способствовать развитию современных форм расчетов на пространстве СНГ.

Интеграция всегда выигрывает, если она несет в себе элемент технологической новизны: это резко повышает ее привлекательность для участников, создает дополнительные возможности и стимулы. Странам СНГ есть прямой смысл взять на вооружение новейшие технологии и инструменты, появившиеся в последние годы на международных финансовых рынках. В странах ЕС сейчас действует две крупные системы трансграничных расчетов: ТАРГЕТ (подробнее см. разд. 1.3.2) и Евро-банковская ассоциация (ЕБА). ТАРГЕТ – децентрализованная система двусторонних расчетов в режиме реального времени. Ее участники – центральные банки стран ЕС. Платеж из коммерческого банка, например, Германии в коммерческий банк Испании идет следующим образом: 1) немецкий банк отправляет поручение, оформленное в соответствии с национальными требованиями, в Бундесбанк; 2) Бундесбанк проверяет его и переводит в общий для ТАРГЕТ формат; 3) Банк Испании принимает поручение, переводит в национальный стандарт и зачисляет сумму на счет испанского банка-получателя. ТАРГЕТ действует на ос-

нове 100%-го залогового обеспечения и в основном предназначена для перевода крупных сумм.

ЕБА – крупнейшая в Европе система многостороннего клиринга между коммерческими банками-участниками. Роль расчетной палаты раньше выполнял БМР в Базеле, теперь – ЕЦБ. По завершении дневных операций банки, имеющие короткие позиции, обязаны урегулировать общую задолженность путем проведения платежей в ЕЦБ через ТАРГЕТ. Банки с длинной позицией соответственно получают платеж от ЕЦБ через ТАРГЕТ в покрытие своих требований. Для урегулирования экстремальных ситуаций в ЕБА создан объединенный фонд (пул) наличности в размере 1 млрд. евро, сформированный из равных взносов банков-участников. Если на конец операционного дня один или несколько участников системы не могут оплатить предъявляемые им требования, они возмещаются из фонда. Если сумма требований превышает размер фонда, то остаток требований обращается к остальным членам организации, которые обязаны предоставить ликвидность в необходимом объеме. Банки, виновные в использовании средств фонда, подвергаются штрафу. В связи с введением евро в конце 1998 г. ЕБА перевела значительную часть платежей на новую техническую платформу “Евро-1”, рассчитанную на обслуживание до 75 тыс. поручений в час. Также была введена новая шкала расценок, предусматривающая значительные скидки по мере увеличения количества платежей в день.

Если в СНГ удастся создать систему скоростных трансграничных расчетов<sup>1</sup> в общей денежной единице (без чего системы типа ТАРГЕТ и ЕБА не могут работать), то проблема платежного обслуживания внешнеэкономических связей будет во многом решена, и вопрос о привязке курсов будет снят сам собой. Тогда высокая мобильность капиталов, которая, собственно, и не позволяет зафиксировать курсы, будет обращена из негативного фактора в позитивный: расчеты в режиме реального времени и новейшие финансовые технологии позволят свести к минимуму потери от колебаний валютных курсов. Затраты на эти системы расчетов в любом случае будут несравнимо меньше, чем расходы на интервенции (резервный фонд ЕБА составляет 1 млрд. евро, а в течение августа 1998 г. валютные резервы Банка России сократились на 5,5 млрд. долл.).

---

<sup>1</sup> Подробнее о разработке децентрализованной системы трансграничных платежей в СНГ. См.: ТАРГЕТ в проектах СНГ. В кн.: *Константинов Ю. А. Евро и Россия...* Цит. соч. С. 88–94.

\* \* \*

Появление евро повлияло на Россию меньше, чем на другие европейские страны. Тем не менее, создание ЭВС напрямую затрагивает национальные интересы РФ, оно расширяет поле для политического и экономического маневра российской стороны и в то же время повышает необходимость активных действий российских властей и предприятий. Объективно и Евросоюз, и Россия заинтересованы в том, чтобы евро был сильной международной валютой и мог стать альтернативой доллару во внешнеэкономических расчетах России. Однако переключению операций российских предприятий с доллара на евро препятствуют узость отечественного рынка единой валюты и нерешенность ряда технических вопросов. Выход из положения состоит в создании такой среды, в которой использование евро было бы не менее удобным и безопасным, чем использование доллара.

В обозримой перспективе Россия не станет членом Европейского Союза и поэтому не введет евро в качестве национальной валюты. Вместе с тем России и ЕС предстоит искать пути более тесного взаимодействия в валютной сфере для того, чтобы совместными усилиями поддерживать валютно-финансовую стабильность в Европе.

Опыт и результаты валютной интеграции в ЕС позволяют сделать важные выводы относительно валютной стратегии России. Чтобы рубль оставался ее национальной валютой, государству необходимо целенаправленно повышать его ликвидность. Рубль должен полноценно выполнять функции денег на внутреннем рынке, а в перспективе – и на внешнем. Для этого требуется обеспечить максимально широкую сферу обращения рубля и добиться долгосрочной стабилизации его обменного курса. По своей ликвидности рубль еще долгое время будет уступать доллару США и другим иностранным валютам, что на фоне его низкой интернационализации создает объективные предпосылки для колебаний обменного курса. В сложившейся ситуации предметом особой заботы денежных властей должно быть поддержание равновесия между спросом и предложением на внутреннем валютном рынке, в том числе при помощи валютных ограничений.

Опыт европейского валютного сотрудничества и наиболее известные факты из истории других регионов позволяют выделить пять основных типов валютных блоков. Все они существенно отличаются друг от друга по набору необходимых предпосылок, меха-

низму и целям. Валютный союз с единой валютой – наиболее сложная форма организации валютного блока, его члены обязательно должны пройти предшествующие стадии интеграции и достичь высокой степени макроэкономической конвергенции. Она также выступает непреложным условием увязки курсов двух или нескольких валют. Вместе с тем отсутствие подобной увязки само по себе не является решающим препятствием для создания валютного блока.

Странам Содружества нужна валютная интеграция для того, чтобы обеспечить выживание национальных денежных единиц в условиях жесточайшей внешней и внутренней конкуренции и самовоспроизводящейся асимметрии в международных валютных отношениях. СНГ может воспользоваться идеологией европейской валютной интеграции, но не ее конкретными формами. В СНГ нет предпосылок для создания валютного объединения с единой валютой по типу ЭВС, и ни одна из форм валютной интеграции, опробованных Европой (за исключением расчетной единицы) для него не подходит в чистом виде. Для Содружества также не актуальны и задачи, ставившиеся в Западной Европе на определенных этапах ее валютного сотрудничества. В контексте СНГ важно, что валютная интеграция лишь отчасти связана с экономической интеграцией (кроме варианта с переходом на единую валюту). Развитие экономической интеграции благоприятствует валютной, но не является ее первоисточником и обязательным условием. Формы, принципы и конкретные механизмы валютного сотрудничества в СНГ должны соответствовать его задачам на данном отрезке времени, реальным возможностям и региональной специфике, а также максимально использовать преимущества современных технологий и операционных систем.

# Заключение

## Общие закономерности валютной интеграции и конкуренции между валютами

1. Конкуренция между различными видами денег существовала со времен их возникновения. Она предопределяется самой природой денег, которые, чтобы быть таковыми (и тем отличаться от других товаров), должны выполнять функции денег: служить мерой стоимости, средством накопления и средством обращения. Если первая функция выполняется идеально, то две другие – реально. Даже во времена металлического стандарта до появления бумажных денег существовали факторы, которые препятствовали выполнению этих функций, например: изменение рыночной стоимости серебра и золота, порча монет, сложности с определением содержащегося в них драгоценного металла. На последующих этапах истории к ним добавились инфляция и выпуск необеспеченных бумажных денег. Между тем с развитием товарных отношений увеличивалась скорость обращения и возрастали требования к выполнению деньгами соответствующей функции. Созданная после Второй мировой войны Бреттон-вудская система ввела фактическое неравенство валют: один только доллар обменивался на золото. Крах этой системы и переход в начале 70-х гг. к плавающим курсам разорвали последнюю нить, связывавшую бумажные деньги с их товарной формой, и еще больше усилили дифференциацию валют: теперь появились такие их характеристики, как долго- и среднесрочная динамика обменного курса и его волатильность. Как следствие, к концу XX в. конкуренция между валютами резко обострилась.

2. Ликвидность валюты на внешних рынках – это ее способность быть средством обращения, т. е. быстро обмениваться на другую валюту или активы в больших объемах при минимальных и предсказуемых издержках. Это возможно, когда рынок данной валюты имеет большую глубину, существует развитый межбанковск-

кий рынок для ее прямого обмена на ряд других важнейших валют, а обменный курс достаточно устойчив в средне- и краткосрочном плане. Показателями ликвидности выступают разница между ценой покупки и продажи валюты (спрэд) и наличие непосредственных котировок к другим валютам. Разные виды денег при одинаковой покупательной силе могут иметь разную ликвидность и потому разную полезность для участников рынка и разный обменный курс.

Покупательная сила валюты – это ее стоимость, ликвидность – потребительная стоимость. Обменный курс валюты складывается из ее покупательной способности (в отношении товаров, активов и других валют) и из ликвидности. Потеря ликвидности ведет к потере ее меновой стоимости, т. е. к снижению обменного курса. В международном обороте связь валюты с реальным сектором значительно слабее, чем во внутреннем, а требования к ее способности выполнять функцию средства обращения, наоборот, гораздо выше. В конце XX в. на фоне либерализации движения капиталов и развития электронных технологий объемы международных финансовых рынков резко возросли и в 40–50 раз превысили оборот мировой торговли. Данные рынки превратились в самостоятельный, действующий по собственным законам сегмент международного бизнеса, в результате чего ликвидность валюты приобрела решающее значение. Хотя деньги утратили связь с их вещественной формой, валюты на международных рынках выступают именно как товары, способность которых обмениваться на другие валюты и товары может проявить себя лишь при достаточном уровне ликвидности. Ликвидные валюты вытесняют менее ликвидные не только из международного, но и из внутреннего оборота.

3. В зависимости от степени конвертируемости и масштабов заграничного использования (т. е. степени интернационализации) валюта может быть замкнутой, внутренней, международной, ключевой и доминирующей. В конце XX в. в силу объективных причин валюты с высокой степенью интернационализации обслуживают не только внутренние и внешнеэкономические расчеты страны-эмитента, но и оборот третьих стран, тогда как валюты с низкой степенью интернационализации почти не используются для обслуживания внешнеэкономических связей страны-эмитента и зачастую уступают иностранным деньгам часть внутреннего оборота (кроме замкнутых валют). Симметрия сфер обращения валюты – т. е. совпадение по объемам сегментов внутреннего рынка, занятых иност-

ранными валютами, с сегментами рынков других стран, занятых национальной валютой, при равенстве национальной и иностранных валют в обслуживании отечественных внешних расчетов – является исключением. Для большинства стран она недостижима, а для стран с ведущими и доминирующей валютой – нежелательна.

Валютная асимметрия и международная иерархия валют в высшей степени устойчивы и постоянно воспроизводятся: ликвидность и сферы обращения доминирующей и ведущих валют возрастают, тогда как проникновение других валют на внешние рынки становится все более затруднительным. Либерализация валютного режима и режима движения капиталов укрепляет позиции доминирующей и ведущих валюты: они приобретают дополнительные сферы обращения и источники роста ликвидности. Внутренние валюты проигрывают от либерализации, так как на своем внутреннем рынке вступают в конкуренцию с более сильными денежными единицами.

Валюты с разной степенью интернационализации имеют разный механизм курсообразования. Благодаря дополнительным источникам спроса ведущие и доминирующая валюты более устойчивы к действию девальвирующих факторов и спекулятивным атакам, нежели остальные денежные единицы. Внутренние валюты значительно подвержены девальвации и краткосрочным колебаниям курса. Их рынок неглубок и сильно зависит от предложения иностранной валюты, равновесие на нем менее устойчиво и требует больших усилий властей.

4. Статус доминирующей валюты создает для эмитирующей ее страны ситуацию естественной монополии. Она включает: возможность проводить полностью независимую экономическую политику и перекладывать на другие страны бремя исправления своих ошибок; доступ к внешнему финансированию за счет эмиссии; доходы от сеньоража; дополнительные доходы отечественных финансовых центров; минимизацию курсового риска и расходов на конвертирование для отечественных компаний. Издержками данного положения являются: сложности в контроле за количеством денег в обращении и риск завывшения обменного курса валюты.

В мировой истории страны-эмитенты доминирующих валют всегда ставили национальные интересы выше интересов мирового сообщества и препятствовали реформе международных валютных отношений, поскольку она обычно ведет к утрате ими политическо-



го и экономического господства. Потенциальные соперники доби-ваются такой реформы, чтобы получить свою долю влияния. Их по-пытки бывают успешными в переходный период, когда позиции ли-дера объективно ослабевают. Крупные сдвиги в международной ва-лютной системе происходят постепенно, она развивается эволюци-онно, а не революционно.

5. Валютные объединения, начиная от монетных союзов XIV–XIX вв., преследовали цель – создать обширное единое финан-совое пространство. Валютная интеграция всегда была и остается как политическим, так и экономическим инструментом. Она спосо-бствует распространению политического влияния государства–ли-дера группировки на остальных членов и/или укреплению геопולי-тических позиций группировки. В экономическом плане валютный блок значительно улучшает качество денег, т. е. позволяет им эф-фективнее выполнять свои функции. На его территории упрощаются и удешевляются расчеты (благодаря эффекту масштаба и эконо-мии на конверсии), повышается доверие к валюте и соответственно ее востребованность. Все это способствует росту ликвидности де-нежной единицы (или единиц) объединения.

В современных условиях валютная интеграция – эффективное средство укрепить национальные денежные единицы в условиях жесточайшей конкуренции между валютами (на внешних и на внут-ренних рынках) и самовоспроизводящейся валютной асимметрии. Она позволяет повысить степень интернационализации националь-ных валют; изменить к лучшему механизм курсообразования; сгла-дить курсовые колебания; а также до известных пределов оградить внутреннее финансовое пространство группировки от перепадов международной конъюнктуры и от конкуренции извне, т. е. нейтра-лизовать отрицательные последствия всеобщей либерализации.

6. Можно выделить пять основных типов валютных блоков: со-юз с единой валютой, которая заменяет собой национальные деньги; объединение с коллективной расчетной единицей, используемой для внешних расчетов; соглашение о взаимном допуске национальных валют к обращению на территории других государств-участников; взаимное соглашение между независимыми государствами о перехо-де на денежную единицу одного из них; одностороннее решение го-сударства о замене национальной денежной единицы валютой друго-го государства. Все они существенно отличаются друг от друга по не-обходимым предпосылкам, целям и механизму функционирования.

Экономический и валютный союз ЕС является на сегодня единственным примером объединения с единой валютой. Это самая сложная форма валютного блока, до его создания члены группировки должны пройти предшествующие стадии экономической интеграции (таможенный союз, единый внутренний рынок) и достичь высокой степени макроэкономической конвергенции. Группировки второго типа (с коллективной расчетной единицей) довольно многочисленны, их назначение – наладить эффективную систему внешних расчетов между участниками и преодолеть нехватку иностранных валют. Валютные блоки третьего типа – большая редкость, при плавающих курсах их создание нецелесообразно. Блоки четвертого типа также мало распространены, что не исключает их роста в будущем. Пятый тип валютного объединения – долларизация – представляет собой сделку, в которой страна со слабой валютой приобретает стабильную и высоколиквидную денежную единицу в обмен на суверенитет, а страна с сильной валютой распространяет свое влияние и получает дополнительный источник спроса на национальные деньги.

Валютная интеграция лишь отчасти связана с экономической интеграцией (кроме варианта с переходом на единую валюту). Развитие экономической интеграции благоприятствует валютной, но не является ее первоисточником и обязательным условием.

## Позиции ЭВС в мире

7. Главными целями Экономического и валютного союза ЕС являются: приведение макроэкономической политики в соответствие с изменившимися потребностями и возможностями общества; обеспечение Евросоюза долгосрочной стратегической перспективой в мире; существенное повышение степени интернационализации национальной валюты, что позволит изменить в свою пользу механизм участия в мировой экономике. К созданию валютного союза ЕС вынудили: возросшая взаимозависимость государств-членов; глобализация финансовых рынков (в результате чего, в частности, стало практически невозможно сохранить узкий коридор колебаний западноевропейских валют в рамках Европейской валютной системы), развитие информационных технологий и изменение политической ситуации в Европе.

Жизнеспособность ЭВС зависит от решения порождаемых им же проблем. Главная из них – поддержание реальной конверген-

ции, в числе других: сохранение единства ЕС, поиск баланса между федерализмом и национальным суверенитетом, а также трудности операционного и технического порядка.

8. В настоящее время из трех принципиальных условий, необходимых для повышения международного статуса евро, страны ЭВС выполняют два, а именно: обладают значительной по масштабам экономикой и занимают достаточную долю в мировой торговле. Они не выполняют третье важнейшее условие, касающееся развития финансовых рынков. Поэтому единая валюта еще долгое время не сможет стать полноценной альтернативой доллару США.

Наибольший шанс упрочить свои позиции в мире евро имеет в качестве средства накопления, так как диверсификация портфеля позволяет инвесторам (государственным и частным) минимизировать потери от колебания стоимости входящих в него активов. Возможности единой валюты быть международным средством обращения ограничены, так как по размерам сферы своего обращения и по ликвидности она существенно уступает доллару. Евро будет чрезвычайно сложно утвердиться в качестве ведущей валюты на международных валютных рынках, поскольку число денежных единиц, для которых она может служить посредником при обмене на третьи валюты, невелико и имеет тенденцию к сокращению (в свете вступления в ЕС стран Центральной и Восточной Европы). Весьма медленно будет происходить становление евро в качестве валюты платежа на мировых товарных рынках, поскольку здесь действует инерция, а цены на большинство сырьевых товаров устанавливаются в долларах. Если нефтедобывающие страны Ближнего Востока переведут часть торговли на евро, это станет для него весомым стратегическим и коммерческим плюсом.

Чтобы реализовать свой главный шанс – стать валютой инвестиций, – единая валюта должна иметь стабильный курс. Но этому, в частности, препятствуют ее невысокая, по сравнению с долларом, ликвидность на внешних рынках и недостаточный спрос со стороны нерезидентов. Данные факторы могут образовать прочный замкнутый круг.

9. В ближайшие десятилетия евро будет иметь сильное влияние в двух регионах: в самой Европе (включая западноевропейские государства-аутсайдеры и страны Центральной и Восточной Европы), а также в Западной, Центральной и отчасти Северной Африке. Преференциальные отношения Евросоюза со странами Средизем-

номорья, Латинской Америки и АКТ будут способствовать постепенному проникновению евро в их внешние расчеты, хотя лишь в единичных случаях евро добьется там главенствующей роли. Зоной долговременного противостояния доллара и евро будут Россия и некоторые страны СНГ. Японская иена, швейцарский франк и фунт стерлингов не составят конкуренции евро на внешних рынках, так же как денежные единицы новых валютных блоков, которые могут возникнуть в некоторых регионах мира.

Соединенные Штаты получают крупные стратегические и экономические выгоды благодаря тому, что доллар имеет статус доминирующей валюты. Потенциальное сужение сферы его зарубежного обращения повлекло бы для США серьезные убытки (в частности, они бы не смогли в прежних масштабах пользоваться беспроцентным и бесплатным кредитом от других стран) и наложило бы ограничения на действия американских властей. США будут всеми средствами удерживать нынешний статус доллара и препятствовать развитию международной роли евро в той степени, в которой это не будет противоречить их собственным интересам, т. е. создавать реальную угрозу краха ЭВС. С переходом на единую валюту зона евро пытается усилить свой голос в процессе реформирования международной валютной системы и брать на себя больше международных обязательств. В ряде вопросов ЭВС попытается проводить собственную линию поведения, не всегда совпадающую с американской. Однако США еще долгое время (если только не случится долларовой кризиса) будут располагать эффективными средствами пресекать нежелательные действия.

**10.** Европейские страны, оставшиеся за пределами ЭВС, должны будут в одностороннем порядке приспосабливаться к денежно-кредитной политике ЕЦБ и курсовой динамике евро, а также проводить модернизацию банковского сектора. Во всех этих государствах существует вероятность, что, когда курс евро стабилизируется, он начнет вытеснять из обращения национальные деньги, что увеличит риск инфляции и неустойчивости национальных валютных рынков. Великобритания, Дания и Швеция не вступают в ЭВС больше по политическим, нежели по экономическим причинам и платят высокую цену за свою относительную свободу. Несмотря на определенные издержки, в долгосрочном плане общий баланс экономических прибылей и убытков складывается в пользу их перехода на евро. Следует ожидать, что он состоится в ближайшие нес-

олько лет (во всяком случае, до того, как в зону евро вступят первые страны Центральной и Восточной Европы).

Для нынешних стран-кандидатов присоединение к ЭВС будет весьма трудным и нескорым, лишь отдельные из них смогут сделать это в нынешнем десятилетии. Чтобы перейти на евро, государствам ЦВЕ необходимо провести структурную перестройку экономики и добиться долгосрочной конвергенции макроэкономических показателей с основным составом ЕС, что трудно сделать ввиду их региональной и социальной специфики. Преждевременное вступление стран ЦВЕ в валютный союз имело бы самые негативные последствия как для них самих, так и для нынешних участников зоны евро. Членство в ЭВС станет для нынешних стран-кандидатов венцом процесса политической и экономической консолидации с Европейским Союзом, что принесет им крупные геополитические и экономические выгоды, которые были бы нереальны при других обстоятельствах.

## **Россия и СНГ в процессах валютной интеграции и конкуренции**

11. Российский рубль является внутренней валютой, которой объективно свойственна высокая степень валютной асимметрии: иностранные валюты обслуживают подавляющую часть ее внешних расчетов, участвуют во внутреннем обороте и используются как средство накопления (включая наличные), тогда как российский рубль не имеет сфер приложения за рубежом. В обозримой перспективе ликвидность рубля будет намного ниже, чем ликвидность сильнейших иностранных валют, и рублю придется вступать с ними в конкуренцию как во внешнем, так и во внутреннем обороте. Отсутствие спроса на российские рубли со стороны нерезидентов ставит курс рубля в жесткую зависимость от предложения иностранной валюты на внутреннем валютном рынке, что создает постоянную почву для его неустойчивости. А поскольку от динамики обменного курса зависит экономическая и социальная стабильность в стране, денежные власти должны эффективно управлять спросом и предложением на валютном рынке, в том числе при помощи валютных ограничений.

Чтобы рубль мог полноценно выполнять функции денег и выдерживать сильнейшую конкуренцию (в противном случае он перестанет быть национальной валютой), государству необходимо добиться долгосрочной стабилизации обменного курса и целенаправленно

повышать ликвидность рубля (т. е. обеспечивать ему максимальную сферу обращения и содействовать развитию финансовых рынков). Только тогда рубль сможет обслуживать весь внутренний оборот, а в перспективе – и определенную долю внешнего. Выведение иностранных валют из внутреннего обращения и накопления снизит зависимость России от внешних, не зависящих от нее факторов.

**12.** Валютная интеграция в СНГ могла бы стать эффективным средством укрепления позиций российского рубля и национальных валют других государств-участников. Создание интегрированного финансового пространства в СНГ позволило бы расширить сферу обращения национальных валют (что содействовало бы росту их ликвидности), перевести значительную часть внутрирегиональной торговли с иностранных валют на национальные, повысить устойчивость национальных валют и снизить внешние риски.

Опыт Западной Европы полезен для СНГ с точки зрения общих закономерностей и идеологии, но не конкретных форм. В СНГ нет предпосылок для создания валютного объединения с единой валютой по типу ЭВС, ни одна из других форм западноевропейской валютной интеграции (за исключением расчетной единицы) не подходит Содружеству и не отвечает его сегодняшним потребностям. Страны СНГ должны разработать собственные формы и механизмы валютного сотрудничества, которые бы соответствовали имеющимся задачам и возможностям, а также учитывали региональную специфику. Первоочередная задача СНГ – наладить непосредственные котировки между национальными валютами.

Важной предпосылкой функционирования единого финансового пространства СНГ является сохранение русского языка в качестве языка межнациональных контактов и языка профессионального общения между специалистами финансовой сферы. Отсюда следует, что России и, возможно, органам Содружества необходимо развивать программы изучения русского языка за пределами России, поддерживать там русскоязычные школы и содействовать закреплению в вузах русскоязычных курсов по финансовым специальностям.

**13.** Введение евро повлияло на Россию меньше, чем на другие европейские страны, поскольку она имеет широкие связи с Азией, значительная часть ее экспортных товаров (нефть и другое сырье) продается за доллары, и экономика страны по-прежнему долларизована. До 80% российской внешней торговли ведется в долларах, тогда как доля США в экспортно-импортных операциях не превы-

шает 5%, а доля Европы доходит до 60–65%. Появление евро создаст предпосылки для устранения этого перекаса и уменьшения зависимости России от единственной иностранной валюты. Это также расширяет поле для политического и экономического маневра РФ, но в то же время повышает необходимость активных действий с ее стороны. России целесообразно диверсифицировать валютную структуру своей внешней торговли, официальных резервов и внешних заимствований. Широкое использование евро российскими операторами было бы чрезвычайно полезно для ЕС как в стратегическом, так и в коммерческом плане. Наличие двусторонней заинтересованности РФ и ЕС создает благоприятные условия для их долгосрочного диалога и достижения взаимовыгодного баланса требований и уступок обеих сторон.

Однако развитие операций с евро происходит в России с большим трудом. Рынок не проявляет интереса к евро, поскольку цены на многие товары устанавливаются в условных единицах, так как курс рубля ориентирован на доллар. Официальный курс евро устанавливается через курс доллара. Центральный банк не может перейти к самостоятельным котировкам евро, так как емкость российского рынка евро очень мала. Существующее де-юре равенство валют на российском рынке де-факто означает доминирующее положение доллара. Выход из положения лежит в создании такой среды, в которой операции с евро были бы не менее удобными, чем с долларом. Сейчас использованию евро препятствуют такие факторы, как технические сложности, а также недостаточная информированность российских операторов, особенно мелкого бизнеса и удаленных от центра районов, ограниченный набор финансовых инструментов в евро.

14. В обозримой перспективе Россия не введет евро в качестве национальной валюты, потому что по объективным причинам она не станет членом Европейского Союза. Россия слишком велика, чтобы Евросоюз мог принять ее, не нарушив собственной внутренней логики и российской специфики. Главное же в том, что гипотетическое вступление России в ЕС лишило бы ее права самостоятельно выстраивать отношения с третьими странами (по правилам ЕС, это прерогатива органов Союза), притом что у РФ всегда были, есть и будут жизненно важные интересы в Азии, бассейне Тихого океана и, конечно, в СНГ. Альтернативой членству в ЕС является провозглашенная сторонами цель – создать общеевропейское экономическое пространство со свободным движением товаров, услуг и капиталов.

# Послесловие

Легница – милый городок на западе Польши. Несколько десятилетий там стоял советский гарнизон, в нем прошло мое детство. Два раза в неделю к нам приходила няня – полька бабушка Бронислава. В январе 1945 г. русские освободили ее из Освенцима. Она отлично жевала беззубым ртом и радовалась всему на свете. На ее левой руке чуть выше запястья виднелся синеватый лагерный номер. Дух прошлой войны был во всем: в кино, в разговорах, в детских играх. Страх новой войны (с Китаем или с Германией) тенью стоял за спиной и никогда не уходил совсем. Вернувшись в Советский Союз, мои родители не могли пригласить бабушку Брониславу в гости, не могли посылать ей открытки к праздникам. Военным этого не разрешалось, вопрос о переписке с иностранцами стоял в каждой анкете. Европа жила в кольчуге границ.

Сейчас у европейцев есть то, чего не было никогда – полвека мира. Порой кажется невероятным, как за это время изменилась жизнь, вернее, сознание, а еще вернее – бессознательное в нас. Теперешние подростки запросто общаются в интернете со сверстниками из далеких стран, и этим все сказано. Чтобы мир стал другим, потребовалось многое: здравомыслие политиков, рост экономики, гигантский прогресс науки, информационные технологии... Все так. Но есть еще одна не поддающаяся измерению сила, которая беззвучно и неотступно истончала воздвигнутые когда-то перегородки. Эта сила – естественный, иррациональный и неискоренимый интерес одних людей к другим. Чудо человеческого общения, существующее вне времени и политики.

Деньги, предмет данной книги, – не самое важное в экономике и тем более не главное в нашей жизни. И все-таки, появление на наших глазах единой европейской валюты – событие незаурядное. При всей стратегической и экономической целесообразности проекта нельзя не оценить его символического значения: на пути к единству европейские страны сделали то, что считалось почти невозможным. Наши дети получили другую, лучшую Европу, чем та, которая досталась нам, и монеты евро – одна из системных программ на ее переформатированном жестком диске.



# Список таблиц и рисунков

## Таблицы

1.1.	Экономика Западной Европы до и после ЕПС .....	21
1.2.	Структура Экономического и валютного союза .....	49-50
1.3.	Макроэкономические показатели стран ЕС в 1994–1998 гг. ....	70
1.4.	Макроэкономические показатели стран ЕС в 2001–2003 гг. ....	74
1.5.	Контрольные показатели инфляции центральных банков некоторых стран в конце 90-х гг. ....	82
2.1.	Суточные объемы производства и оборота товарных и финансовых рынков .....	112
2.2.	Рост потребительских цен и денежной массы в России в 1993–1999 гг. ....	128
2.3.	Требования к международным валютам .....	135
2.4.	Доминирующие мировые валюты .....	137
2.5.	Функции международной валюты .....	145
2.6.	Сферы обращения национальной валюты .....	148-149
2.7.	Некоторые факторы, влияющие на валютный курс .....	158
3.1.	Основные макроэкономические показатели в зоне евро, США и Японии .....	171
3.2.	Финансовые рынки зоны евро, США и Японии в 1999–2001 гг. ....	172
3.3.	Годовой оборот торговли акциями на ведущих биржах мира в 1999–2001 гг. ....	174
3.4.	Географическое распределение операций на мировом валютном обменном рынке .....	176
3.5.	Доля отдельных валют в официальных валютных резервах стран мира .....	178
3.6.	Валютная структура внешней задолженности развивающихся стран .....	182
3.7.	Евро в валютных режимах третьих стран .....	184
3.8.	Евро, доллар США и японская иена на международных рынках капиталов .....	187

3.9.	Доля отдельных валют в валютнообменных операциях мира .....	189
3.10.	Суточный оборот валютнообменных рынков по валютным парам .....	191
3.11.	Доля отдельных валют в мировой торговле в 1980 и 1995 гг. ....	197
3.12.	Обменный курс ЭКЮ/евро в 1996–2002 гг. ....	203
3.13.	Рыночные процентные ставки по трехмесячным депозитам .....	205
3.14.	Разница (спрэд) между спотовым курсом покупки и продажи валют в 1998–2000 гг. ....	209
3.15.	Волатильность обменных курсов в основных валютных парах в 1992–2002 гг. ....	213
3.16.	Валютная структура внешней торговли некоторых стран в 1995 г. ....	222
3.17.	Основные показатели экономического развития стран-кандидатов в 2002 г. ....	251
3.18.	Выполнение странами-кандидатами маастрихтских критериев конвергенции .....	253
3.19.	Режимы обменных курсов в странах-кандидатах в 1998–2002 гг. ....	260
3.20.	Главные партнеры стран ЦВЕ в зоне евро в 1997 г. ....	262
4.1.	Доля доллара США во внешнеэкономических операциях стран мира и России .....	268
4.2.	Внешнеэкономические связи России с ЕС и США в 2000 г. ....	269
4.3.	Разница в ценах на товары и услуги в странах зоны евро в 1998 г. ....	272
4.4.	Объем торгов на Единой торговой сессии межбанковских валютных бирж России в 1999–2002 гг. ....	282
4.5.	Спрэд на межбанковском валютном рынке России в 2001–2002 гг. ....	283
4.6.	Волатильность официального курса доллара и евро по отношению к рублю в 1999–2002 гг. ....	284
4.7.	Спрэд на рынке наличной валюты России в 1999–2002 гг. ....	285
4.8.	Структура российского внешнего долга по валютным заимствованиям на 1 января 1999 г. ....	290

---

4.9.	Среднедневной нетто-объем валютнообменных операций по валютам развитых и развивающихся стран, апрель 2001 г. ....	300
4.10.	Среднедневной нетто-оборот национальных валютных рынков по видам валют, апрель 2001 г. ....	301
4.11	Типы валютных блоков, их инструменты и предпосылки в современных условиях ....	310
4.12	Валютные интервенции стран ЕВС в 1979–1985 гг. ....	322

## Рисунки

2.1.	Валютный курс как равновесная цена ....	110
2.2.	Варианты изменения курса ....	115
2.3.	Иерархия валют на мировых рынках ....	131
2.4.	Межбанковский валютный рынок, организованный на принципах бартера ....	140
2.5.	Межбанковский валютный рынок, организованный на принципах “полной монетизации” с использованием единственной ведущей валюты ....	141
2.6.	Строго биполярный валютный рынок и вариант амбивалентного валютного рынка с двумя ведущими валютами ....	143
2.7.	Валютная асимметрия ....	152-153
2.8.	Изменение цены валюты под воздействием ревальвирующего фактора ....	159
2.9.	Изменение цены валюты под воздействием девальвирующего фактора ....	160
3.1.	Возможная в будущем организация амбивалентного биполярного валютного рынка с двумя ведущими валютами: долларом США и евро ...	194

## Именной указатель

- Айхенгрин Б. 322  
Аникин А. В. 126
- Барр Р. 24  
Баумбергер Й. 247  
Бергстен Ф. 214  
Блэк С. 139  
Блюм Л. 237  
Борисов С. М. 150  
Борко Ю. А. 71, 297  
Брешиани-Турони К. 120  
Бродель Ф. 10
- Валовая Т. Д. 327  
Вальрас Л. 93  
Ван дер Вее Г. 22  
Велфенс П. 215  
Вернер П. 24
- Гилберт М. 22, 125  
Грешем Т. 87, 120  
Гринберг Р. 334
- Делягин М. Г. 333  
Джевонс В. 93  
Дорнбуш Р. 104  
Дуйзенберг В. 204
- Евстигнеев В. П. 36, 38, 328  
Ершов М. В. 116
- Захаров А. В. 332
- Каплан Я. 21  
Кассель Г. 100  
Кейнс Дж. М. 100  
Кенен П. 65  
Кинг М. 234  
Киссинджер Г. 47  
Кларк Дж. Б. 93  
Клейн Б. 121, 122  
Клейн М. 254  
Кнапп Г. 93  
Константинов Ю. А. 326, 339  
Коперник Н. 87  
Красавина Л. Н. 106  
Кругман П. 95  
Куликов С. В. 326
- Лафонтен О. 215  
Либшер К. 258
- Магнифико Дж. 121  
Маккинон Р. 65  
Манделл Р. 65, 66, 104, 105, 110,  
136, 138, 168, 212  
Маркс К. 90, 91  
Маршалл А. 93  
Махлуп Ф. 97  
Менгер К. 93, 94  
Мишкин Ф. 95

- Молле В. 39  
Монти М. 56  
Мэнкью Г. Н. 95  
Мусса М. 204
- Обстфельд М. 95
- Падоа-Шиоппа Т. 121  
Паланкаи Т. 256  
Пebro М. 302  
Петерсен Н. 241  
Петти В. 85, 87, 89, 99  
Пискулов Д. Ю. 211  
Покровский В. А. 332  
Проди Р. 54  
Путин В. 275
- Раушник д-р 11  
Резникова О. Б. 334  
Рейган Р. 214  
Рибу Ж. 121  
Рикардо Д. 89, 90, 91, 100
- Сальваторе Д. 220  
Самуэльсон П. 94  
Саммерс Л. 219  
Санти Ж.-П. 121  
Свобода А. 139  
Силги де И.-Т. 69
- Смит А. 86, 87, 89, 139  
Солбес П. 54  
Сорос Дж. 167  
Степняк А. 254  
Сэй Ж.-Б. 88
- Тавлас Дж. 139  
Туллок Г. 121  
Танака С. 190
- Усоскин В. М. 95
- Фабиус Л. 208  
Фридман М. 69  
Фрэнкель Дж. 211, 221
- Хайек Ф. 97, 120, 121  
Харрис Л. 94  
Хартманн Ф. 8, 140, 142  
Хеннинг Р. 220, 221  
Хэнк С. 220
- Шемятенков В. Г. 337  
Шенаев В. Н. 113  
Шишков Ю. В. 309, 337  
Шляймингер Г. 21
- Эрхард Л. 237

## Предметный указатель

- Австралия 82, 108, 131, 156, 232, 324  
Австралийский доллар 131, 189, 192, 193, 195, 203, 230  
Австрия 16, 17, 18, 27, 67, 75, 93, 108, 171, 173, 258, 261, 295  
Австрийский шиллинг 131, 261, 287, 308  
Австро-Венгерский монетный союз 16  
Азербайджанский манат 126  
Азия 9, 43, 109, 179, 182, 197, 199, 216, 224, 225, 229, 232, 235, 259, 262, 268, 287, 297, 304, 325, 350, 351  
АКТ 226, 227, 265, 287, 348  
Амстердамский договор 335, 336  
Аргентина 125, 129, 221  
Аргентинское песо 125, 129  
Армянский драм 126  
АСЕАН 35, 228, 229, 306, 311, 318, 319  
Асимметричные шоки 66, 68, 69, 77, 171, 256  
Африка 177, 183, 225, 275  
Баварский гульден 17, 83, 124  
Бангладеш 184  
Банк международных расчетов в Базеле (БМР) 20, 22, 27, 32, 156, 182, 193, 213, 231, 339  
Бахрейн 184  
Белоруссия 125, 329, 337  
Бельгия 13, 14, 20, 44, 67, 71, 108, 295, 312  
Бельгийский франк 14, 28, 124, 131  
Бразильский реал 299  
Бреттон-вудская система 25, 233  
Британский фунт (фунт стерлингов) 19, 23, 30, 101, 114, 132, 134, 141, 144, 161, 177, 181, 190, 192, 195, 196, 198, 203, 210, 212, 224, 230, 232, 243, 255, 259, 265, 280, 287, 292, 299, 325, 348  
Болгария 248, 252, 262, 271, 295  
Болгарский лев 129, 193, 195, 252, 253  
"Большая семерка" 215, 231, 232, 235  
Босния-Герцеговина 183  
Ближний Восток 185  
Валютная асимметрия 141, 143, 150, 155, 156, 166, 344, 345, 349

- “Валютная змея” 25, 27, 28, 29, 52, 83, 218, 314, 321, 323, 337  
 Ведущая валюта 129, 133, 134, 136, 139, 140, 141, 142, 147, 151, 154, 155, 159, 162, 165, 166, 189, 190, 192, 193, 195, 221, 231, 264, 332, 344, 347  
 Великобритания 13, 15, 20, 21, 27, 29, 30, 31, 56, 64, 73, 75, 76, 77, 81, 82, 108, 121, 138, 143, 156, 163, 170, 173, 175, 205, 214, 222, 224, 230, 234, 236, 237, 238, 239, 240, 241, 242, 244, 245, 250, 254, 261, 263, 269, 280, 295, 300, 318, 336, 348  
 Венгрия 16, 17, 108, 193, 248, 251, 252, 259, 263, 295  
 Венгерский форинт 299, 300  
 Внутренняя валюта 130, 157, 158, 159, 163, 164, 166, 298, 303, 304, 344, 349  
 Восточная Европа 10, 46, 76, 109, 116, 125, 130, 162, 178, 180, 182, 183, 192, 193, 195, 199, 216, 226, 232, 236, 247, 258, 264, 265, 266, 268, 271, 275, 278, 280, 294, 295, 297, 325, 347, 349  
 Всемирный банк 182, 231, 258  
 Ганзейский монетный союз 9, 12  
 Гватемала 125, 226  
 Генеральное соглашение по торговле и тарифам (ГАТТ) 47, 48, 333  
 Германия 8, 10, 11, 13, 15, 31, 41, 42, 67, 71, 73, 77, 82, 101, 103, 108, 120, 133, 147, 156, 171, 173, 180, 192, 197, 204, 214, 215, 222, 223, 232, 237, 238, 240, 242, 246, 261, 269, 271, 281, 295, 318, 326, 338, 352  
 Гипотеза крайних возможностей 323  
 Голландский гульден 132, 133, 177, 181, 190, 191, 261  
 Гонконг 232  
 Государственный бюджет 16, 42, 73, 106, 254, 255, 256, 257, 312, 313  
 Государственный долг 42, 44, 52, 71, 155, 171, 312, 253, 290  
 Греция 9, 13, 14, 20, 44, 64, 72, 73, 74, 75, 108, 180, 236, 295, 302  
 Греческая драхма 244, 292  
 Дания 13, 15, 20, 27, 29, 64, 67, 75, 77, 108, 193, 236, 237, 238, 239, 241, 242, 254, 336, 348  
 Датская крона 31, 183, 193, 241  
 Девальвация 19, 24, 25, 28, 68, 216  
 Доклад Делора 34  
 Доклад Титмайера 232  
 Долларизация 121, 125, 129, 225, 268, 276, 306, 312, 313, 346  
 “Долларовый голод” 19  
 Доминирующая валюта 132, 134, 137, 152, 153, 154, 160, 162, 164

- Европейская ассоциация свободной торговли (ЕАСТ) 77, 237, 238
- Европейская валютная единица (ЭКЮ) 29, 30, 32, 42, 177, 180, 181, 203, 245, 276, 278, 308, 309, 311, 328
- Европейская валютная система 29, 30, 31, 32, 33, 36, 40, 49, 52, 64, 68, 75, 76, 83, 84, 190, 191, 201, 212, 218, 229, 236, 241, 243, 244, 245, 254, 304, 314, 315, 321, 322, 323, 324, 327
- Европейская комиссия 54, 59, 72, 175
- Европейская расчетная единица (ЕРЕ) 28, 255
- ЕВС-2 244, 248, 250, 254
- Европейская система центральных банков (ЕСЦБ) 34, 57
- Европейский парламент (Европарламент) 59, 201
- Европейский платежный союз (ЕПС) 20, 21, 22, 23, 28, 83, 127, 229, 305, 307, 314, 323, 327, 329
- Европейский совет 26, 34, 71, 72
- Европейский фонд валютного сотрудничества (ЕФВС) 25, 27, 29
- Европейский центральный банк (ЕЦБ) 8, 34, 35, 50, 51, 53, 55, 57, 58, 59, 60, 61, 62, 63, 64, 68, 69, 74, 75, 77, 78, 79, 80, 81, 83, 108, 185, 186, 200, 201, 202, 204, 205, 206, 207, 209, 215, 216, 217, 231, 235, 240, 243, 244, 254, 255, 258, 266, 273, 289, 296, 302, 339, 348
- Единый внутренний рынок (ЕВР) 26, 228, 238, 294, 315, 328, 346
- Единый европейский акт 26
- EURIBOR 23, 205, 232
- Закон Грассмана 151, 196
- Закон Грешема 87, 121
- Замкнутая валюта 130, 131, 134, 149
- Западная и Центральная Африка 183, 226
- Золотая крона 15, 17
- Золотой (золотомонетный) стандарт 12, 15, 17, 138, 143, 144, 323
- Золотодевизный стандарт 19, 25, 143
- Золотослитковый стандарт 143, 144
- Зона немецкой марки 152
- Зона свободной торговли 228, 309
- Зона франка 152
- Зона фунта 152
- Израиль 184
- Индонезия 229
- Инициатива Чанг-Май 229
- Индийская рупия 299
- Индонезийская рупия 299
- Интервенции 30, 31, 68, 138, 146, 201, 206, 214, 215, 218, 220, 244, 255, 263, 284, 321, 322, 339
- Инфляция 31, 63, 70, 82, 109, 125, 127, 169, 204, 221, 293, 342



- Ирландия 20, 27, 29, 40, 44, 74, 108  
Исландия 20, 108, 183  
Испания 13, 44, 108, 273, 295, 318  
Испанская песета 31, 32, 131  
Италия 13, 14, 15, 20, 31, 32, 44, 71, 76, 108, 237, 261, 295, 302, 318  
Итальянская лира 31, 32, 131, 190, 191, 321
- Казахстанский тенге 126  
Канада 156, 231, 324  
Канадский доллар 131, 132, 195  
Катар 184  
Кипр 183, 252  
Киргизский сом 126  
Китай 108, 229, 230, 296  
Китайский юань 230  
Ключевая валюта 132, 134, 136, 151, 157  
Копенгагенские критерии 249  
Коста-Рика 125  
Кризисы “второго поколения” 33  
Кризисы “первого поколения” 33  
Критерии конвергенции 44, 49, 51, 73, 76  
Кувейт 126, 184
- Латвия 248, 252, 261, 295  
Латвийский лат 126  
Латинская Америка 109, 182, 226  
Латинский монетный союз 13, 14, 305, 311
- Либерализация движения капиталов 5, 34, 136, 155, 223, 235  
Ливия 184, 185  
Литва 248, 152, 159, 161, 171, 195  
Литовский лит 126  
Ломейские конвенции 227  
Луврское соглашение 215  
Люксембург 20, 24, 56, 57, 67, 71, 124, 202, 305, 311, 312, 335  
Люксембургский франк 124
- Маастрихтские критерии 249  
Маастрихтский договор 30, 34, 76, 250, 336  
Македония 183  
Малайзия 229  
Мальта 183, 252  
Марокко 184  
МВФ 20, 25, 127, 138, 179, 204, 218, 231, 232, 233, 234, 235, 258, 290, 297, 304, 312, 313, 324  
Межгосударственный банк СНГ 330  
Международная валюта 136, 150, 186  
Меморандум Барра 24  
Мера стоимости 91, 157, 186  
Меркосур 227, 228, 306, 318  
Мьянма 184
- НАФТА 35, 47, 48, 213, 228, 319  
Немецкая марка 132, 139, 162, 166, 177, 181, 190, 191, 193, 209, 220, 271

- Нидерланды 20, 44, 67, 108, 261, 326  
 Новозеландский доллар 299  
 Норвегия 13, 15, 20, 27, 108, 193, 244, 245  
 Норвежская крона 131, 132, 189, 245, 247  
 ОАЭ 184  
 Объединение немецких денежных систем 17, 83  
 ОЕЭС 20  
 ОПЕК 126, 198  
 Официальные резервы 21, 57, 133, 138, 154, 155, 161, 162, 177, 178, 180, 185, 221, 225, 228, 268, 279  
 Пакет Монти 56  
 Пакт стабильности 69  
 Пакт стабильности и роста 50  
 Парижский клуб 233  
 Паритет покупательной способности (ППС) 100, 101, 102, 103, 105, 107, 108, 109, 116, 117, 165, 171, 305, 324  
 План Вернера 24, 25, 305, 315  
 План Маршалла 20  
 Польский злотый 299, 300  
 Польша 108, 248, 252, 259, 263, 295  
 Португалия 20, 44, 73, 108, 302  
 Португальский эскудо 31, 32  
 Принципы subsidiarity 335  
 Программа ФАРЕ 247  
 Прусский таллер 18  
 Развивающиеся страны 233  
 Ревальвация 24, 28, 216, 249, 278  
 Резервная валюта 151, 258  
 Россия 13, 127, 158, 179, 221, 228, 232, 265, 267, 268, 269, 271, 274, 275, 276, 281, 290, 291, 294, 295, 296, 297, 319, 327, 329, 334, 337, 340, 348, 349, 351  
 Рубль  
 — белорусский 124  
 — российский 130, 150, 156, 159, 280, 282, 283, 286, 289, 290, 293, 294, 297, 298, 299, 303, 304, 305, 311, 340, 349  
 — советский 130, 150, 329  
 Румыния 248, 252, 262  
 Сальвадор 125  
 Саудовская Аравия 184  
 Свободно конвертируемая валюта 118, 130, 131, 146, 150, 190, 223, 228, 323  
 СДР 28, 138, 139, 178, 179, 180, 182, 185, 232, 236  
 Сеньораж 167, 217, 219, 221, 225, 226, 247, 275, 305, 313, 344  
 Серебряный стандарт 15, 17  
 Сингапур 156, 229, 232  
 Сингапурский доллар 192, 230, 311  
 Скандинавский монетный союз 15, 305  
 Словакия 248, 252, 259, 295  
 Словения 248, 251, 271  
 Смитсоновское соглашение 25  
 СНГ 5, 6, 8, 113, 125, 126, 130, 180, 181, 228, 229, 236, 265, 267, 268, 275, 276, 295, 305, 306, 307, 314, 315, 317,

- 318, 319, 320, 321, 323, 325,  
326, 327, 328, 329, 330, 331,  
332, 333, 334, 335, 336, 337,  
338, 339, 340, 341, 348, 349,  
350, 351
- Средиземноморье 10, 226,  
227, 275
- Средство накопления 91,  
128, 130, 146, 349
- Средство обращения 92, 94,  
112, 130, 146, 154, 165, 186,  
286
- Совет (ЕС, Евросоюза) 26,  
59, 72, 273, 291, 318
- Совет зоны евро 53, 231
- Совет ЭКОФИН 53, 201,  
206, 233
- Соглашение "Плазы" 214
- Страны с переходной эконо-  
микой 129, 147, 179, 198,  
233, 236, 270, 298, 299, 302
- СНАРС 81, 239
- США 19, 20, 21, 22, 23, 25, 28,  
37, 42, 43, 45, 46, 48, 56, 69,  
84, 93, 94, 108, 111, 112, 115,  
118, 119, 124, 125, 127, 128,  
132, 133, 134, 138, 139, 141,  
143, 144, 146, 147, 149, 151,  
155, 156, 160, 167, 170, 171,  
172, 173, 178, 179, 182, 185,  
189, 193, 195, 196, 199, 200,  
203, 204, 205, 206, 207, 208,  
211, 214, 215, 216, 217, 218,  
219, 221, 222, 224, 225, 227,  
229, 233, 234, 235, 236, 258,  
259, 261, 262, 264, 265, 267,  
268, 269, 270, 275, 276, 277,  
281, 282, 286, 287, 289, 290,  
302, 303, 311, 321, 324, 325,  
333, 340, 346, 347, 348, 350
- Таджикский сомони 126
- Таиланд 229, 299
- Таиландский бат 299
- Таможенный союз 26, 228,  
238, 309, 315, 346
- Теория Балаша-Самуэльсо-  
на 109
- Теория оптимальной валют-  
ной зоны 65, 67
- Трансакционные издержки  
66, 136, 139, 180, 188, 190,  
199
- Трансевропейская автомати-  
зированная экспресс-систе-  
ма валовых расчетов в режи-  
ме реального времени ТАР-  
ГЕТ 63
- Тунис 184
- Турецкая лира 161, 266, 299
- Туркменский манат 126
- Узбекский сум 126
- Украинская гривна 126
- Ферейнсмюнце 18
- Ферейнсталлер 18
- Фиксированные курсы 33,  
44, 66, 70, 84, 234
- Филиппины 229
- Филиппинский песо 299
- Финансовые кризисы 179,  
232, 235
- Финляндия 40, 76, 108
- Финская (финляндская)  
марка 76, 131, 162
- Флорин Австро-Венгрии 17
- Форум финансовой стабиль-  
ности 231
- Франк КФА 183, 185, 272,  
311

- Франция 13, 14, 15, 20, 31, 44, 67, 108, 138, 143, 156, 183, 185, 214, 237, 261, 295, 318, 335
- Французский франк 132, 177, 181, 183, 190, 191, 280, 292, 325
- Хорватия 183
- ЦВЕ 216, 247, 248, 249, 250, 251, 252, 254, 255, 256, 257, 258, 259, 260, 261, 262, 263, 277, 286, 301, 331, 349
- Центральная Европа 109
- Центральная и Восточная Европа 180, 183, 193, 226, 275, 278
- Черногория 125, 184, 229
- Чехия 156, 248, 251, 271, 295
- Чешская крона 299
- Шведская крона 32, 114, 236, 241
- Швеция 13, 20, 27, 64, 76, 77, 108, 193, 236, 237, 238, 239, 241, 242, 248
- Швейцария 13, 14, 20, 56, 156, 193, 223, 230, 244, 245
- Швейцарский франк 132, 152, 181, 190, 195, 210, 214, 247, 265, 292, 299, 348
- Экономическая конвергенция 251
- ЭКЮ 29, 30, 32, 42, 177, 180, 181, 203, 245, 276, 278, 308, 309, 328
- Эстония 248, 251, 261, 271, 295
- Эстонская крона 126
- Южная Корея 43, 229
- Южнокорейская вона 190, 300
- Япония 46, 103, 156, 213, 214, 223, 229, 230, 235, 324
- Японская иена 181, 190, 230, 265, 348

# Оглавление

Вступительное слово .....	5
От автора .....	7
<b>Глава 1. Сущность экономического и валютного союза .....</b>	<b>9</b>
1.1. Исторический опыт валютного сотрудничества в Европе .....	9
1.1.1. Монетные союзы эпохи металлического стандарта .....	9
1.1.2. Валютное сотрудничество в условиях золотодевизного стандарта .....	19
1.1.3. Плавающие курсы и новый формат валютной интеграции .....	26
1.2. Причины и движущие силы ЭВС .....	36
1.3. Структура и организация ЭВС .....	48
1.3.1. Общая экономическая политика .....	51
1.3.2. Единая валютная политика .....	57
1.4. Внутренние риски и проблемы ЭВС .....	65
1.4.1. Проблемы достижения реальной конвергенции .....	65
1.4.2. Другие проблемы и риски ЭВС .....	75
<b>Глава 2. Теория международной валюты .....</b>	<b>85</b>
2.1. Природа денег и их функции .....	85
2.2. Деньги как товар на валютных рынках .....	100
2.2.1. Обменный курс – цена валюты на внешнем рынке .....	100
2.2.2. Спрос на валюту и ее предложение .....	109
2.3. Международные валюты .....	120
2.3.1. Конкуренция между валютами .....	120
2.3.2. Интернационализация валют .....	129
2.4. Валютная асимметрия .....	143
2.4.1. Международные функции валют и сферы их обращения .....	145
2.4.2. Интернационализация валют и курсообразование .....	156
<b>Глава 3. ЭВС в мире: современные позиции и перспективы ...</b>	<b>168</b>
3.1. Перспективы евро как международной валюты .....	169

3.1.1.	Общие условия и предпосылки .....	169
3.1.2.	Государственное использование евро за рубежом .....	177
3.1.3.	Частное использование евро на внешних рынках .....	186
3.2.	ЭВС в международной валютной системе .....	199
3.2.1.	Обменный курс евро .....	200
3.2.2.	Отношения ЕС с США и новая финансовая архитектура мира .....	218
3.3.	Зона евро и другие западноевропейские страны .....	236
3.4.	ЭВС и расширение Евросоюза на восток .....	247
3.4.1.	Условия и перспективы присоединения стран-кандидатов к зоне евро .....	249
3.4.2.	Евро как иностранная валюта в Центральной и Восточной Европе .....	258
<b>Глава 4.</b>	<b>Россия и СНГ в процессе международной валютной интеграции и конкуренции .....</b>	<b>267</b>
4.1.	Экономический и валютный союз ЕС и Россия .....	267
4.1.1.	Стратегические интересы России и Евросоюза .....	267
4.1.2.	Практика использования евро в России .....	278
4.2.	Перспективы российского рубля .....	292
4.2.1.	Рубль и зона евро: будущий формат взаимоотношений .....	294
4.2.2.	Рубль – валюта переходной экономики .....	298
4.3.	Европейский опыт и пути валютной интеграции в СНГ .....	305
4.3.1.	Типы валютных блоков .....	307
4.3.2.	Европа и СНГ: условия и формы валютной интеграции .....	314
4.3.3.	Интеграционная идеология ЕС и валютное сотрудничество в СНГ .....	329
	Заключение .....	342
	Послесловие .....	352
	Список таблиц и рисунков .....	353
	Именной указатель .....	356
	Предметный указатель .....	358

# Сведения об авторе

Буторина Ольга Витальевна – заведующая Отделом европейской интеграции Института Европы РАН, доктор экономических наук.

Родилась в 1961 г. в г. Мончегорске Мурманской обл. В 1983 г. окончила экономический факультет МГИМО МИД СССР. В 1983–1988 гг. работала экономистом в системе Министерства внешней торговли и училась в заочной аспирантуре МГИМО, где в 1987 г. защитила кандидатскую диссертацию по проблемам внешнеэкономических отношений Испании.

С 1989 г. работает в Институте Европы РАН. За последние 15 лет опубликовала две индивидуальные монографии и более 80 других научных работ, ряд статей были изданы за рубежом, в том числе в США, Великобритании, Бельгии. Вместе с Ю.А. Борко выступила редактором двух коллективных книг: “Путеводитель по Европейскому Союзу” (1998), второе издание которого выйдет в свет в начале 2003 г., и монографии “Европейский Союз на пороге XX века: выбор стратегии развития” (2001).

О.В. Буторина – вице-президент российской Ассоциации европейских исследований (АЕВИС), постоянный автор и один из редакторов издаваемого с 1995 г. ежеквартального обзора “Европейский Союз: факты и комментарии”. Она является членом экспертных групп по вопросам интеграции в СНГ, созданных при Торгово-промышленной палате РФ и Международном валютном комитете Содружества. На ее счету многочисленные доклады на научных конференциях, презентации в российских и зарубежных банках, включая Дойче банк и Европейский центральный банк, курсы лекций, прочитанные в университетах России и Испании. В 2002 г. Фонд содействия отечественной науке присудил О.В. Буториной грант в номинации “Лучшие экономисты РАН”.

**Ольга Витальевна БУТОРИНА**  
**Международные валюты:  
интеграция и конкуренция**

Лицензия № 066102 от 10 сентября 1998 г.  
Подписано в печать 01.12.2002 г. Формат 60×90<sup>1/16</sup>.  
Усл. печ. л. 23. Тираж 3000 экз. Заказ № 2547.

Издательский дом “Деловая литература”  
109518, Москва, Люблинская ул., д. 5, к. 2

E-mail: [de-liter@mtu-net.ru](mailto:de-liter@mtu-net.ru)

Отпечатано с готовых диапозитивов  
в ФГУП ордена “Знак Почета” Смоленской  
областной типографии им. В. И. Смирнова.  
214000, г. Смоленск, пр-т им. Ю. Гагарина, 2.

ISBN 5-93211-020-1



9 785932 110201