



# Выбор пути к успешному принятию евро

## Новые члены ЕС должны получить чистые выгоды от вступления в зону евро

Сузан Шадлер

**П**ЕРВАЯ группа стран с переходной экономикой, вступивших в Европейский союз (ЕС), переключает свое внимание на следующий шаг в интеграции с Европой — замену своих национальных валют на евро. Вступив в ЕС, эти страны стали также членами Экономического и валютного союза (ЭВС), с оговоркой относительно принятия евро. Это означает, что каждая страна будет обязана сделать этот шаг, но может самостоятельно определить для него сроки.

Вступление в зону евро будет сопряжено для этих стран со значительными экономическими переменами. С одной стороны, более тесная интеграция с зоной евро положительно скажется на их экономическом росте и эффективности; кроме того, они перестанут подвергаться риску, характерному для стран с формирующимся рынком. С другой стороны, существуют и потенциальные издержки участия в валютном союзе, обусловленные тем, что страны-члены валютного союза подвержены асимметричным шокам. Страны, связанные валютным союзом, проводят общую денежно-кредитную политику, которая может быть неоптимальной для страны, переживающей асимметричный шок. Поэтому отказ от возможности проводить национальную денежно-кредитную политику может привести к повышению неустойчивости экономики, если влияние асимметричных шоков не сглаживается другими мерами макроэкономической политики или макроэкономическим поведением — в первую очередь мерами налогово-бюджетной политики и гибкостью цен и заработной платы.

Существующие условия в новых государствах-членах ставят сложные проблемы, связанные с выбором подхода к принятию евро. Реальная конвергенция, то есть сокращение разрыва в реальных доходах на душу населения, происходит значительно медленнее, чем даже в наименее богатых странах зоны евро. Хотя номинальная конвергенция, то есть сокращение разрывов в темпах инфляции, проходит довольно успешно, конвергенция экономической политики — особенно выравнивание уровней бюджетного дефицита — в странах Центральной Европы по крайней мере столь же проблематична, что и в наиболее трудных случаях, наблюдавшихся до создания ЭВС. В связи с этими исходными условиями встают вопросы о соотношении выгод и издержек, о мерах политики, реализация кото-

рых необходима для успешного членства в валютном союзе, а также о проблемах, касающихся выполнения условий вступления в ЕС, — маастрихтских критериев конвергенции. В настоящей статье рассматриваются указанные вопросы применительно к странам Центральной Европы, а также соображения о том, какими принципами должен руководствоваться МВФ, осуществляя надзор в этих странах.

Поскольку каждое новое государство-член обязуется принять евро, важнейшие вопросы заключаются в том, когда и как это сделать. Соображения, определяющие эти решения, весьма сложны, но в целом отражают три следующих самостоятельных вопроса.

● *Превосходят ли долгосрочные выгоды от участия в зоне евро связанные с этим издержки?* Если ожидаемые выгоды от





расширения торговли, ускорения роста и укрепления дисциплины экономической политики больше, чем издержки, связанные с отказом от денежно-кредитной политики как инструмента для стабилизации экономики, странам надлежит относительно быстро проводить меры политики, необходимые для принятия евро. Если выгоды и издержки уравниваются друг друга, и есть вероятность того, что чистые выгоды будут расти с течением времени, более предпочтительным может оказаться не столь быстрый подход к принятию евро.

● *Какие изменения необходимо внести в экономическую политику или институциональную систему, чтобы обеспечить успешное участие в зоне евро?* В широкой постановке эти изменения предполагают как повышение синхронизации с другими странами зоны евро, так и улучшение экономических механизмов, таких как гибкий подход к установлению цен и заработной платы и налогово-бюджетная политика, для нейтрализации асимметричных шоков.

● *Сколько времени потребуется для того, чтобы надежно и эффективно реализовать необходимые меры политики и выполнить маастрихтские критерии?* Любое изменение режима экономической политики сопряжено с риском повышения макроэкономической неустойчивости, поэтому необходимо разработать стратегию управления подобным риском. Важно определить издержки, связанные с выполнением маастрихтских критериев, способы минимизации этих издержек и оптимальное время для их преодоления.

#### Аргументы в пользу и против валютного союза

Недавнее исследование, посвященное преимуществам валютных союзов для торговли и доходов, показывает, что выгоды за 20–30-летний период могут быть значительными. В работе Эндрю Роуза (Калифорнийский университет в Беркли), проведенном в 2003 году, сведены эконометрические результаты 24 эмпирических исследований и сделан вывод о том, что валютный союз почти удваивает объем торговли между государствами-членами — практически полностью за счет образования новых внешнеторговых потоков, а не перераспределения торговли. Этот факт, наряду с оценкой влияния роста торговли на доходы, позволяет предположить, что принятие евро может привести к повышению ВВП на 10 процентов за 20 лет в Польше и примерно на 20–25 процентов в большинстве остальных стран Центральной Европы. В недавней работе, где рассматривается фактический опыт ЭВС за первые пять лет его существования, делается вывод, что даже за столь короткий срок Союз оказал положительное влияние на внешнюю торговлю и экономический рост в его нынешних государствах-членах, что, при условии сохранения этого влияния, может соответствовать значительным долгосрочным эффектам.

Вместе с тем, одна из нерешенных проблем состоит в объяснении причин, вызывающих рост торговли в валютном союзе. Представляется, что одним из очевидных факторов является устранение валютного риска, хотя исследования не позволяют сделать однозначный вывод о значительных издержках из этого источника. Кроме того, в большинстве моделей для оценки выгод от членства в валютном союзе учитывается наличие договоренностей о свободной торговле, поэтому устранение торговых барьеров также не может служить объяснением данного явления. Это позволяет предположить, что определенную роль должны играть другие эффекты валютного союза, особенно снижение транзакционных издержек, усиление конкуренции и повышение прозрачности цен. Принятие евро должно принести и ряд других, менее изученных выгод, включая снижение премий за риск

Вставка 1

#### Что такое эффект Балассы-Самуэльсона?

Сближение стран Центральной Европы со странами зоны евро по уровню доходов будет определяться, по крайней мере частично, повышением производительности труда, обусловленным ростом капиталовооруженности и совокупной факторной производительности. Как правило, такое повышение быстрее достигается в производстве внешнеторговых товаров, которое подвергается иностранной конкуренции и обычно привлекает более значительную часть технологически интенсивных прямых иностранных инвестиций по сравнению с производством невнешнеторговых товаров. Повышение заработной платы в секторе внешнеторговых товаров в связи с ростом производительности труда вызывает повышение заработной платы и в секторе невнешнеторговых товаров. Для поддержания нормы прибыли цены невнешнеторговых товаров должны возрастать пропорционально росту цен внешнеторговых товаров. Этот процесс называется эффектом Балассы-Самуэльсона.

по процентным ставкам в странах-членах и укрепление основ для обеспечения экономической дисциплины.

Однако эти выгоды необходимо сопоставить с издержками, которые влечет за собой отказ от денежно-кредитной политики как инструмента стабилизации экономики. При этом важно помнить, что страны, связанные валютным союзом, обязаны проводить одинаковую денежно-кредитную политику независимо от ее целесообразности, тогда как экономические шоки в разных странах могут быть различными. В работах по проблемам оптимальных валютных зон, первая из которых была написана Робертом Манделлом в 1961 году, масштабы издержек, связанных с утратой национального денежно-кредитного суверенитета, оцениваются с двух позиций. Во-первых, требуется определить подверженность страны реальным шокам, которые асимметричны по отношению к соответствующим шокам в рамках валютного союза в целом и, следовательно, в оптимальном случае должны преодолеваются путем проведения индивидуальной денежно-кредитной политики в конкретной стране. Чем ниже степень синхронизации между экономическими циклами отдельной страны и циклами валютного союза, чем меньше объем ее внутриотраслевой торговли с другими странами валютного союза; чем больше структура ее производства по секторам отличается от структуры производства в валютном союзе, тем сильнее эта страна подвержена асимметричным шокам. Во-вторых, необходимо оценить способность стран адаптироваться к этим шокам в отсутствие собственной денежно-кредитной политики — главным образом благодаря гибкости цен и заработной платы, но также посредством антициклической налогово-бюджетной политики.

В целом новые государства-члены ЕС демонстрируют характеристики оптимальной валютной зоны, которые столь же устойчивы, что и в странах-членах ЭВС из Южной Европы, или более устойчивы. Кроме того, ряд исследователей, в частности, Джеффри Френкель и Эндрю Роуз, утверждают, что вступление в валютный союз может вызвать процессы, которые изменяют структуру экономики его членов, снижая их уязвимость и повышая способность адаптироваться к асимметричным шокам.

Два других вопроса имеют значение для оценки издержек, связанных с отказом от национальной денежно-кредитной политики. Во-первых, насколько действенна денежно-кредитная политика как амортизатор шоков в малых странах с открытой экономикой, таких как страны Центральной Европы? Боргейс и Кейс (2004 год) показывают, что большинство недавних макроэкономических шоков в странах Центральной Европы, вероятно, представляло собой финансовые шо-

ки, для противодействия которым, по мнению авторов, лучше всего подходят изменения объема денежной массы, а не валютных курсов. В этом случае необратимая фиксация валютных курсов может оказаться не столь большой потерей в арсенале инструментов макроэкономической политики. Во-вторых, проводятся ли в странах меры налогово-бюджетной политики, политики в области заработной платы и структурной политики, которые не только способствуют нейтрализации шоков, но и сами не вызывают шоков? Обеспечение этого имеет решающее значение для успешного членства в валютном союзе.

Решение о том, окажутся ли выгоды для торговли и экономического роста больше издержек, связанных с возможным повышением макроэкономической неустойчивости, в конечном счете является субъективным. Не существует моделей, в которых объединялись бы оба результата и делались выводы применительно к единому параметру, например, чистому изменению благосостояния. Некоторые наблюдатели считают, что риск повышения неустойчивости в странах Центральной Европы, которые переходят на евро до достижения более высокой степени реальной конвергенции — а следовательно, по их мнению, и до синхронизации шоков, — превосходит выгоды от этого шага. Другие утверждают, что потенциальные выгоды для экономического роста велики; повышение дисциплины в макроэкономической политике может уменьшить неустойчивость; а подверженность асимметричным шокам в любом случае не связана с реальной конвергенцией. По мнению МВФ, качественная оценка имеющихся данных позволяет предположить, что в целом, при условии что страны проводят структурную и налогово-бюджетную политику, которая минимизирует экономическую неустойчивость, можно ожидать, что переход на евро ускорит реальную конвергенцию с риском небольшого повышения неустойчивости.

### Подготовка к вступлению в ЭВС

Страны Центральной Европы приближаются к принятию евро, имея определенные базовые макроэкономические характеристики, которые отличают их от существующих членов зоны евро и в то же время создают риски, требующие тщательного контроля. Особо выделяются следующие пять конкретных характеристик.

- Эти страны должны и далее привлекать *крупные и, возможно, нестабильные чистые притоки капитала*. Поскольку коэффициенты капиталовооруженности в этих странах значительно ниже, чем в Западной Европе, и потому нормы прибыли от инвестиций относительно высоки, отношение чистых притоков капитала к ВВП в последнее время было здесь примерно в два раза выше, чем в странах Южной Европы перед присоединением к ЭВС. Преобладание прямых иностранных инвестиций, обычно узкие рынки производных инструментов и в принципе высокие нормы прибыли обеспечивают определенную защиту от внезапных оттоков. Однако из-за больших масштабов притока капитала в сочетании с риском цепной реакции и изменением ожиданий нестабильность счета операций с капиталом становится одним из уязвимых мест экономики.

- Рост производительности труда, по всей вероятности, будет максимальным в секторе внешнеторговых товаров, где передача технологий обычно происходит наиболее активно. Повышение производительности должно привести к *возрастанию реальных валютных курсов* благодаря так называемым эффектам Балассы-Самуэльсона (см. вставку 1). Когда номинальные валютные курсы будут твердо зафиксированы (или их колебания будут ограничены), это реальное повышение должно проявиться через несколько более высокий уровень

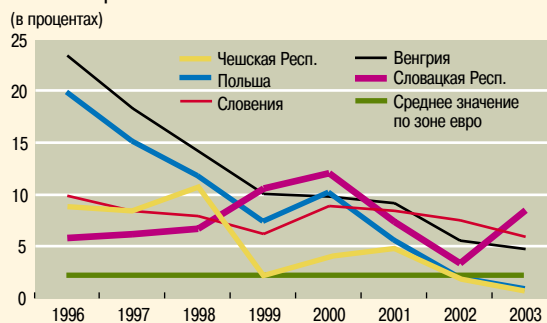
инфляции в странах Центральной Европы по сравнению со средним показателем по зоне евро.

- *Инфляция* в некоторых из этих стран превышает оптимальный уровень, и даже в тех странах, где она ниже (Польша и Чешская Республика), все еще неясно, удастся ли сохранить низкие темпы инфляции на протяжении всего экономического цикла (см. рисунок).

- Банковский кредит частному сектору в этих странах составляет менее половины от среднего показателя по зоне евро, поэтому вполне *возможен резкий прирост банковского кредитования*. Банки по-прежнему неохотно выдают кредиты предприятиям, но уже расширяют кредитование населения. Быстрое увеличение кредита может создавать риск вздутых цен на активы и перегрева экономики.

### Снижение цен

Темпы инфляции в странах Центральной Европы в целом соответствуют тенденции сближения со средним значением по зоне евро<sup>1</sup>.



Источник: МВФ, *International Financial Statistics* («Международная финансовая статистика»); оценки сотрудников МВФ.

<sup>1</sup>Инфляция индекса потребительских цен (ИПЦ) за 1996–2003 годы в странах Центральной Европы и средняя инфляция ИПЦ за 2000–2003 годы в зоне евро.

### Неравномерные результаты

Показатели выполнения налогово-бюджетных критериев новыми странами-членами.

(в процентах ВВП, 2003 год)

	Бюджетный дефицит		Долг	
	Статистика государственных финансов	Европейская система счетов 1995 года	Статистика государственных финансов	Европейская система счетов 1995 года
Чешская Республика	-6,9	-7,6	30,4	30,5
Польша <sup>1</sup>	-6,3	-4,3	50,0	46,2
Польша <sup>2</sup>	... <sup>3</sup>	5,7	... <sup>3</sup>	50,0
Словацкая Республика	-5,4	-4,8	44,9	44,9
Венгрия	-5,2	-5,2	57,2	57,2
Словения	-1,6	-2,0	27,8	27,8
Зона евро	... <sup>3</sup>	-3,0	... <sup>3</sup>	70,4

Источники: официальные органы стран; оценки сотрудников МВФ.

Примечания по странам. Для Чешской Республики показатель дефицита в статистике государственных финансов (СГФ) не включает трансферты Агентству по консолидации банков Чешской республики (СКА). Показатель долга в СГФ включает долг СКА (эквивалентный примерно 6,4 процента ВВП). Включение пенсионных фондов второго уровня в saldo бюджета сектора государственного управления уменьшило бы показатель дефицита Венгрии в рамках Европейской системы счетов 1995 года примерно на 0,7 процента ВВП. Показатель дефицита Польши в СГФ не включает компенсационные платежи (эквивалентные примерно 0,4 процента ВВП), которые не потребуются вносить после 2004 года.

<sup>1</sup>Включая пенсионные фонды второго уровня в бюджет сектора государственного управления.

<sup>2</sup>Исключая пенсионные фонды второго уровня из бюджета сектора государственного управления.

<sup>3</sup>Нет данных.

Вставка 2

### Что такое МВК-2?

МВК-2 представляет собой механизм привязки к евро валют будущих стран-членов зоны евро путем установления диапазона отклонений валютных курсов от согласованного центрального паритета в сторону повышения и понижения в размере  $\pm 15$  процентов. Однако выполнение маастрихтского критерия в отношении валютных курсов не всегда оценивается по этому широкому диапазону. Реальные прецеденты и официальные заявления показывают, что валютные курсы могут считаться стабильными, если они остаются в пределах очень узкого диапазона (например,  $\pm 2,25$  процента). При этом, во-видимому, существует возможность для очень краткосрочных изменений курса с выходом за нижнюю границу этого интервала и более продолжительных изменений — но по-прежнему в рамках 15 процентов паритета — с выходом за его верхнюю границу.

● Во всех странах, кроме Словении, наблюдается высокий *дефицит бюджета сектора государственного управления* (см. таблицу), что отражает умеренные коэффициенты доходов при высоком уровне текущих первичных расходов, особенно на социальные трансферты, по отношению к ВВП на душу населения. При этом коэффициенты долга в этих странах составляют диапазон от низких значений (в Словении и Чешской Республике) до погранично высоких (в Венгрии и Польше).

Указанные характеристики означают, что требования для успешного членства в зоне евро (и, возможно, даже в большей степени — для прокладывания пути к принятию евро) весьма высоки. Помимо синхронизации экономической активности и гибкости цен и заработной платы, важнейшую роль играют следующие три элемента.

*Во-первых, необходимо понизить уровень бюджетного дефицита и уменьшить негибкость экономики, обусловленную субсидиями и социальными трансфертами, выплачиваемыми на основе формул.* Учитывая то, что рост производства и спроса в странах Центральной Европы, по всей вероятности, останется неустойчивым, пруденциальный уровень долга, который можно было бы обслуживать без чрезмерной нагрузки на экономику даже в периоды спада, будет составлять не более 40–50 процентов ВВП. Кроме того, общий дефицит бюджета в этих странах должен быть намного ниже установленного Пактом о стабильности и росте (ПСР) ЕС лимита в 3 процента ВВП, с тем чтобы обеспечить возможность для функционирования автоматических бюджетных стабилизаторов. В то же время налогово-бюджетная политика должна позволять быстро принимать ответные меры по ограничению спроса в случае резкого прироста кредита.

*Во-вторых, необходим строгий надзор за финансовыми рынками.* Независимо от времени принятия евро, по мере приближения банковского посредничества к западноевропейскому уровню банковский кредит частному сектору почти неизбежно будет быстро возрастать. Эффективный банковский надзор, наряду с ограничением бюджетных расходов, станет ключевым фактором ограничения любых рисков вздувания цен на активы и перегрева экономики. Широкое присутствие иностранных банков в этих странах придает большое значение координации надзора со странами зоны евро.

*В-третьих, необходима устойчивая конкурентоспособность.* Этот принцип должен быть руководящим при выборе центрального паритетного курса для МВК-2, являющегося переходным курсовым механизмом, к которому страны должны присоединиться по крайней мере за два года до принятия евро (вставка 2), а позже — курса пересчета национальной валюты в евро. Из-за неэластичности цен и заработной платы в сторону снижения в новых странах-членах ЕС адаптация

к завышенному паритету будет связана со значительными издержками с точки зрения занятости и потери темпов экономического роста. Важным дополнением к надлежащим курсам пересчета станет обеспечение низкого темпа инфляции в целях поддержания высокой конкурентоспособности.

### Стратегии выбора подхода к принятию евро

Помимо этих базовых подготовительных мер для достижения устойчивых экономических результатов в рамках ЭВС, каждая страна должна разработать стратегию выполнения маастрихтских критериев. Эти критерии номинальной конвергенции состоят из четырех условий, которые должны быть выполнены в течение одного оцениваемого года: среднегодовая инфляция не должна превышать более чем на 1,5 процентных пункта соответствующие темпы в «трех государствах-членах, имеющих наилучшие результаты с точки зрения стабильности цен»; среднегодовая номинальная процентная ставка по эталонным 10-летним государственным облигациям не должна быть более чем на 2 процентных пункта выше средней ставки по тем же трем странам; дефицит бюджета должен составлять менее 3 процентов ВВП, а государственный долг — не более 60 процентов ВВП; курс, по которому национальная валюта обменивается на евро, в течение по крайней мере двух лет должен сохраняться «в пределах нормальных колебаний» МВК-2 без значительного напряжения в экономике.

В широком плане маастрихтские критерии совпадают с целями: низкой инфляцией и консервативной бюджетной позицией, которые должна поставить перед собой любая страна перед вступлением в валютный союз с низким уровнем инфляции. Новые государства-члены не являются исключением. Но выбор курса для выполнения маастрихтских критериев, а также базовых условий, устанавливаемых для себя каждой страной, потребует стратегий, объединяющих несколько аспектов макроэкономической политики.

Бюджетная корректировка будет индикатором серьезности обязательства каждой страны по принятию евро. Существенным элементом будет определение и достижение среднесрочных целевых показателей. Как правило, эти целевые показатели должны быть более высокими, чем маастрихтские критерии, чтобы гарантировать, что после принятия евро коэффициенты долга останутся в безопасных пределах, а дефициты — в рамках лимитов ПСР. В краткосрочном плане такая корректировка будет оказывать сдерживающее влияние на экономику. Но в ситуации, когда существует вероятность быстрого увеличения кредита и устойчивого роста экспорта, этот процесс может оказаться приемлемым даже исключительно с точки зрения регулирования спроса. Важнее всего то, что продуманная структура такой корректировки — сокращение чрезмерных социальных трансфертов и субсидий при полном использовании трансфертов ЕС на развитие инфраструктуры и другие расходы — приведет к более долгосрочным позитивным эффектам в сфере производства. Вопреки озабоченности в отношении того, что целевые показатели дефицита на уровне или ниже маастрихтских бюджетных лимитов являются слишком ограничительными для стран Центральной Европы, по-прежнему испытывающих значительные потребности в развитии, сотрудники МВФ считают, что эти целевые показатели представляют собой надлежащий среднесрочный ориентир для налогово-бюджетной политики.

Еще одним ключевым элементом этой стратегии будет установление правильных центральных паритетов. Кризис МВК 1992–1993 годов подчеркивает важность недопущения нереалистичных паритетов и быстрой ответной реакции при



появлении признаков несбалансированности валютных курсов. Оценка равновесных валютных курсов в лучшем случае даст довольно широкие интервалы, и выбор конкретного значения паритета в рамках этого интервала будет составной частью стратегии управления риском. В общем случае негативные последствия установления слишком низких паритетов (инфляция и перегрев экономики), как правило, менее разрушительны, чем последствия установления слишком высокого курса (низкие темпы роста, высокая безработица и необходимость понижения цен и заработной платы). Поэтому ключевое значение имеет стремление к минимизации рисков, связанных с завышенным паритетным курсом.

Низкая инфляция будет играть существенную роль в сохранении конкурентоспособности. Информация об эффектах Балассы-Самуэльсона позволяет предположить, что после фиксации валютных курсов экономически приемлемый уровень инфляции в этих странах, скорее всего, будет на 1–2 процента выше, чем в зоне евро. Страны должны будут удерживать инфляцию на этом уровне путем ограничения заработной платы и бюджетных расходов. Это позволит добиться темпов инфляции, близких к другим «догоняющим» государствам-членам ЕС — Греции, Ирландии, Испании и Португалии, где с начала проведения единой денежно-кредитной политики средний уровень инфляции составлял 3,4 процента. Пока неясно, придется ли странам Центральной Европы под влиянием маастрихтского критерия по инфляции добиваться более высоких результатов в год оценки. Если «три государства-члена, имеющие наилучшие показатели с точки зрения стабильности цен», — это страны, которые находятся ближе всего к целевому показателю инфляции Европейского центрального банка (чуть ниже 2 процентов), то максимальный уровень инфляции составит, соответственно, примерно 3–3,5 процента. Если это три страны с самым низким уровнем инфляции, то максимальный уровень составит менее 3 процентов, что ниже темпов инфляции, которые должны быть экономически приемлемы для стран Центральной Европы.

Решающее значение будет иметь также выбор надежных основ денежно-кредитной политики. До присоединения к МВК-2 следует сохранить существующие основы — в большинстве случаев это таргетирование инфляции в сочетании с гибкими валютными курсами, — поскольку в прошлом они защищали эти страны от разрушительных последствий нестабильности счета операций с капиталом, устраняя любые предположения о неясных гарантиях валютного курса. После присоединения к МВК-2 потребуется скорректировать эти основы, чтобы усилить стабилизирующие эффекты центрального паритета, максимизировать возможности выполнения критериев в отношении стабильности валютных курсов и инфляции и регулировать риски, связанные с изменчивостью потоков капитала. Задача будет заключаться в том, чтобы избежать «промежуточных режимов валютных курсов» между проверенной временем, безопасной жесткой привязкой и в целом свободно плавающим курсом. Такие режимы могут подвергнуть разрушительным испытаниям рынок решимость властей защищать узкий валютный коридор и снижать стимулы к надлежащему хеджированию рисков инвесторами. Существует два очевидных варианта:

- свободная форма таргетирования валютных курсов, при которой политика в отношении процентных ставок (вместе с налогово-бюджетной политикой) направлена на стабилизацию валютного курса с течением времени в интервале вокруг центрального паритета. Это не потребует ни прямого, ни косвенного обязательства придерживаться более узкого коридора по сравнению с установленным МВК-2 валютным

коридором в 15 процентов в каждую сторону от паритета, и не потребует проведения интервенций, вследствие которых власти могут оказаться в ловушке спекулятивного давления на одной из сторон коридора;

- жесткая привязка, аналогичная механизму валютного управления с точки зрения как его функционирования, так и жесткости поддержки мер налогово-бюджетной политики и политики в области заработной платы.

В идеальном случае эти две системы должны давать похожие результаты, заключающиеся в консервативной макроэкономической политике, поддерживающей стабильную конъюнктуру валютного рынка. Однако выбор между ними указывает рынкам, каким образом валютный курс будет реагировать на внешние потрясения. При жесткой привязке любые потрясения будут непосредственно сказываться на процентных ставках, а при таргетировании валютного курса — на валютном курсе. Отсутствие ясности в этом отношении и, как следствие, стремление инвесторов застраховаться от рисков по открытым валютным позициям приводит к образованию целого спектра систем в интервале между этими двумя (включая узкие коридоры) рискованными альтернативами для этих стран.

Последний вопрос связан с временными рамками для МВК-2. Согласно одной точке зрения, МВК-2 следует использовать в качестве «испытательного полигона» в течение неопределенного срока. Иными словами, удержание валютного курса в пределах коридора в  $\pm 15$  процентов и постепенное сужение этого коридора до небольшого интервала вокруг центрального паритета позволит проверить последовательность проводимой политики и приемлемость центрального паритета для окончательной конверсии. С этой точки зрения валютный курс является скорее индикатором настроения рынка, чем инструментом для регулирования рисков. Альтернативная точка зрения, которой отдают предпочтение сотрудники МВФ, заключается в том, что страны должны присоединиться к МВК-2 только тогда, когда они будут вполне подготовлены к принятию евро по истечении обязательного двухлетнего периода отсрочки. Согласно этой точке зрения, присоединение к МВК-2 до проведения мер политики, удовлетворяющих требованиям перехода на евро, устранил актуальность четкой даты принятия евро и, тем самым, может замедлить мобилизацию политической поддержки необходимых реформ политики. А без адекватных поддерживающих мер политики даже широкий коридор может вызывать спекулятивные атаки.

### Заключение

При наличии необходимых поддерживающих мер политики принятие евро должно в долгосрочной перспективе принести новым государствам-членам значительные чистые выгоды и сделает их более сильными и самостоятельными членами ЕС. Однако для того, чтобы обеспечить успех их членства в зоне евро, им необходимо выполнить жесткие требования к мерам экономической политики. В частности, еще до присоединения к МВК-2 страны Центральной Европы должны решительно приступить к бюджетной корректировке, обеспечить низкий уровень инфляции и добиться значительной гибкости заработной платы и цен. При такой степени приверженности выбранному курсу экономические последствия столь серьезного изменения режима будут поддаваться регулированию и, несомненно, приведут к росту благосостояния. ■

*Сюзан Шадлер — заместитель директора Европейского департамента МВФ.*