

Глава 12

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ И ВАЛЮТНЫЙ СОЮЗ

♦ *Задачи и график строительства ЭВС* ♦ *Общая экономическая политика* ♦ *Единая денежно-кредитная политика*

Экономический и валютный союз ЕС (ЭВС) начал функционировать 1 января 1999 г., когда в безналичное обращение была введена единая европейская валюта евро. Европейский Союз стал первым и пока единственным в мире региональным объединением, перешедшим к четвертой стадии интеграции. Первое десятилетие функционирования ЭВС доказало успешность проекта, его исключительную значимость как для европейской интеграции в целом, так и для государств — членов ЕС.

12.1. Задачи и график строительства ЭВС

Задачи ЭВС. Экономический и валютный союз создавался для достижения трех взаимосвязанных целей: 1) придать новый импульс развитию европейской интеграции; 2) стимулировать рост; 3) усилить роль ЕС в мире.

Дальнейшее развитие интеграции было необходимо и возможно, поскольку к 1993 г. в Сообществе практически завершилось формирование единого внутреннего рынка (ЕВР). Чтобы рынок ЕС был максимально приближен по своим характеристикам к национальному (например, такому, как в США), не хватало единой валюты. Создание ЕВР значительно усилило экономическую взаимозависимость стран ЕС. В конце 1990-х годов на партнеров по группировке приходилось 61% их внешней торговли и 65% прямых зарубежных инвестиций. Столь тесное переплетение национальных хозяйств уже требовало общего экономического курса, а не

простой координации экономической политики, практиковавшейся с 1970-х годов.

В 1980-е годы изменилась природа мировых финансовых рынков. Многократно возросли их объемы, усилилась мобильность капиталов благодаря повсеместной отмене валютных ограничений и развитию информационных технологий. Огромные средства стали перемещаться из одной части мира в другую простым нажатием клавиши, что спровоцировало серию региональных валютно-финансовых кризисов. Первым из них стал кризис Европейской валютной системы (ЕВС), разразившийся летом 1992 г. (подробнее см. гл. 7, п. 3). В результате кризиса были девальвированы фунт стерлингов, итальянская лира, испанская песета, португальский эскудо, греческая драхма и ирландский фунт. Спасая от обесценения французский франк, центральные банки шести стран ЕС истратили на его поддержку 150 млрд долл. Хотя к 1992 г. план строительства ЭВС уже был согласован, кризис укрепил уверенность руководства ЕС в правильности принятых решений.

Для перехода на евро государствам-членам требовалось выполнить маастрихтские критерии: снизить инфляцию и процентные ставки, а также оздоровить государственные финансы. Это, в свою очередь, обещало улучшить инвестиционный климат в зоне евро и создать долгосрочные условия для устойчивого роста.

Введение единой валюты повышало качество единого внутреннего рынка ЕС, что открывало для компаний новые возможности производства и сбыта товаров. Более широкий внутренний рынок также должен был усилить конкуренцию между предприятиями разных стран, заставив их повышать рентабельность. Этому способствовало и то, что цены внутри зоны евро становились прозрачными, хорошо сравнимыми, ведь колебания обменных курсов больше не маскировали разницу в цене товара. Внутри валютного союза исчезали расходы на конвертирование (например, голландских гульденов в испанские песеты). Устранялись колебания валютных курсов и, следовательно, расходы на страхование валютных рисков.

Становление евро как второй по значению мировой валюты должно было существенно укрепить глобальные по-

зиции Европейского Союза, усилить его голос в МВФ и других международных организациях. Создание единой валюты улучшало условия расчетов зоны евро с ее внешними партнерами. Используя евро, а не доллары, для совершения экспортно-импортных сделок, проведения банковских и валютных операций, страны ЕС больше не подвергались валютному риску, что снижало их зависимость от экономической политики США. Впоследствии эти ожидания целиком оправдались.

Падение берлинской стены и перспектива сближения западной и восточной частей Европы требовали, чтобы ЕС стал более сильным мировым игроком. Формирование ЭВС как нельзя лучше отвечало этим вызовам: валютный союз усиливал интеграционные связи внутри ЕС, а единая валюта подкрепляла его новые международные амбиции.

График строительства ЭВС. История Экономического и валютного союза начинается с «доклада Делора». Так неофициально назывался итоговый документ, подготовленный в 1989 г. рабочей группой во главе с председателем Европейской комиссии Жаком Делором. Группа пришла к выводу, что странам ЕС необходимо полностью отменить ограничения на движение капиталов внутри группировки, объединить финансовые рынки, достичь полной конвертируемости национальных валют и в дальнейшем перейти к единой денежной единице.

С 1 июля 1990 г. Сообщества приступили к реализации программы. Формально же ее санкционировал Договор о Европейском Союзе, подписанный в феврале 1992 г. Он официально провозгласил цель создать Экономический и валютный союз и ввести единую валюту. Предусматривалось также создание Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ), состоящей из национальных центральных банков и Европейского центрального банка (ЕЦБ), который имел бы исключительное право определять денежно-кредитную политику валютного союза.

Строительство ЭВС проходило в три этапа. В течение *первого этапа* (вторая половина 1990 г. — 1993 г.) было завершено формирование единого внутреннего рынка, разработаны механизмы сближения 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. Были разработаны правила функционирования ЕЦБ и методы координации экономической политики государств-членов. В мае 1998 г. был образован Европейский центральный банк, а Европейский совет определил круг стран, которые первыми перешли на евро с января 1999 г.

В ходе *третьего этапа* (1999–2002) страны ЕС перешли к общей экономической и единой денежно-кредитной политике. С 1 января 1999 г. 11 государств ЕС ввели евро в безналичное обращение. Все основные инструменты денежно-кредитной политики (установление ставок, проведение операций на открытом рынке, эмиссия денежных знаков) перешли от национальных центральных банков к ЕЦБ. С 1 января 2002 г. началось обращение банкнот и монет евро параллельно с национальными. Через два месяца, с 1 марта 2002 г. единственным законным платежным средством на территории зоны евро стала единая европейская валюта. Национальные денежные знаки утратили эту роль, хотя еще в течение длительного времени обменивались на евро уполномоченными банками.

12.2. Общая экономическая политика

Краткая характеристика. Экономический и валютный элементы ЭВС органически связаны и не могут существовать отдельно. Общая экономическая политика необходима, чтобы сформировать единое экономическое пространство, в рамках которого компании и население имели бы идентичные условия для хозяйственной деятельности. Для этого нужна единая денежно-кредитная политика и единая валюта. Вместе с тем единая валюта не может существовать, если темпы инфляции и процентные ставки в странах валютного союза будут значительно отличаться. Эта проблема решается за счет проведения общего экономического курса и регулирования главных макроэкономических показателей на уровне всего ЕС. Общая схема организации ЭВС представлена в табл. 12.1.

Таблица 12.1

Организация Экономического и валютного союза ЕС

Общая экономическая политика	Единая денежно-кредитная политика
Критерии конвергенции	Политика ЕЦБ. Ее инструменты: операции на открытом рынке, суточные кредиты и депозиты, минимальные резервные требования
Общие направления экономической политики ЕС	Стратегия ЕЦБ. Ее опоры: определение показателя инфляции, соответствующего главной цели ЕЦБ; поддержание ценовой стабильности
Пакт стабильности и роста	Единые требования к участникам операций ЕЦБ и к используемым в них залоговым активам
Национальные программы стабилизации или конвергенции	Система ТАРГЕТ Механизм обменных курсов-2

Составлено по: материалы Совета Экофин и ЕЦБ.

Общая экономическая политика ЕС, за небольшими исключениями, распространяется на все государства ЕС вне зависимости от их членства в зоне евро. 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. 103).

Ключевую роль в формировании и реализации Общей экономической политики ЕС играет Совет министров экономики и финансов (Совет Экофин). Основным его рабочим органом является Экономический и финансовый комитет (ЭФК), состоящий из представителей каждой страны ЕС (глав министерства финансов и центрального банка), а также Комиссии и ЕЦБ. ЭФК следит за развитием экономической

и финансовой ситуации в государствах-членах и Сообществе в целом, регулярно предоставляет соответствующие отчеты Совету и Комиссии. Для решения специфических вопросов, касающихся только участников валютного союза, создан дополнительный орган — Совет зоны евро (или Еврогруппа — *Eurogroup*), включающий министров финансов стран валютного союза. Совет возглавляет председатель, избираемый членами на четыре года. Решения, принимаемые Советом зоны евро, не имеют обязательной силы, но обычно служат базой для решений Совета Экофин.

Критерии конвергенции. Согласно Маастрихтскому договору и прилагаемым к нему протоколам, чтобы перейти на евро, страна должна выполнять критерии конвергенции, или маастрихтские критерии. Когда в мае 1998 г. Совет утвердил список из 11 стран, ставших первыми членами валютного союза, он провел отбор именно по результатам выполнения маастрихтских критериев. Через подобную процедуру проходили и все новые участники зоны евро: Греция, Словения, Кипр, Мальта, Словакия и Эстония. Весной 2006 г. Совет ЕС и ЕЦБ отказали Литве в ее просьбе присоединиться к зоне евро, поскольку она превысила допустимый уровень инфляции.

Следует подчеркнуть, что при вступлении в ЕС страна обязана выполнять копенгагенские, но не маастрихтские критерии. Последние актуальны только при переходе на евро.

Полезно запомнить. Маастрихтские критерии

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

2. Процентные ставки по долгосрочным (десятилетним) государственным ценным бумагам не должны превышать более чем на 2 процентных пункта соответствующий средний показатель для трех стран с наименьшим ростом цен.

3. Государственный бюджет должен сводиться с положительным или нулевым сальдо. В крайних случаях дефицит не должен быть более 3% ВВП.

4. Государственный долг не должен быть более 60% ВВП.

5. В течение двух лет валюта должна быть привязана к евро в рамках механизма обменных курсов-2 (МОК-2).

6. Стране надлежит обеспечить независимость национального центрального банка и привести его статус в соответствие с Уставом ЕЦБ.

Основное назначение критериев конвергенции — добиться долгосрочной макроэкономической стабилизации в зоне евро и на этой основе сделать возможным нормальное функционирование валютного союза.

Низкая инфляция нужна для того, чтобы единая валюта пользовалась доверием инвесторов, а ее курс по отношению к другим главным мировым валютам был устойчивым. Кроме того, темпы инфляции в различных странах зоны евро должны быть примерно одинаковыми, ведь процентная ставка ЕЦБ устанавливается в зависимости от среднего для зоны евро уровня инфляции. Как правило, при высоких темпах инфляции она повышается (чтобы ужесточить условия кредитования и сократить предложение денег), а при низких — понижается. Если какая-либо страна будет иметь динамику цен, значительно отличающуюся от зоны евро в целом, единая ставка ЕЦБ будет противоречить задачам ее макроэкономического регулирования.

Уровень процентных ставок (доходности) по долгосрочным государственным облигациям обычно зависит от размеров государственного долга и оценки инвесторами долгосрочных перспектив экономического развития страны. Низкие процентные ставки свидетельствуют о низких рисках для инвесторов. При высокой доходности государственных облигаций у инвесторов возникает соблазн вложить средства в ценные бумаги, приносящие большую прибыль при минимальном риске. Понятно, что потраченные на это средства уже не будут вложены в реальный сектор экономики. Таким образом, высокие процентные ставки по государственным ценным бумагам уводят капиталы из бизнеса и ухудшают перспективы экономического роста.

Положительное или нулевое сальдо госбюджета свидетельствует о том, что государство адекватно справляется с возложенными на него обязанностями, а социально-экономическая сфера находится в состоянии финансового равновесия. Профицит госбюджета позволяет сокращать накопленный ранее государственный долг.

Маастрихтский критерий по государственному долгу тесно связан с названными выше критериями по госбюджету и долгосрочным процентным ставкам по гособлигациям. Нор-

матив в размере 60% ВВП был выбран эмпирически: во второй половине 1980-х годов уровень госдолга во многих странах ЕС подбирался к этой планке, а органы ЕС стремились остановить процесс и обратить его вспять. Однако на сегодня Евросоюз не смог решить данную проблему. Крупный госдолг опасен тем, что для размещения новых займов государству приходится повышать их доходность (инвесторы не доверяют сильно задолжавшему заемщику и требуют более высокой платы за новые кредиты). А это, как отмечалось, приводит к переливу средств из реального сектора в финансовый. Кроме того, высокие проценты делают все более трудной выплату госдолга: новые займы уже идут не столько на нужды общества (образование, здравоохранение и т.п.), сколько на выплату процентов по ранее взятым обязательствам. Так госдолг начинает воспроизводить сам себя.

Чтобы вступить в валютный союз страна должна не менее двух лет участвовать в механизме обменных курсов-2 (МОК-2). Он создан на базе существовавшей в 1979–1999 гг. Европейской валютной системы. В ее рамках национальные валюты стран ЕС привязывались к ЭКЮ в установленных пределах. Сейчас валюты участников МОК-2 привязываются к евро в коридоре $\pm 15\%$. Смысл данного критерия состоит в том, что перед введением евро страна должна продемонстрировать свою способность поддерживать стабильный курс национальной валюты.

Независимость центрального банка означает, что он проводит свою политику (устанавливает ставку рефинансирования, эмитирует банкноты и монеты, увеличивает или сокращает золотовалютные резервы), руководствуясь исключительно своей главной целью. Ни правительство, ни государственные органы не могут влиять на его политику. Например, министерство финансов не может вынудить центральный банк выпустить дополнительные денежные знаки с тем, чтобы оно могло покрыть дефицит государственного бюджета.

По Маастрихтскому договору, в уставе национального центрального банка должны содержаться положения, гарантирующие его независимость, например, указания на то, что государственные органы не могут давать инструкции цент-

ральному банку, одобрять или аннулировать его решения, принимать участие в работе руководящих органов банка с правом голоса и т.п. В рамках валютного союза независимость национального ЦБ нужна для того, чтобы он четко выполнял распоряжения ЕЦБ, даже если с ними не будет согласна национальное правительство.

Общие направления экономической политики ЕС разрабатываются и утверждаются Советом на среднесрочную перспективу — три года. Фактически они представляют собой программу экономического развития ЕС. Документ, именуемый «Основные направления экономической политики» (*Broad Economic Policy Guidelines*), является частью более широкой программы под названием «Интегрированные направления развития в целях роста и занятости» (*Integrated Guidelines for Growth and Jobs*).

Действующие ныне общие направления экономической политики ЕС на 2008–2010 гг. состоят из трех секций. Секция А — направления макроэкономического развития всего Евросоюза; секция В — направления макроэкономического развития государств-членов; секция С — действия ЕС и государств-членов на рынка труда в целях создания рабочих мест. Секции А и В вместе именуется «Основные направления экономической политики 2008–2010», а секция С — «Направления политики занятости 2008–2010» (*Employment Guidelines 2008–10*).

Европейская комиссия следит за тем, чтобы проводимая отдельными странами политика отвечала целям экономического развития всего ЕС. Каждой стране-члену Комиссия направляет свои рекомендации в отношении необходимых структурных реформ. На их основе национальные правительства готовят планы действий, которые ежегодно подлежат утверждению главами государств и правительств на весенней сессии Европейского совета. Следует подчеркнуть, что общие направления экономического развития ЕС распространяются на все 27 государств-членов, независимо от их участия в зоне евро.

Пакт стабильности и роста (*Stability and Growth Pact*) был принят на сессии Европейского совета в Амстердаме в декабре 1997 г. по инициативе Германии. Его предназначение —

заставить страны, уже вступившие в валютный союз, соблюдать 3%-ный потолок дефицита госбюджета, поскольку иначе стабильность единой валюты окажется под угрозой.

Если дефицит госбюджета превышает 3% ВВП, в отношении страны может быть начата процедура противодействия чрезмерному дефициту (*excessive deficit procedure*). Изучив представленный правительством отчет, Совет решает, есть ли нарушение. При кратковременном превышении потолка (например, вследствие стихийного бедствия) Совет может принять решение в пользу страны. Если же, по мнению Совета, нарушение имеется, он направляет стране рекомендации с указанием срока их исполнения. Когда нарушение устраняется, прекращается и процедура. После повторного невыполнения указаний Совета на страну могут быть наложены санкции: приостановка выпуска государственных облигаций, прекращение выдачи займов ЕИБ, создание беспроцентного депозита в размере до 0,5% национального ВВП и обращение его в штраф. До сих пор до штрафов дело не доходило. Морального давления, которое Совет оказывает на нарушителей, обычно бывает достаточно, чтобы они встали на путь оздоровления государственных финансов.

Весной 2005 г. сессия Европейского совета одобрила реформу пакта. В результате были смягчены правила определения сверхнормативного дефицита и удлинены сроки его исправления. Кроме того, был значительно расширен перечень исключительных обстоятельств. В их числе: экономический спад, реализация целей Лиссабонской стратегии, проведение пенсионной реформы, значительные расходы на НИОКР, крупные государственные инвестиции, а также затраты на «объединение Европы». Если первоначальный пакт касался только дефицита госбюджета, то в его новой версии учитывались объем и динамика накопленного государственного долга.

Поводом к реформе пакта стало то, что вследствие объединения Германия длительное время имела сверхнормативный дефицит. Под угрозой санкций она вместе с другим нарушителем — Францией — развернула кампанию за изменение пакта. Их аргументы сводились к тому, что жесткие бюджетные рамки не позволяют правительствам стимулировать экономический рост, проводить структурную перестройку

ку национальной промышленности и наращивать вложения в научные исследования.

С началом мирового экономического кризиса состояние государственных бюджетов стран ЕС резко ухудшилось. Антикризисные мероприятия потребовали значительных государственных вливаний, а налоговые сборы сократились из-за спада производства. В 2009 г. в среднем по ЕС бюджетный дефицит равнялся 6% ВВП, а в четырех странах — Латвии, Испании, Ирландии и Великобритании — он составил 10% и более ВВП. По словам Олли Рена, члена Европейской комиссии, отвечающего за экономические и финансовые вопросы, «мировой экономический кризис оставил глубокий шрам на системе государственных финансов стран ЕС». Согласно оценкам, в 2012 г. общий государственный долг стран ЕС вырастет до 85% ВВП, по сравнению с 61% в 2007 г. Вернуть его на докризисный уровень удастся не ранее 2025 г.

События и факты. Долговой кризис в Греции

Избранное осенью 2009 г. новое социалистическое Правительство Греции объявило, что в результате махинаций предыдущего кабинета страна набрала долгов на 300 млрд евро (из которых 53 млрд следовало выплатить в 2010 г.) и оказалась на грани дефолта. В 2009 г. дефицит госбюджета составил 12,7% ВВП.

Новость о возможном дефолте повлекла снижение курса евро и повышение ставок по греческим государственным облигациям. 11 февраля 2010 г. ситуация обсуждалась на заседании Совета Экофин. Согласно утвержденному графику к 2012 г. Афины обязались сократить дефицит госбюджета до 3% ВВП. 25 марта на саммите Европейского Союза в Брюсселе главы государств и правительств одобрили план спасения Греции, разработанный накануне канцлером Германии Ангелой Меркель и Президентом Франции Николя Саркози. $\frac{2}{3}$ необходимой суммы страна получила в виде кредитов от 15 других участников зоны евро и $\frac{1}{3}$ — от Международного валютного фонда.

Греческое правительство разработало программу экономических реформ. Она включает повышение налогов,

сокращение зарплат в государственном секторе, либерализацию рынка труда, повышение пенсионного возраста и масштабную приватизацию государственной собственности. В ответ на это по всей стране прошли массовые демонстрации профсоюзов и забастовки.

Чтобы не допустить повторения греческой ситуации и прекратить спекуляции о возможном распаде зоны евро, было решено создать Европейский стабилизационный механизм. Он представляет собой фонд размером до 500 млрд евро, из которого может оказываться экстренная помощь странам ЕС, попавшим в тяжелое финансовое положение. Параллельно органы ЕС разработали серию мер, направленных на усиление координации экономической политики государств-членов и ужесточение бюджетной дисциплины, в том числе при помощи санкций.

Национальные программы. Согласно Пакту стабильности и роста все страны ЕС ежегодно представляют Комиссии и Совету национальные программы развития государственных финансов. Страны, входящие в зону евро, готовят программы стабилизации, а остальные государства — члены ЕС — программы конвергенции, которые представляются к 1 декабря, т.е. за месяц до начала планового года.

В программе излагается стратегия правительства, направленная на то, чтобы поддерживать долгосрочный баланс между государственными доходами и расходами или, в крайнем случае, иметь дефицит госбюджета не более 3% ВВП. Программа должна базироваться на широком анализе макроэкономической динамики и содержать подробное обоснование планируемых мер фискальной политики. Хотя программы готовятся каждый год, показатели сальдо госбюджета, государственного долга и другие важнейшие экономические индикаторы указываются на несколько лет вперед.

Данные программы рассматриваются Комиссией и утверждаются Советом. При необходимости Совет может направить стране рекомендации о внесении поправок в предложенный план действий. Совет и Комиссия следят за исполнением программ.

12.3. Единая денежно-кредитная политика

Для проведения единой денежно-кредитной политики зоны евро, как отмечалось, создана Европейская система центральных банков (ЕСЦБ), которая состоит из Европейского центрального банка и национальных центральных банков всех стран ЕС. Основной официальной целью ЕСЦБ является поддержание стабильности цен. В ее задачи также входят разработка и проведение денежно-кредитной политики в зоне евро, проведение международных валютных операций, хранение официальных резервов иностранной валюты государств-членов и управление ими, содействие плавному функционированию платежной системы. После введения евро сложилась Евросистема (*Eurosystem*), которая включает ЕЦБ и национальные центральные банки стран зоны евро, т.е. ЕСЦБ шире, чем Евросистема.

Цитата

С введением евро европейцы получили такой уровень стабильности цен, который раньше достигался лишь в отдельных странах зоны евро. Стабильность цен приносит очевидную пользу всем гражданам. Она сохраняет доходы и сбережения, а также помогает снижать стоимость заемных средств, что положительно сказывается на инвестициях, создании рабочих мест и благосостоянии в среднесрочной и долгосрочной перспективе. Единая валюта придала бóльшую динамику европейской экономике.

В последние месяцы мы увидели еще одно преимущество евро. Финансовый кризис показывает, что во время шторма лучше быть на большом, крепком и устойчивом корабле, чем на небольшом суденышке.

Президент ЕЦБ Жан-Клод Трише, интервью журналу «China Finance» 16 февраля 2009 г.

Руководящие органы ЕЦБ состоят из Дирекции (*Executive Board*), включающей от четырех до шести членов, и Совета управляющих (*Governing Council*), включающего членов Дирекции и управляющих национальными центральными банками стран зоны евро. Возглавляет ЕЦБ президент, из-

бираемый сроком на восемь лет. С конца 2003 г. этот пост занимает француз Жан-Клод Трише.

Совет управляющих определяет денежно-кредитную политику ЭВС, устанавливает процентные ставки и управляет официальными резервами ЕСЦБ. Дирекция превращает решения Совета управляющих в инструкции национальным центральным банкам. Исключительное право санкционировать эмиссию евро имеет Совет управляющих ЕЦБ, а выпускать денежные знаки могут ЕЦБ и национальные центральные банки.

Единая денежно-кредитная политика состоит из двух частей — собственно политики и стратегии.

Денежно-кредитная политика ЕЦБ проводится аналогично тому, как это происходит в любой стране. ЕЦБ регулирует распределение денежной массы между финансовыми учреждениями, государством и компаниями. Для этого используются традиционные инструменты: операции на открытом рынке, суточные ссуды и депозиты, норматив минимальных обязательных резервов. Отличие состоит в том, что вся денежно-кредитная политика ЕЦБ проводится на децентрализованной основе. ЕЦБ принимает решения и устанавливает правила их исполнения. Практические же действия совершают национальные центральные банки в строгом соответствии с инструкциями ЕЦБ.

Операции на открытом рынке регулируют спрос и предложение на ликвидные средства в зоне евро. ЕЦБ определяет условия проведения операций, а осуществляют их национальные центральные банки. Так, испанские коммерческие банки получают денежные средства от Банка Испании, немецкие — от Бундесбанка и т.п. В тендерах могут участвовать все финансовые институты зоны евро, допущенные к операциям ЕСЦБ.

В ЕСЦБ используется четыре вида операций на открытом рынке. Главный из них — *основные операции рефинансирования (main refinancing operations — MRO)*. Именно через них передается основная часть средств, направляемых ЕСЦБ банковскому сообществу. Ликвидность предоставляется сроком на одну неделю посредством торгов, которые проводятся раз в неделю на стандартных условиях. В начале торгов объявля-

ется ставка-ориентир (*marginal rate*) для данного недельного тендера. Коммерческие банки делают заявки на получение средств, и каждый из них указывает приемлемую для него ставку, которая не может быть ниже ставки-ориентира.

Традиционно все стандартные операции рефинансирования ЕЦБ проводятся по множественной ставке, или в форме так называемого американского тендера. Его суть состоит в том, что каждый участник (банк) может подать две заявки и более с указанием разных сумм и разных ставок. При этом участники не знают объема всех поданных заявок. Удовлетворение заявок идет сверху вниз: от более высоких к более низким ставкам предложения. Часть заявок — по минимальным ставкам — не удовлетворяется. Обычно объем заявок на 20–50% превышает объем фактического рефинансирования.

Для примера рассмотрим, как проходил тендер по операциям MRO № 20080034 в середине 2008 г. Тендер был объявлен 6 мая, заявки принимались до 9 ч. 30 мин. Дата начала кредитования — 7 мая, дата возврата заемных средств — 14 мая, т.е. срок кредитования — семь дней. Ставка рефинансирования ЕЦБ составляла 4%. Минимальная ставка по данному тендеру была объявлена на уровне 4,26%. В тендере участвовало 304 финансовых института зоны евро. Заявок было подано на общую сумму 229,3 млрд евро. Всего было размещено средств на сумму 150,0 млрд евро. По итогам торгов средневзвешенная ставка рефинансирования составила 4,29%.

При операциях длительного рефинансирования (*long-term refinancing operations* — *LTRO*) торги проходят раз в месяц, а продолжительность сделки составляет три месяца. Таким образом, посредством недельных тендеров ЕЦБ формирует процентные ставки межбанковского рынка, а в ходе месячных тендеров использует уже сложившиеся ставки.

Все кредитные операции проводятся в зоне евро на условиях 100%-ного залогового обеспечения. Когда коммерческий банк получает кредит от национального центрального банка по линии MRO или LTRO, он передает центральному банку ценные бумаги в качестве гарантии возврата займа.

Операции тонкой настройки (*fine-tuning operations*) предназначены для того, чтобы сглаживать неожиданные пере-

пады спроса и предложения на денежном рынке. Их задача — сохранение ровной динамики рыночных процентных ставок. *Структурные операции* тоже проводятся нерегулярно. Их задача — корректировка позиции ЕЦБ по отношению к банковской системе на достаточно продолжительное время.

В операциях рефинансирования (MRO, LTRO), как это следует из их названия, центральные банки кредитуют коммерческие банки под залог ценных бумаг. В операциях тонкой настройки и в структурных операциях используются не только возвратные сделки (займы), но и прямые сделки по купле-продаже ценных бумаг. Соответственно поток денежных средств может идти как от центральных банков в сторону коммерческих, так и в обратном направлении.

Суточные ссуды и депозиты (в зоне евро они официально именуются «*standing facilities*» — «постоянные инструменты») позволяют финансовым институтам зоны евро управлять ликвидностью в конце рабочего дня, когда межбанковский рынок закрывается. Благодаря суточной ссуде коммерческий банк может совершить платеж при отсутствии собственных достаточных средств. Суточный депозит позволяет ему разместить под процент (пусть небольшой) неожиданно образовавшиеся свободные средства. Как правило, ставка по суточным депозитам на 1% ниже ставки по основным операциям рефинансирования, а ставка по суточным кредитам — на 1% выше ее. Две названные ставки служат соответственно нижним и верхним пределами рыночной ставки овернайт.

Норма обязательных резервов определяется в зоне евро решением ЕЦБ. Данный инструмент широко используется центральными банками многих стран мира. Повышение нормы обязательных резервов означает, что коммерческие банки должны отдать на хранение центральным банкам дополнительные средства. Это ограничивает их возможности финансировать предприятия и в конечном счете сдерживает рост экономики. Понижение нормы обязательных резервов, наоборот, стимулирует инвестиционную активность. С начала действия ЭВС норма обязательных резервов в зоне евро составляет 2% пассивов банка сроком до двух лет. На размещенные обязательные резервы начисляются проценты.

По правилам ЕЦБ норматив обязательного резервирования должен выполняться в среднем в течение четырех недель. Поэтому, если в первую неделю коммерческий банк выполнял норматив на 1% вместо 2%, то в одну из последующих недель он должен продержаться на счете центрального банка уже 3% имеющихся у него средств. Если у коммерческого банка в данный момент недостает свободных средств, чтобы выполнить норматив обязательного резервирования, он может обратиться в национальный центральный банк за кредитом. Именно такие кредиты выдаются в Евросистеме в рамках основных операций рефинансирования (MRO). Поэтому срок выполнения норматива обязательного резервирования кратен частоте проведения тендеров по MRO: соответственно четыре недели и одна неделя.

Таким образом, круг денежно-кредитной политики замыкается. Коммерческие банки обязаны держать в национальных центральных банках часть собственных средств, а для пополнения этих резервов они могут обращаться в центральный банк за кредитами. Следует особо отметить, что ставки, которые устанавливает ЕЦБ по операциям на открытом рынке, непосредственно влияют на другие процентные ставки в зоне евро. В первую очередь они отражаются на ставках межбанковского рынка, а уже через них — на ставках, по которым коммерческие банки кредитуют население и бизнес.

В зоне евро существует две основные межбанковские ставки. Ставка EONIA (*euro overnight index average*) рассчитывается как средневзвешенная ставка по необеспеченным суточным займам в евро, согласно заявлениям определенной группы банков. Обычно она идет точно вслед за ставкой по основным операциям рефинансирования ЕЦБ. EURIBOR (*euro interbank offered rate*) — это ставка, по которой первоклассный банк готов предоставить средства в евро другому первоклассному банку. Она рассчитывается ежедневно по межбанковским депозитам сроком на 1, 3, 6 и 12 месяцев как средняя ежедневных ставок предложений репрезентативной группы первоклассных банков. Представление о соотношении основных ставок в зоне евро можно получить на основании рис. 12.1 и 12.2.

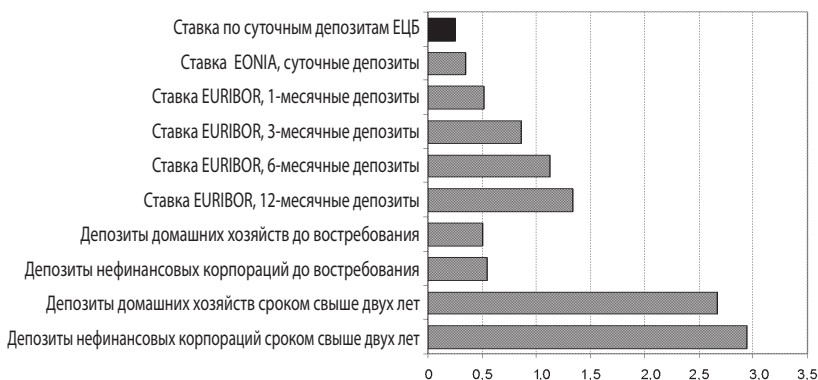


Рис. 12.1. Основные депозитные ставки в зоне евро в августе 2009 г.

Источник: данные ЕЦБ URL: www.ecb.int

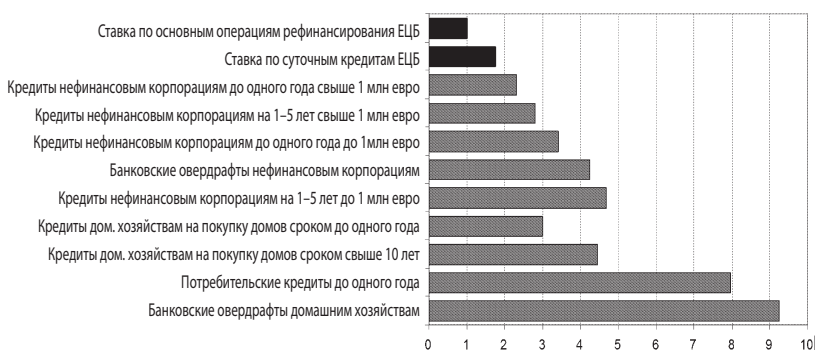


Рис. 12.2. Основные кредитные ставки в зоне евро в августе 2009 г.

Примечание. Все ставки (кроме овердрафтов) по кредитам домашним хозяйствам и нефинансовым корпорациям отражают условия займов, вновь выданных в августе 2009 г.

Источник: данные ЕЦБ. URL: www.ecb.int

Нетрудно заметить, что ставки ЕЦБ — как по кредитам, так и по депозитам — обозначают нижнюю границу, существующую на межбанковском и на клиентском денежных рынках. Во второй половине 2009 г. ставки ЕЦБ находились на исторически низком уровне, что объяснялось вступлением зоны евро в стадию рецессии и падением темпов инфляции

до отрицательных величин. Своего максимального значения ставка по основным операциям рефинансирования достигала в октябре 2000 г., когда она составила 4,75% годовых.

Мировой экономический кризис стал для ЕЦБ настоящим испытанием на прочность. Чтобы не допустить массовых неплатежей и банковской паники, он предпринял серию активных действий, часть из которых проводилась совместно с денежными властями США, Японии, Великобритании, Швейцарии и других стран. Основным каналом антикризисной политики стали операции на открытом рынке. Именно они обеспечили платежеспособным коммерческим банкам непрерывный доступ к ликвидности. В сентябре 2008 г. ЕЦБ значительно увеличил объем ликвидности, предоставляемой посредством стандартных недельных тендеров. Одновременно он проводил операции тонкой настройки, посредством которых с рынка изымались временные излишки ликвидности.

Кардинальное значение имело принятое в октябре 2008 г. беспрецедентное решение о проведении кредитных тендеров с фиксированной ставкой при полном обеспечении поданных заявок. Также были расширены сроки кредитования по операциям длительного рефинансирования: сначала с трех до шести месяцев, а в июне 2009 г. — до 12 месяцев. ЕЦБ облегчил требования к залоговым активам и расширил спектр принимаемых в обеспечение ценных бумаг. Ввиду острой нехватки на европейском рынке долларовых активов ЕЦБ провел невиданные по масштабам вливания долларовой ликвидности. Все тендеры в американской валюте имели фиксированную ставку и полное покрытие.

В 2010 г. по мере прекращения кризисных явлений денежно-кредитная политика ЕЦБ начала возвращаться к прежнему набору инструментов. Следует ожидать, что в дальнейшем будет возобновлено проведение основных операций рефинансирования по множественной ставке с неполным покрытием. В любом случае полученный в 2008–2009 гг. опыт позволил банку существенно расширить арсенал действий в экстренных ситуациях.

Денежно-кредитная стратегия направлена на реализацию главной цели ЕЦБ — поддержание ценовой стабильности в зоне евро. Для этого ЕЦБ сначала определяет, какой уровень

инфляции обеспечивает стабильность цен. Согласно официальной формулировке «под стабильностью цен принимается годовой прирост гармонизированного индекса потребительских цен, составляющий во всей зоне евро менее 2%». Это означает, что падение цен (дефляция) не считается приемлемым. Ценовая стабильность в рамках указанного 2%-ного норматива поддерживается на среднесрочной основе. Иными словами, краткосрочное отклонение реальной инфляции вверх или вниз от установленного показателя не ведет к автоматическому введению экстренных мер.

Полезно запомнить

Главная цель Европейского центрального банка — поддержание стабильности цен в зоне евро. Цены считаются стабильными, если гармонизированный индекс потребительских цен увеличивается примерно на 2% в год.

Европейская система центральных банков (ЕСЦБ) состоит из ЕЦБ и национальных центральных банков всех стран ЕС.

Евросистема состоит из ЕЦБ и национальных центральных банков стран зоны евро.

В операциях рефинансирования, проводимых в зоне евро, ЕЦБ определяет условия предоставления кредитов. Сам же он операций не проводит. Их осуществляют национальные центральные банки: предоставляют займы коммерческим банкам своих стран на условиях, утвержденных ЕЦБ. Эта же схема действует и в других операциях на открытом рынке.

На протяжении всей истории существования зоны евро инфляция оставалась весьма умеренной. Обычно она держалась в пределах 2,0–2,5% годовых. И только в 2008 г. из-за взлета мировых цен на топливо и продовольствие она поднялась до 3,3%. Однако в 2009 г. рост цен замедлился, а в конце года наблюдались признаки дефляции (абсолютного падения цен). В 2010 г. инфляция составляла 1–1,5%.

В целях управления инфляцией ЕЦБ также регулирует количество денег в обращении. Для этого используется денежный агрегат М3, который включает: наличные деньги,

средства на текущих счетах, а также средства на срочных счетах и государственные ценные бумаги. С момента введения евро ориентир роста денежной массы составляет 4,5% в год. Он, так же как и показатель стабильности цен, определяется на среднесрочную перспективу. Его нарушение не ведет к моментальному изменению денежно-кредитной политики ЕЦБ, например процентных ставок. На практике зоне евро не удастся выполнять данный ориентир. Прирост денежной массы, как правило, составляет 6–10% в год, хотя в конце 2009 г. показатель упал ниже нормативного значения.

Единые требования к участникам и активам. В Евросистеме действуют единые правила в отношении финансовых институтов, допущенных к операциям ЕСЦБ, и используемым в них активам. В ее операциях могут участвовать только те расположенные в зоне евро финансовые институты, которые выполняют требование об обязательных минимальных резервах.

Первоначально активы, разрешенные для операций ЕСЦБ, делились на два типа: первого класса (*tier one*) и второго класса (*tier two*). Первый уровень включал обращающиеся на бирже долговые обязательства, удовлетворяющие отборочным критериям ЕЦБ. Второй уровень состоял из биржевых и внебиржевых активов, которые имеют большое значение для финансовых рынков и банковских систем государств-членов. Квалификационные требования к активам второго класса устанавливались национальными центральными банками с последующим утверждением ЕЦБ. Согласно официальной позиции названная градация не подразумевала деления активов по качеству на первосортные и второсортные. Однако фактически сфера применения активов первого класса была намного шире, чем активов второго класса.

С 1 января 2007 г. ввиду возросшей интеграции финансовых рынков зоны евро деление активов на два уровня было упразднено. Вместо этого был введен единый свод требований к активам, что позволило банкам использовать в качестве залога как национальные ценные бумаги, так и ценные бумаги эмитентов из стран-партнеров.

Система TARGET — Трансъевропейская автоматизированная экспресс-система валовых расчетов в режиме реального времени (*Trans-European Automated Real-time Gross Settlement*

Express Transfer — TARGET) была первоначально создана для обслуживания операций между ЕЦБ и национальными центральными банками. Ныне она используется как для проведения единой денежно-кредитной политики Евросистемы, так и для коммерческих расчетов. Система позволила сократить время прохождения трансграничных платежей до сроков, присущих внутренним расчетам. ТАРГЕТ состоит из трех элементов: 1) национальных систем валовых расчетов в режиме реального времени во главе с национальным центральным банком; 2) системы взаимосвязи между ними и 3) Европейского центрального банка. Действует она на децентрализованной основе, т.е. трансграничные платежи проходят через национальные центральные банки, минуя ЕЦБ.

Словосочетание «валовые расчеты» в названии системы означает, что платежи между операторами производятся не на основе взаимных зачетов, а в полном объеме. В 1960-е и 1970-е годы большинство систем трансграничных расчетов функционировали именно в режиме взаимозачетов, т.е. с заданной периодичностью расчетный центр выводил для каждого участника его сальдо. Итоговый расчет проводился после того, как нетто-дебиторы вносили на счет расчетного центра ликвидность, которая распределялась между нетто-кредиторами. Такие системы назывались неттинговыми — именно так функционировал Европейский платежный союз (см. гл. 7, п. 2). Развитие информационных технологий позволило создать системы валовых расчетов, или брутто-расчетов, которые свободны от риска массовых неплатежей в случае дефолта одного или нескольких нетто-дебиторов.

По своей природе ТАРГЕТ рассчитана на обработку особо крупных платежей на сумму более 1 млн евро. Стоимость одной операции составляет от 0,8 до 1,75 евро. Через систему осуществляются платежи, связанные с операциями ЕСЦБ и регулированием дневного сальдо систем нетто-расчетов, межбанковские расчеты по сделкам на денежном рынке и валютнообменным операциям. В 2010 г. ТАРГЕТ ежедневно обслуживала около 350 тыс. платежей на общую сумму 2,5 трлн евро. Средний размер межбанковского платежа составлял 14,5 млн евро. В среднем он обрабатывался за 40 секунд.

Механизм обменных курсов-2. Для организации валютно-го сотрудничества между участниками и аутсайдерами зоны евро создан второй вариант механизма обменных курсов — МОК-2 (*Exchange Rate Mechanism-2*). Он вступил в действие с 1 января 1999 г. одновременно с началом функционирования валютного союза.

В 2010 г. в МОК-2 участвовало четыре страны: Дания (с января 1999 г.), Литва и Эстония (с июня 2004 г.), а также Латвия (с мая 2005 г.) Механизм предусматривает, что национальные валюты привязываются к евро в пределах $\pm 15\%$. При этом национальные центральные банки могут заключить с ЕЦБ соглашение о более узких пределах колебаний (для датской кроны, например, они составляют $\pm 2,25\%$). Двухлетнее участие в МОК-2 без девальваций является обязательным условием для приема страны в ЭВС. Поэтому такие страны, как Великобритания, Швеция, Польша, Венгрия, Чехия, Болгария и Румыния, не участвующие ныне в МОК-2, не могут перейти на евро ранее 2013 г.

Выводы, проблемы, тенденции

1. ЭВС — наиболее крупный и успешный проект ЕС последних 20 лет. По своему значению он стоит в одном ряду с созданием единого внутреннего рынка и расширением Евросоюза на восток. Десять лет функционирования валютного союза доказали его жизнеспособность и устойчивость, в том числе в условиях глобального экономического кризиса. Переход к единой валюте дал мощный толчок европейской интеграции, заметно усилил позиции Евросоюза в мире, хотя его позитивное влияние на экономический рост в ЕС остается под вопросом.

2. Общая экономическая политика ЕС распространяется на все государства-члены вне зависимости от их участия в зоне евро. Ее основные задачи — содействовать выработке единого экономического курса 27 стран ЕС и таким образом улучшить качество их единого внутреннего рынка. Большинство инструментов общей экономической политики направлено на поддержание ценовой стабильности и низких процентных ставок, а также на оздоровление государственных финансов. Поэтому органы ЕС могут лишь косвенно влиять на экономический рост и занятость.

3. Денежно-кредитная политика ЕЦБ распространяется в основном на зону евро. ЕЦБ использует широкий спектр инструментов, позволяющий ему управлять денежной массой и успешно выполнять свою главную цель — поддерживать ценовую стабильность. В конце 2008 — начале 2009 г. банк принял серию экстренных мер, что позволило смягчить кризис ликвидности и предотвратить банковскую панику. Закономерный на этом фоне рост авторитета ЕЦБ, с одной стороны, содействует укреплению роли ЕС в международных экономических организациях и форумах, а с другой — создает почву для конкуренции между главным банком зоны евро и руководящими органами Евросоюза, особенно Советом и Комиссией.

Контрольные вопросы

1. Каким образом создание валютного союза и введение единой валюты может содействовать экономическому росту?
2. Какую подготовительную работу провели органы ЕС и государства-члены, чтобы перейти к единой валюте?
3. Каково экономическое предназначение критериев конвергенции?
4. По какой причине был пересмотрен Пакт стабильности и роста?
5. Почему итоговая ставка в основных операциях рефинансирования оказывается выше объявленной?
6. Какие функции выполняет система ТАРГЕТ?

Литература

Основная

- Буторина О.В.* Международные валюты: интеграция и конкуренция. М.: Деловая литература, 2003. С. 36–48, 65–75.
- Денежно-кредитная политика ЕЦБ. Франкфурт-на-Майне, 2004. С. 47–67, 91–108.
- The implementation of monetary policy in the euro area. ECB, November 2008. P. 7–33. URL: <http://www.ecb.int>

Дополнительная

- EMU@10: Success and challenges after ten years of the Economic and Monetary Union / European Economy. 2008. No. 2. P. 285–294. URL: <http://ec.europa.eu>

10th anniversary of the ECB. ECB, 2009. P. 7–17. URL: <http://www.ecb.int>

Trichet J.-C. Lessons from the financial crisis. Keynote address at the «Wirtschaftstag 2009» organised by the Volksbanken and Raiffeisenbanken. Frankfurt a. M. 2009. 15 Oct. URL: <http://www.ecb.int>