

УДК 336.71; 339.7; JEL E58, E44, F33, F36, F42

К проблеме асимметрии в валютно-финансовой системе еврозоны

О. В. Буторина,

доктор экономических наук, профессор МГИМО,

главный научный сотрудник Института Европы РАН; e-mail: olgabutorina@mail.ru

В статье рассматривается одна из главных целей создания евро – устранение асимметрии механизма коллективного плавления валют, участники которого в одностороннем порядке приспосабливались к экономической политике Германии. Однако для Экономического и валютного союза (ЭВС) также характерна высокая степень асимметрии. Ее причинами являются: ослабление действия автоматических стабилизаторов экономики ввиду исчезновения валютного риска, сужение инструментария денежно-кредитной политики стран со слабыми финансовыми системами, смещение показателя инфляции еврозоны в сторону трех крупнейших стран.

The single European currency was intended to eliminate the asymmetry of the Exchange rate mechanism dominated by German economic policy. However, the EMU is also characterized by a high degree of asymmetry. It is caused by several factors: weakening of certain macroeconomic automatic stabilizers, narrowed scope of monetary policy instruments in countries with weak financial systems and a significant bias in the Harmonized index of consumer prices of the euro area.

Ключевые слова: Экономический и валютный союз; денежно-кредитная политика; обменные курсы валют.

Key words: EMU; monetary policy; exchange rates.

Асимметрия механизмов коллективного плавления валют. На протяжении всей своей истории валютное сотрудничество стран Европейского союза (ЕС) решает одну главную задачу – найти выход из дилеммы фиксированного и плавающего валютного курса.

На международном уровне свершившийся после распада Бреттонвудской валютной системы переход к гибким курсам явился необратимым и безальтернативным. Американский доллар, несмотря на потрясения, продолжал оставаться главной мировой валютой. Компании США не сталкивались с валютными рисками, когда они оперировали на обширном внутреннем рынке. При выходе на внешние рынки эти риски были минимальны, поскольку весь американский экспорт и до 90% импорта номинировались в долларах. Федеральная резервная система устанавливала ставки, ориентируясь исключительно на задачи национальной экономики. Бремя приспособления к макроэкономической политике Вашингтона и порождаемым ею колебаниям доллара и международным потокам капиталов целиком ложилось на партнеров США – в основном Западную Европу и Японию.

На региональном уровне страны ЕЭС не могли мириться с разнонаправленным движением курсов национальных валют ввиду отсутствия единого экономического и финансового пространства. Даже самые крупные из них не имели, в отличие от США, полного цикла производства большинства товаров. Производственные цепочки неизбежно пересекали государственные границы. Возникавшие при этом валютные риски препятствовали развитию региональной торговли, а вместе с ней – производственной специализации и кооперации. Нормальное функционирование западноевропейской экономики напрямую зависело от решения проблемы курсовых колебаний.

Учрежденная в апреле 1972 г. система согласованных валютных курсов, известная как «змея в туннеле», или «ва-

лютная змея», стала первой попыткой создания региональной зоны валютной стабильности. В усовершенствованном виде и в связке с коллективной расчетной единицей ЭКЮ она трансформировалась в Европейскую валютную систему (ЕВС), которая начала действовать в марте 1979 г. Хотя решения о создании «змеи» и ЕВС принимались коллективно и также коллективно претворялись в жизнь, этого оказалось недостаточно, чтобы обеспечить длительное равновесие системы и фактическое равенство участников. Причиной постоянно возникавших дисбалансов была значительная разница в показателях экономического развития государств-членов. В настоящее время асимметрия механизмов «змеи» и ЕВС является общепризнанной как в среде экспертов, так и в научном сообществе.

Доминирующее положение Германии в валютной «змее», а потом и в ЕВС обуславливалось не только размером ее экономики, но и самыми низкими в ЕЭС темпами инфляции. Теоретически остальные участники получали шанс «импортировать» ценовую стабильность по более низкой цене (в смысле потери ВВП и прироста безработицы), чем если бы они делали это вне механизма коллективного плавления валют. Однако на практике это происходило далеко не всегда. Для успешного «импорта» низкой инфляции требовалось, чтобы проводимый правительствами антиинфляционный курс, во-первых, был долгосрочным, а во-вторых, пользовался поддержкой и доверием населения. На практике Дойче Бундесбанк определял ключевую ставку исходя из собственных интересов, а остальные участники ЕВС жертвовали суверенитетом в денежно-кредитной сфере в обмен на фиксированные курсы. В итоге большинство государств – членов ЕЭС должны были приспособить свою экономическую политику к внешним факторам (колебанию валюты-якоря) в большей степени, чем они могли себе это позволить при слабой координации экономических курсов на уровне группировки. Фактически «валютная змея» и ЕВС были зоной немецкой марки [1].

Сказанное позволяет провести аналогии между международной валютной системой и системой коллективного плавления валют в рамках ЕЭС. В первом случае США активно стремились к доминирующему положению доллара и извлекали из него существенные политические и экономические выгоды, включая «дефицит без слез» и сеньораж. Во втором случае Бундесбанк не стремился к интернационализации немецкой марки и даже ограничивал ее, опасаясь, что дополнительная эмиссия и хаотичное передвижение капиталов увеличат риск инфляции. Тем не менее для обеих систем была характерна высокая степень асимметрии. Страна, занявшая центральное место (по собственной воле или в результате действия экономических сил), проводила независимую денежно-кредитную политику и имела гибкий валютный курс. Более слабые участники сталкивались с проблемой поддержания курсовой стабильности и были вынуждены приспосабливать свою экономическую политику к действиям лидера.

Яркой иллюстрацией асимметрии ЕВС служит история с разворотом экономической политики Франции в начале 1980-х годов. Используя современный лексикон, ее можно квалифицировать как принуждение к бюджетной дисциплине и односторонней конвергенции. Пришедшее к власти в мае 1981 г. правительство социалистов во главе с Франсуа Миттераном в короткие сроки провело национализацию десятков коммерческих банков и промышленных предприятий. Однако попытка форсировать экономический рост за счет увеличения внутреннего потребительского спроса, в то время как другие страны ЕЭС проводили ограничительную финансовую политику, закончилась плачевно. Результатом ее стало бегство капитала за рубеж, резкий рост инфляции, нарастание дефицита госбюджета, ухудшение торгового и платежного балансов. Все это привело к трехкратной девальвации франка и нарастанию безработицы [2].

Спустя два года, в марте 1983 г., французское правительство резко поменяло макроэкономический курс, что, по мнению многих специалистов, стало поворотным пунктом в истории ЕВС. Были введены меры, направленные на укрепление бюджетной дисциплины, снижение инфляции и повышение конкурентоспособности французской продукции на мировых рынках. С этого времени Франция начала проводить политику сильного франка, а ее денежно-кредитная и экономическая политика стала во многом ориентироваться на Германию [3]. Критичность ситуации для всей ЕВС заключалась в том, что к марту 1983 г. (т. е. за четыре года действия) система пережила семь официальных пересмотров курсовых соотношений, главной причиной которых были расхождения в национальных темпах инфляции. Напомним, что предыдущая конструкция – «валютная змея» – оказалась на грани краха тоже из-за Франции. Когда в 1976 г. французский франк во второй раз покинул механизм обменных курсов (откуда ранее вышли фунт стерлингов и итальянская лира), «змея» превратилась в мини-клуб, где немецкая марка доминировала над голландским гульденом и бельгийским франком.

Относительная стабилизация, позволившая в 1983 г. спасти ЕВС от разрушения, была достигнута за счет *односторонней* конвергенции денежно-кредитной политики Франции с денежно-кредитной политикой Германии. То есть жизнеспособность системы зависела от готовности второго по значимости игрока добровольно принять экономическую модель лидера. Асимметрия коллективного механизма регулирования обменных курсов была сокращена не в результате реальной конвергенции всех участников, а в результате спонтанно возникшего и воспроизводившегося системой давления лидера на более слабых партнеров. Аналогичная ситуация была характерна и для международной валютной системы в целом.

Примечательно, что описанный случай имеет историческую аналогию. Похожим образом были устроены валютные союзы германских государств, формирование которых предшествовало политическому объединению страны в 1871 г. Сначала в 1837 г. государства юга совместно перешли на сильнейшую валюту региона – баварский гульден, в следующем году государства севера перешли на прусский талер. Будучи сильнейшей из двух региональных денежных единиц, он быстро вытеснил гульден из обращения и позже стал прообразом марки Германской империи. Мягкий вариант отношений доминирования и подчинения наблюдался внутри валютного союза Бельгии и Люксембурга, существовавшего в 1921–1999 гг. На протяжении большей части этого срока Люксембург не имел собственного центрального банка, а люксембургский франк был своеобразной копией бельгийского франка [4]. Сказанное дает основания предположить, что валютная симметрия, к которой настойчиво стремились государства ЕЭС, является скорее идеалом и исключением, нежели реально достижимой целью и обычной практикой международных отношений.

Новые источники дисбалансов. Проблема самовоспроизводящейся асимметрии ЕВС перешла в новое качество в середине 1980-х годов, когда в Западной Европе происходила либерализация движения капиталов, официально закрепленная Единым европейским актом 1986 г. Провозглашенная им программа строительства к 1992 г. единого внутреннего рынка обязывала государства ЕС отменить все барьеры на пути движения капиталов. Поскольку ЕВС допускала пересмотр официальных курсов (т. е. девальвацию или ревальвацию валют), рыночные операторы внимательно следили за темпами инфляции в государствах-членах. Те страны, чьи валюты теряли покупательную способность в сравнении с немецкой маркой, испытывали отток капиталов, а страны с устойчивыми валютами, наоборот, привлекали капитал. Прежде правительства могли сдерживать эти потоки при помощи валютных ограничений, альтернативой которым являлись дорогостоящие валютные интервенции [5].

Несовместимость самостоятельной денежно-кредитной политики, фиксированных курсов и свободного движения капиталов, известная в экономической теории как «невозможная триада» (impossible trinity)¹, стала основанием для разработки в ЕЭС планов введения единой валюты. В апреле 1987 г. экспертная группа под руководством Томмазо Падоа-Скьяппа представила подготовленный по заказу Европейской комиссии доклад. В нем указывалось, что «устранение контроля над движением капиталов в сочетании с требованием стабильности обменных курсов означает качественные изменения в операционной среде денежно-кредитной политики. Это потребует приближения к *унификации* денежно-кредитной политики» (курсив мой. – О. Б.) [7]. На этом теоретическом фундаменте два года спустя был подготовлен Доклад Делора, содержавший план поэтапного движения к Экономическому и валютному союзу.

Переход к единой валюте преследовал две основные цели: снизить зависимость Западной Европы от доллара США и окончательно решить проблему фиксации курсов внутри Сообщества. При этом считалось, что на смену асимметричному механизму ЕВС придет качественно новая конструкция, которая обеспечит фактическое равенство участвующих государств, их реальную экономическую конвергенцию и станет основой для долговременного устойчивого роста.

Первая задача решается довольно успешно. Евро становится второй по значимости мировой валютой, в которой совершается около 40% всех валютных операций и хранится до 25% международных резервов стран – членов МВФ. Ныне страны еврозоны номинируют в евро до 60% своего экспорта и 40–50%

¹ Подробнее о концепции «невозможности триады» см. [6].

импорта. Вторая задача решена преимущественно по форме, а не по содержанию. Фиксация обменных курсов состоялась, валютные колебания остались в прошлом вместе с валютными рисками и транзакционными издержками. Страны еврозоны достигли долговременного понижения инфляции и процентных ставок. Однако устойчивость финансовой системы в отношении внешних и внутренних шоков оказалась ниже, чем было принято считать. По разным оценкам, создание ЕВР и ЭВС могло дать прибавку в ежегодных темпах роста ВВП в пределах 1–3 п. п. Этого не произошло: на протяжении 1992–1998 гг. средний прирост ВВП в зоне евро составлял 1,8%, а в 1999–2008 гг. – 2,1%. То есть прирост темпов ВВП составил не более 0,3 п. п.¹ [8].

Вместе с тем создание евро нарушило действие некоторых автоматических стабилизаторов экономики и создало новые источники асимметрии в валютно-финансовой системе еврозоны.

Например, исчезновение валютного риска ослабило сигнальную функцию такого показателя, как разница в темпах инфляции между государствами-членами. После 1999 г. рыночные операторы перестали опасаться девальвации национальных валют и стали недооценивать страновые риски (в частности, риск дефолта). Это позволило странам со значительными структурными проблемами и макроэкономическими дисбалансами привлекать финансирование на исключительно благоприятных условиях. Однако в 2007–2008 гг. при первых признаках кризиса доходность их государственных облигаций резко пошла вверх. Чрезмерное спокойствие рыночных операторов сменилось крайним недоверием и ажиотажным выводом капиталов из периферийных стран еврозоны. Другими словами, исчезновение валютного риска ухудшило действие механизма саморегулирования финансовой системы и в конечном счете усилило воздействие эндогенного шока.

Переход к единой валюте означал унификацию денежно-кредитной политики стран валютного союза на основе правил Европейской системы центральных банков. Общеизвестно, что в основу денежно-кредитной политики Европейского центрального банка (ЕЦБ) была положена практика Бундесбанка. Именно от него ЕЦБ заимствовал свою главную цель – поддержание ценовой стабильности, а также принцип независимости и многие инструменты (в частности, регулирование инфляции при помощи денежного агрегата М3). Как писал известный отечественный германист В. П. Гутник, Бундесбанк, будучи независимым от парламента и правительства, более 40 лет проводил умеренно жесткую политику, направленную на поддержание покупательной способности марки. Данный курс он считал неперемным условием экономического роста, занятости и социального мира. Правительство практически не

вмешивалось в деятельность центрального банка, руководство которого лишь в особых случаях согласовывало свои действия с министром финансов или канцлером [9]. Превалирование немецкой модели в практике ЕЦБ объясняется двумя причинами: стратегически важной ролью Германии в процессе создания ЭВС и монетаристской революцией в экономической теории, произошедшей в течение 1980-х – начале 1990-х годов [10].

Переход от национальных моделей денежно-кредитной политики к общеевропейской был сопряжен с утратой центральными банками тех функций, которые отвечали специфическим потребностям национальной экономики. Рассмотрим эту ситуацию на примере Греции. В начале 1990-х годов официальными задачами Банка Греции были: содействие достижению целей экономической политики, содействие росту производства, сдерживание инфляции, поддержание платежного баланса, либерализация банковской системы, развитие денежных рынков и рынков капитала. В декабре 1997 г. греческое законодательство было приведено в соответствие с Маастрихтским договором, с этого времени у центрального банка осталась одна *главная цель – обеспечение ценовой стабильности* [11].

Греция как страна с менее развитой экономикой имела также более слабую и менее развитую денежно-кредитную систему. В 1990-е годы для нее были характерны высокие и чрезвычайно изменчивые темпы прироста денежной массы. В одни годы агрегат М3 увеличивался на 15–20%, а в другие – на 5–7%. Для стабилизации денежного предложения Банк Греции использовал такой инструмент, как ограничение кредитной экспансии. В 1990 г. целевой ориентир прироста национальных кредитов составлял 16,0–17,5%, в том числе для частного сектора – 15–16%, а для государственного – 17,5–18,5%. В 1993 г. общий лимит составлял 6–8%, в том числе для частного сектора – до 11%. На протяжении 1995–1999 гг. ориентир кредитной экспансии колебался в пределах 5–9% годовых.

Данные табл. 1 свидетельствуют, что после перехода на евро масштабы кредитования резко возросли. На протяжении 2002–2007 гг. объем кредитов, выданных банками-резидентами предприятиям и населению, ежегодно прирастал на 17–20%. То есть скорость кредитной экспансии была в 2–4 раза выше нормативов Банка Греции второй половины 1990-х гг. Особенно впечатляющими были темпы прироста кредитования домохозяйств – около 30% в год.

До введения евро для Греции были характерны высокие темпы инфляции и, соответственно, высокие и весьма волатильные процентные ставки. В 1991 г. межбанковская ставка по кредитам overnight колебалась в диапазоне от 7 до 30% годовых, в 1992 г. – в диапазоне от 10 до 42% годовых, в 1993 г. ее средняя величина составляла 20–25% годовых. К концу 1994 г. ставка

Таблица 1

Ценные индексы объема кредитов, выданных финансовыми учреждениями – резидентами Греции нефинансовым учреждениям и домохозяйствам в 2002 – 2012 гг. (на конец года)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Всего	110	106	112	122	114	114	114	105	107	96	83
В том числе:											
госсектор	99	82	93	125	95	90	101	138	124	94	48
частный сектор	117	119	119	121	120	120	116	100	103	96	92
В том числе:											
предприятия	110	114	112	113	116	119	119	98	95	97	89
население	132	128	130	131	125	121	113	102	99	96	94

Источник: рассчитано по данным Банка Греции; <http://www.bankofgreece.gr/Pages/en/Statistics/monetary/financing.aspx>.

¹ Средние темпы рассчитаны как среднеарифметическое годовых показателей указанного периода.

понизилась до 13% годовых [11, Р. 20]. На протяжении всей второй половины 1990-х годов Банк Греции снижал ключевые ставки. Если в июле 1995 г. кредитная ставка под залог греческих государственных обязательств (аналогичная ставке рефинансирования ЕЦБ) составляла 23% годовых, то в январе 1999 г. она опустилась до 13,5% годовых. В последующие два года она снизилась до рекордного для страны уровня – 5,75% годовых.

Одновременно в Греции снижалась инфляция – с 24% в 1990 г. до 4% в 2000 г. При этом реальный процент (подсчитанный как средний помесечный за вычетом индекса потребительских цен) по краткосрочным банковским займам в драмах для предприятий не снижался вплоть до перехода страны на евро. В период с 1990 по 1994 г. он вырос примерно с 6 до 16%, а потом колебался в интервале 12–14% годовых [11, Р. 27–28].

Состоявшийся в 2000 г. переход на евро позволил греческим предприятиям брать займы под гораздо более низкий, чем раньше, реальный процент, как у местных банков, так и у банков других государств еврозоны. То есть введение единой валюты сопровождалось не только отменой количественных ограничений на объем выданных кредитов, но и кардинальным понижением цены денег.

Распространение общей (а фактически немецкой) модели денежно-кредитной политики на всю еврозону привело к демонтажу ряда важных механизмов макроэкономической коррекции. Особенно тяжело этот переход дался слабым странам с неокрепшей финансовой системой. Для примера вспомним, что в Испании межбанковский рынок сформировался только в начале 1980-х годов. В 1984 г. Банк Испании разрешил операции по временной переуступке ценных бумаг, а в 1989 г. в стране вступил в силу закон о рынке ценных бумаг. На рубеже 1980 – 1990-х гг. в практику вошли фьючерсные сделки и опционы [12]. Уже в 1999 г. Испания перешла на евро и стала применять модель денежно-кредитной политики, сформированную в зрелой экономике с развитыми и устойчивыми финансовыми рынками.

Эффект смещения в денежно-кредитной политике Европейского центрального банка. Одной из главных причин тяжелой экономической ситуации в периферийных странах еврозоны является имевшая место на протяжении 2000-х годов потеря ими ценовой конкурентоспособности. За первые 11 лет действия единой валюты в Германии потребительские цены в общей сложности поднялись на 18%; в Австрии, Финляндии и Франции прирост составил немногим более 20%. В Португалии цены выросли на 32%; в Ирландии и Испании – на 37%, а в Греции – на 40%. В связи с этим резонно задаться вопросом: почему денежно-кредитная политика Европейского центрального банка (ЕЦБ) не стала инструментом сдерживания роста цен в Греции и других слабых странах?

Известно, что в своей денежно-кредитной политике ЕЦБ ориентируется на единый для всей еврозоны показатель инфляции – Гармонизированный индекс потребительских цен (Harmonized Index of Consumer Price, НИСР), который рассчитывается Евростатом. Крайне важное значение для нашего анализа имеет методика расчета. Согласно утвержденным правилам, НИСР рассчитывается как средневзвешенное национальных индексов цен всех стран еврозоны. Для определения долей берется стоимость потребительских расходов домашних хозяйств в каждой из стран, поделенная на стоимость данных расходов во всей еврозоне. Веса обновляются ежегодно на основе данных национальных счетов. При расчете национальных индексов используется корзина, определяемая на основе фактических расходов домохозяйств. Например, расходы на бензин включаются в статистику домохозяйств, имеющих автомобили, а расходы на автобусные билеты – для домохозяйств, реально пользующихся общественным транспортом.

Обратим внимание на две особенности НИСР. Во-первых, использование средневзвешенного показателя приводит к тому, что общий индекс в основном отражает ценовую динамику крупных стран. Во-вторых, учет фактических расходов приводит к тому, что динамика цен в богатых странах отражается в общем индексе в большей мере, чем динамика цен в бедных странах (как правило, в бедных странах цены ниже, чем в богатых). Приведем простой пример. Предположим, что валютный союз состоит из двух стран с одинаковым уровнем цен, в одной из которых потребительская инфляция составляет 5%, а в другой – 10%. Если в каждой из них расходы населения в базовом году были равны 100 единицам, то НИСР составит $(100 \times 1,05 + 100 \times 1,10) : 200 = 1,075$. Если первая страна вдвое больше другой, то картина будет несколько иной $(200 \times 1,05 + 100 \times 1,10) : 300 = 1,067$. Предположив, что в первой стране цены вдвое выше, чем во второй, мы получим еще большее отклонение НИСР от среднего арифметического $(400 \times 1,05 + 100 \times 1,10) : 500 = 1,06$.

Действительно, НИСР заметно отклоняется в сторону крупнейшей и достаточно богатых стран – Германии, Франции и Италии, на которые приходится 64% ВВП еврозоны. Данные табл. 2 показывают, что на протяжении 12 лет с 2001 г. по 2012 г. индекс потребительских цен Франции почти всегда (кроме 2001 г.) находился в диапазоне $\pm 0,5$ п. п. от НИСР еврозоны. Для Германии и Италии такая же картина наблюдалась на протяжении 10 из 12 лет. Австрия попадала в указанный интервал 9 лет, Мальта – 8, а Кипр – 7. Все остальные страны оказывались в нем менее чем в половине случаев. Греция и Словакия выпадали из этой полосы 11 лет из 12¹. На протяжении 10 лет уровень инфляции в Греции был более чем на 0,5 п. п. выше, чем НИСР, а в 2012 г. он стал, наоборот, ниже. Обращает на себя внимание, что Португалия, Нидерланды, Финляндия и Ирландия не попадали в указанный коридор из-за более порывистой, неравной динамики инфляции. Их индексы потребительских цен оказывались то выше, то ниже НИСР.

Обратившись ко второй и третьей строкам табл. 2, мы видим, что среднее арифметическое индекса потребительских цен по всем странам зоны евро заметно отклонялось от НИСР. В среднем отклонения составляли около 0,4 п. п., а иногда доходили до 0,7 – 1,0 п. п. В то же время среднее арифметическое трех «тяжеловесов» – Германии, Италии и Франции – совпадало с НИСР или было весьма близко к нему. Отклонения обычно не превышали 0,1 – 0,2 процентных пункта.

Из этого следуют два вывода. Первый – о том, что НИСР еврозоны задается тремя крупнейшими странами, а ценовая динамика остальных участников зоны евро оказывает на него ограниченное влияние. Второй – о том, что на протяжении 2001 – 2008 гг. цены в трех крупнейших странах росли заметно медленнее, чем в остальных государствах валютного союза. Показатели «тяжеловесов» ложились кучно и постоянно находились в нижней части распределения. Если бы показатели этих трех стран находились в верхней, нижней и средней части распределения, то политика ЕЦБ, скорее всего, ориентировалась бы на медиану. Это позволило бы остальным странам еврозоны получать от ЕЦБ процентную ставку, более или менее адекватную их ценовой динамике. Главной проблемой всех игроков было бы сужение разброса национальных показателей инфляции и их приближение к среднему. Однако на практике условия для конвергенции оказываются хуже: остальным участникам приходится равняться не на середину распределения, а на показатели трех ведущих игроков.

¹ Словения перешла на евро с 1 января 2007 г., Мальта и Кипр – с 1 января 2008 г., а Словакия – с 1 января 2009 г. Приведенные цифры указаны из расчета одинаковой продолжительности членства в еврозоне в целях их большей сопоставимости.

Таблица 2

Показатели инфляции в странах еврозоны в 2001 – 2012 гг.

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Число лет в интервале $\pm 0,5$ п. п. от НІСР
НІСР-17 стран	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	12
Среднее арифметическое – 17	3,4	3,0	3,0	2,6	2,3	2,5	2,2	3,7	0,4	1,7	2,9	2,7	-
Сред. арифм. ГИФ	2,0	2,0	2,0	2,1	2,0	2,0	2,0	3,2	0,4	1,5	2,6	2,5	-
Австрия	2,3	1,7	1,3	2,0	2,1	1,7	2,2	3,2	0,4	1,7	3,6	2,6	9
Бельгия	2,4	1,6	1,5	1,9	2,5	2,3	1,8	4,5	0	2,3	3,4	2,6	7
Германия	1,9	1,4	1,0	1,8	1,9	1,8	2,3	2,8	0,2	1,2	2,5	2,1	10
Греция	3,7	3,9	3,4	3	3,5	3,3	3	4,2	1,3	4,7	3,1	1,0	1
Ирландия	4,0	4,7	4,0	2,3	2,2	2,7	2,9	3,1	-1,7	-1,6	1,2	1,9	4
Испания	2,8	3,6	3,1	3,1	3,4	3,6	2,8	4,1	-0,2	2	3,1	2,4	4
Италия	2,3	2,6	2,8	2,3	2,2	2,2	2,0	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	10
Кипр	2,0	2,8	4,0	1,9	2	2,2	2,2	4,4	0,2	2,6	3,5	3,1	7
Люксембург	2,4	2,1	2,5	3,2	3,8	3,0	2,7	4,1	0	2,8	3,7	2,9	5
Мальта	2,5	2,6	1,9	2,7	2,5	2,6	0,7	4,7	1,8	2,0	2,5	3,2	8
Нидерланды	5,1	3,9	2,2	1,4	1,5	1,7	1,6	2,2	1	0,9	2,5	2,8	5
Португалия	4,4	3,7	3,3	2,5	2,1	3	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	5
Словакия	7,2	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,9	0,9	0,7	4,1	3,7	1
Словения	8,6	7,5	5,7	3,7	2,5	2,5	3,8	5,5	0,9	2,1	2,1	2,8	4
Финляндия	2,7	2,0	1,3	0,1	0,8	1,3	1,6	3,9	1,6	1,7	3,3	3,2	4
Франция	1,8	1,9	2,2	2,3	1,9	1,9	1,6	3,2	0,1	1,7	2,3	2,2	11

Источник: электронная база данных Евростат.

Условные обозначения: без выделения оставлены ячейки, показатели которых находились в интервале $\pm 0,5$ п. п. от усредненного показателя еврозоны. Светлой заливкой обозначены ячейки, показатели которых были более чем на 0,5 п. п. выше показателя еврозоны. Темной заливкой обозначены ячейки, показатели которых были более чем на 0,5 п. п. ниже показателя еврозоны.

ГИФ – Германия, Италия, Франция.

Среднее стандартное отклонение, или среднеквадратичное в российской терминологии, индекса потребительских цен Германии, Франции и Италии в интервале 2001–2012 гг. составило 0,40, а для 17 стран еврозоны – 1,11 (расчет сделан на основе данных табл. 2). Понятно, что сравнивать показатели 3 и 17 стран некорректно: во втором случае разброс должен быть шире. Для более корректного сравнения используем данные трех стран, чьи экономики традиционно тесно связаны между собой, – Бельгии, Нидерландов и Люксембурга. Но и в этом случае величина стандартного отклонения ИПЦ составила за исследуемый период 0,85.

Сказанное позволяет сделать вывод, что успехи ЕЦБ в поддержании ценовой стабильности в зоне евро в докризисный период были в основном достигнуты за счет низкой ценовой динамики в «странах-тяжеловесах». Повышенная инфляция в ряде других государств мало влияла на НІСР и лишь отчасти принималась во внимание руководством ЕЦБ при проведении денежно-кредитной политики. Тот факт, что Германия, Франция и Италия имеют высокую степень конвергенции ценовых показателей, существенно меняет условия и саму концепцию конвергенции. На практике получается, что не все страны ЭВС должны приводить свои показатели к среднему значению, а средние и малые государства должны приближать их к показателям трех крупнейших игроков.

Менее крупные страны оказываются перед сложным выбором: добиваться ценовой динамики, схожей с динамикой «тяжеловесов», чтобы денежно-кредитная политика ЕЦБ была адекватна их экономической ситуации, или не добиваться такого схождения, принимая как неизбежное «поштую по чужой мерке» денежно-кредитную политику. Издержки адаптации почти целиком ложатся на малых участников – ситуация весьма похожая на ту, которая сложилась в мировой валютно-финансовой

системе ввиду доминирующего положения американского доллара. Именно недовольство ею западноевропейских стран было одним из стимулов к созданию ЭВС. Теперь же иерархическая конструкция может начать воссоздаваться внутри еврозоны. При этом, как справедливо отмечает Л. С. Худякова, создание региональных и глобальных регуляторов с правоустанавливающими и правоприменительными функциями наталкивается на нежелание государств отказываться от национального суверенитета в финансовой сфере, поскольку в случае кризиса спасение финансовых институтов проводится за счет национальных бюджетов, т. е. налогоплательщиков [13].

Остается открытым вопрос о том, насколько ЕЦБ удастся достичь своей главной цели в отношении стран, не входящих в большую тройку. Если его процентная ставка является инструментом регулирования инфляционных процессов в больших странах, но оставляет без должного внимания данные процессы в остальных государствах, то таким образом создаются условия для существования проциклического фактора в виде разницы цен при низкой цене заимствования ликвидных средств.

Внимательный анализ данных табл. 2 позволяет обнаружить еще одну проблему денежно-кредитной политики ЕЦБ. Довольно часто национальные индексы потребительских цен распределяются на две группы, между которыми образуется интервал в размере до 1 п. п. То есть среднее арифметическое значение и медиана попадают на точку, одинаково нехарактерную ни для одной из групп. Явление, которое мы назовем эффектом пустой середины, отчетливо наблюдалось в 2001, 2002, 2008 и 2009 гг. В меньшей степени оно было выражено в 2006 г. Так, в 2008 г. две страны (Франция и Австрия) имели индекс потребительских цен в размере 3,2% и еще две (Испания и Мальта) – в размере 4,2%. Между ними находились только две страны – Италия и Финляндия. Показатели всех

остальных государств были ниже первой отметки или выше второй. То есть ЕЦБ должен был выбрать, на какую из двух групп ориентировать свою денежно-кредитную политику, поскольку ориентация на средний показатель была бы бессмысленной. В подобной ситуации выбор в пользу «тяжеловесов» представляется меньшим из двух зол. Но это означает, что накануне кризиса ЕЦБ слишком медленно повышал процентную ставку, и для многих периферийных стран она оказалась заниженной. Следовательно, ЕЦБ невольно способствовал перегреву их экономики и усилению кризисных явлений.

Смещение показателя инфляции, на который ориентируется ЕЦБ при проведении денежно-кредитной политики, – один из факторов самовоспроизводящейся асимметрии в финансовой системе зоны евро. Его действие накладывается на несколько других явлений и процессов, ставших в последнее время предметом пристального изучения отечественными экономистами. К важнейшим из них следует отнести: неординарное функционирование трансмиссионного механизма в странах с различным уровнем развития экономики и финансовых систем [14], изменение природы инфляционных процессов при отставании темпов развития реального сектора от финансового [15], возникновение новых ограничителей при проведении проблемными странами еврозоны политики переклечения расходов и управления реальным эффективным курсом [16]. Все это значительно усложняет цель создания в рамках ЭВС подлинно интегрированного финансового пространства, которое бы обладало однородностью национального, но при этом многократно превосходило его по размерам, глубине и ликвидности.

Выводы. Путь, пройденный странами ЕС от координации обменных курсов к единой валюте, имел целью вывести их экономическую политику из дилеммы фиксированного и плавающего курсов. Внешняя задача состояла в том, чтобы снизить зависимость региона от доллара и сократить издержки адаптации к экономической политике США. Евросоюз добивался максимальной гибкости курса и автономии денежно-кредитной политики. Внутренней задачей было устранение колебаний курсов валют государств-членов, поскольку они подрывали региональную торговлю, без которой была невозможна повседневная хозяйственная жизнь региона.

В 1970 – 1980-е годы даже неполная фиксация курсов оказывала значительное давление на денежно-кредитную политику отдельных стран и требовала возрастающей координации их макроэкономической политики. Без этого система коллективного плавания валют постоянно выходила из равновесия. Но только Германия могла проводить независимую денежно-кредитную политику. Остальным странам приходилось концентрироваться на внешних целях – выравнивании баланса по текущим операциям и поддержании валютного курса. К середине 1980-х годов имевшийся у ЕВС потенциал стабилизации курсов был почти исчерпан. Попытки усовершенствовать систему наталкивались на возрастание ее асимметрии, особенно после либерализации движения капиталов.

Создание валютного союза должно было навсегда избавить его участников от курсовых колебаний и, следовательно, от балансирования между внешними и внутренними задачами экономической политики. Считалось, что зона евро будет свободна от самовоспроизводившейся асимметрии, характерной для ЕВС. Эти ожидания не оправдались. Кризис показал, что единая валюта ослабила сигнальную функцию некоторых экономических показателей и нарушила действие автоматических стабилизаторов экономики. Переход к модели денежно-кредитной политики Бундесбанка лишил слабые страны тех инструментов, при помощи которых ранее кор-

ректировалась ситуация на местных, весьма неустойчивых финансовых рынках. При этом в денежно-кредитной политике ЕЦБ существует риск приведения ключевой ставки к уровню, определяемому динамикой инфляции трех крупнейших стран. Следовательно, страны с относительно высокой инфляцией могут получать заниженную ставку рефинансирования, что чревато усилением кризисных явлений и нарастанием диспропорций внутри зоны евро. ■

Список литературы

1. *Bladen-Hovell R.* The Creation of EMU / *Artis M. and Nixon F.* (Eds.) *The Economics of the European Union. Policy and Analysis.* Fourth Edition. Oxford, N.Y. Oxford University Press, 2007. P. 253; *Chang M.* *Monetary Integration in the European Union.* Palgrave Macmillan. 2009. P. 25.
2. *Рубинский Ю. И.* Между двумя моделями / Франция в поисках новых путей / Под ред. Рубинского Ю. И. М.: Весь Мир. 2007. С. 112 – 113.
3. *Pöhl K. O.* Basic Features of a European Monetary Order / *Welfens P. J. J.* (Ed.) *European Monetary Integration. EMS Developments and International Post-Maastricht Perspectives.* Springer, 1996. P.81.; *Chang M.* Op. cit., P. 28.
4. *Буторина О. В.* Закономерности валютно-финансовой интеграции: мировой опыт и СНГ // *Деньги и Кредит.* 2005. № 8. С. 42–49.
5. *Klein M. W.* *The European Monetary System and European Integration: an Evaluation.* / *Welfens P. J. J.* (Ed.) *European Monetary Integration. EMS Developments and International Post-Maastricht Perspectives.* Springer, 1996. P. 66 – 67.
6. *Obstfeld M. and Rogoff K.* *Foundations of International Macroeconomics.* Cambridge, 1996; *Krugman, P. and Obstfeld M.* *International Economics: Theory and Policy,* 8-th ed. Reading, 2008; *Klein M. W. and Shambaugh J. C.* *Exchange Rate Regimes in Modern Era,* Cambridge 2010.
7. *Efficiency, stability and equity. A Strategy for the Evolution of the Economic System of the European Community.* (Report of a study group appointed by the Commission of the European Communities, and presided by T. Padoa-Schioppa). April 1987. P. IV. http://ec.europa.eu/economy_finance/emu_history/documentation/chapter12/19870410en149efficiencystabil_a.pdf; P. 3 – 4.
8. *International Monetary Fund, World Economic Outlook Database,* October 2013.
9. *Гутник В. П.* Политика хозяйственного порядка в Германии. М.: «Экономика», 2002. С. 153.
10. *Grauwe P. de.* *Economics of Monetary Union.* Oxford University Press, 2012. P. 153 – 155.
11. *Voridis H., Angelopoulou E., Skotida I.* *Monetary policy in Greece 1990 – 2000 through the publications of the Bank of Greece // Bank of Greece Economic Bulletin.* № 20. January 2003. P. 11–12.
12. *Буторина О. В.* Испания: стратегия экономического подъема. М.: Наука, 1994. С. 41–43.
13. *Худякова Л. С.* Посткризисное финансовое регулирование на межгосударственном уровне // *Мировая экономика и международные отношения.* 2013. № 1. С. 3–14.
14. *Головнин М. Ю.* Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации // *Вопросы экономики.* 2009. № 4. С. 42–58.
15. *Красавина Л. Н.* Снижение инфляционных рисков как фактор достижения прогнозируемых показателей инфляции и ценовой стабильности // *Деньги и кредит.* 2012. № 12. С. 3 – 11.
16. *Холопов А. В.* Дилемма макроэкономической политики в условиях открытой экономики // *Вестник МГИМО-Университета.* 2013. № 2. С. 120 – 126.