

Буторина О.В. Еврозона: гравитация против конвергенции?// Большая Европа. Идеи, реальность, перспективы / под общ. ред. Ал. А. Громыко и В. П. Фёдорова. М.: Издательство «Весь Мир», 2014. ISBN 978-5-7777-0643-0. С 186 – 205.

## **Глава 9. Еврозона: гравитация против конвергенции?**

Формирование в 1999 г. экономического и валютного союза и введение единой европейской валюты должно было обеспечить Евросоюзу качественный прорыв в деле построения однородного экономического пространства, которое по своим характеристикам не уступало бы внутреннему рынку США. Однако начавшийся в 2008 г. глобальный экономический кризис, который вскоре перерос в долговой кризис в зоне евро, поставил эту цель под сомнение. Одни страны еврозоны возвращаются, пусть медленно, на траекторию экономического роста, другие же испытывают всё большие трудности, приобретающие системный характер. К первой группе обычно относят Германию и её соседей, ко второй – страны Южной Европы и Ирландию.

Согласно опубликованному в марте 2013 г. докладу Европейской комиссии, после введения евро отмечался значительный прогресс в конвергенции государств – членов ЕС по показателю ВНД на душу населения. Однако в рамках зоны евро результаты сближения были неудовлетворительными. В некоторых странах (в Италии, во Франции, в Испании, в Португалии, на Кипре, в Греции) уровень жизни рос медленнее, чем в десятилетие, предшествовавшее созданию валютного союза. При этом среднеквадратичное отклонение темпов прироста ВВП на душу населения после 2003 г. в целом увеличивалось<sup>1</sup>.

Рассмотрим, каким образом изменились условия макроэкономической конвергенции стран еврозоны после кризиса, и попытаемся выявить наличие в данном процессе признаков гравитационного эффекта. Последний понимается как тяготение показателей различных стран к показателям сильнейших игроков, в отличие от конвергенции, подразумевающей их подтягивание к некоему равновесному значению.

### **Некоторые теоретические положения**

Гравитационные модели давно используются в общественных науках, например, при исследовании миграционных потоков и процессов урбанизации. Широкую известность получила гравитационная модель международной торговли, объясняющая характер товарных потоков, возникающих между странами. Предположение о

---

<sup>1</sup> European Commission. Quarterly Report on the Euro Area. Vol. 12, № 1. 2013. P. 7–8.

действующих в экономике гравитационных силах является центральным звеном классической теории стоимости, а также неоклассической теории макроэкономического равновесия<sup>2</sup>.

Наличие гравитационной составляющей обнаруживается во многих процессах, характерных для функционирования международной финансовой системы. Так, становление после Второй мировой войны доллара США как доминирующей мировой валюты повлекло за собой повсеместное наращивание официальных резервов в этой денежной единице и привязку к ней обменных курсов других национальных валют. Последнему в немалой степени способствовала целенаправленная политика США. Одним из её проводников стал МВФ, который, например, в 1980-е гг. настойчиво рекомендовал развивающимся странам фиксировать курсы своих валют по отношению к внешнему якорю (фактически американскому доллару).

Закреплению позиций валюты-лидера могут способствовать не только политические, но и рыночные силы, например эффект масштаба. Согласно теории ведущей валюты (англ. – *vehicle currency*), поскольку валютные рынки в парах с долларом являются самыми ёмкими и ликвидными, для них характерны наиболее узкие, по сравнению с другими валютными парами (с евро, фунтом, иеной и др.) спреды<sup>3</sup>. Данное обстоятельство, в свою очередь, стимулирует использование доллара как валюты-посредника в многоступенчатых валютных сделках, что ещё больше расширяет рынки и сужает спреды<sup>4</sup>. Схожие механизмы, основанные на внешних сетевых эффектах (англ. – *network externalities*), регулируют использование валют в международной торговле и на рынках капитала<sup>5</sup>.

Хрестоматийным примером действия рыночных гравитационных сил является бегство капиталов из проблемных стран в «тихие гавани», происходящее в начале любого регионального или глобального кризиса. Срабатывающий в подобных случаях эффект домино обоснованно квалифицируется как провал рынка. Схожую природу имеют

---

<sup>2</sup> Современную критику данного положения можно найти в: *Sinha A. On the Notion of Equilibrium or the Centre of Gravitation in Economic Theory / Indira Gandhi Institute of Development Research. Mumbai, July 2010.*

<sup>3</sup> *Swoboda A. Vehicle currencies and the foreign exchange market: the case of the dollar // The International Market for Foreign Exchange / Ed. by R. Aliber R. N.Y.: Praeger, 1969. P. 30–40; Hartmann P. Currency Competition and Foreign Exchange Markets: The Dollar, the Yen and the Euro. Cambridge: Cambridge University Press, 1998.*

<sup>4</sup> *Kenen P. The role of the dollar as an international currency // Group of Thirty Occasional Papers. 1983. № 13; Hartmann P. Op. cit.*

<sup>5</sup> *Goldberg L. Currency Invoicing of International Trade // The Euro at Ten: The Next Global Currency? / Ed. by J. Pisany-Ferry, A.S. Posen; Peterson Institute For International Economics. 2009. P. 61–68; Thimann C. Global Roles of Currencies // ECB Working Paper Series. 2009. № 1031.*

разнообразные проциклические факторы и чрезмерные реакции рынков (англ. – overreaction) на внешние или внутренние шоки.

Гравитационное давление смешанного типа (возникающее по воле государств, но в результате рыночного давления) можно усмотреть в международной практике использования валютных режимов. Речь идёт о тяготении к двум крайним возможностям – жёстко фиксированным курсам или свободному плаванию, наряду с тем, что такое тяготение давно является предметом научной дискуссии<sup>6</sup>.

Сказанное позволяет предположить, что в процессах региональной экономической интеграции гравитационное смещение может порождаться политическими или рыночными силами. При этом гравитационное смещение, независимо от его причины, может иметь положительный или негативный эффект, с точки зрения общественного блага.

### **Расширение ЕС и его влияние на условия конвергенции**

Среди важнейших особенностей, обеспечивших благоприятные условия для формирования и развития Европейского экономического сообщества (ЕЭС), эксперты справедливо выделяют два фактора. Первый – наличие во всех государствах-основателях объединения высокоразвитой рыночной экономики с мощным промышленным потенциалом. Второй – присутствие в группировке нескольких стран примерно одного размера, что позволило создать полицентричную систему управления. Первоначальная «шестёрка» ЕЭС включала три крупные страны – Францию, Германию и Италию; две небольшие страны – Нидерланды и Бельгию, а также Люксембург, миниатюрные размеры которого отчасти компенсировались высоким уровнем жизни и наличием мощного финансового центра. В 1973 г. к числу крупных стран добавилась Великобритания.

До второго южного расширения, когда в 1986 г. в ЕЭС вступили Испания и Португалия, «десятка» представляла собой две довольно однородные по душевому доходу группы. Главное отличие заключалось в численности населения, что создавало проблему баланса интересов малых и крупных стран (рис. 9.1).

Испания попала в промежуток между большими и малыми странами. И, хотя она всегда считалась относительно бедной, её ВВП на душу населения составлял около 80% от среднего по ЕЭС. Однако у Португалии душевой доход действительно отклонялся

---

<sup>6</sup> *Reinhart C., Rogoff K.* The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation // *Quarterly Journal of Economics*. 2004. Vol. 119. P. 1–48; *Fisher S.* Mundell-Fleming Lecture: Exchange Rate Systems, Surveillance, and Advice // *IMF Staff Papers*. 2008. Vol. 55, № 3. P. 367–383.

более чем на четверть от среднего по группировке. В 2010 г. общая картина стала принципиально иной. В группе больших и богатых стран вперёд по численности населения вследствие объединения вырвалась Германия. Испания благодаря росту населения сократила отрыв от 60-миллионных Великобритании, Франции и Италии. При этом резко возросло количество малых стран – с семи в 1986 г. до двадцати в 2010 г. (включая неотмеченный на рис. 9.1 Люксембург). Внутри них возник клуб следующих весьма богатых государств: Бельгии, Нидерландов, Люксембурга, Австрии, Финляндии, Швеции, Дании и Ирландии.

Два восточных расширения Евросоюза 2004–2007 гг. создали большую разнокалиберную группу относительно бедных стран, куда вошли Польша, Венгрия, Латвия, Литва, Эстония, Болгария и Румыния. В число малых стран со средним уровнем благосостояния попали Греция, островные Кипр и Мальта, а также три страны, образовавшиеся в результате распада бывших социалистических государств – Словения, Чехия и Словакия.

Если в 1986 г. из 12 стран ЕС только две имели ВВП на душу населения, отклонявшийся более чем на 25% вверх или вниз от среднего по ЕС, то в 2010 г. такими были 13 стран из 27. На сегодня их уже 14 из 28, поскольку 1 июля 2013 г. в Евросоюз официально вступила Хорватия. Её население составляет 4,4 млн человек, а ВВП на душу населения по ППС не превышает 60% от среднего по Евросоюзу.

Итак, следует констатировать, что по мере расширения Европейского Союза степень разнородности его участников неизменно нарастала. Однако увеличение числа малых государств не означает пропорционального роста их влияния по политике ЕС. Скорее, можно предположить обратное – ввиду нараставшего географического, культурного и социально-экономического разнообразия данной категории участников. Если при создании ЕЭС малые страны (Бельгия, Нидерланды и Люксембург) представляли собой политически сплочённую группу с более высоким, чем у тяжеловесов уровнем благосостояния, то теперь это далеко не так.

Рисунок 9.1

Распределение стран ЕС по численности населения и душевому доходу в 1986 и 2010 гг.



Левая диаграмма – 1986 г., правая диаграмма – 2010 г. Единицы измерения: численность населения указана в млн человек (ось абсцисс); ВВП на душу населения по паритету покупательной способности указан в международных долларах МВФ (ось ординат). Кружками отмечены страны с ВВП на душу населения в пределах  $\pm 25\%$  от среднеэвровейского по ЕС. Прочие страны ЕС отмечены квадратами.

Условные обозначения стран: АТ – Австрия, ВЕ – Бельгия, ВГ – Болгария, СУ – Кипр, СЗ – Чехия, ДЕ – Дания, ИЕ – Ирландия, ЕЕ – Эстония, ЕЛ – Греция, ЕС – Испания, ИТ – Италия, ФЛ – Финляндия, ФР – Франция, НУ – Венгрия, ЛТ – Литва, ЛВ – Латвия, МТ – Мальта, НЛ – Нидерланды, ПЛ – Польша, РТ – Португалия, РО – Румыния, SE – Швеция, SK – Словакия, SL – Словения, UK – Великобритания. Люксембург исключён из обеих схем ввиду высокого душевого дохода.

Источник: IMF World Economic Outlook Database. April 2013.

В рамках еврозоны неоднородность её участников выглядит ещё более рельефно, чем в Евросоюзе в целом. Три крупные страны – Германия, Франция и Италия – являются странами-основателями объединения. Их политический вес обусловлен не только численностью населения и высоким уровнем социально-экономического развития, но и 60-летним опытом активного участия в управлении интеграционными процессами.

Еще шесть стран – Бенилюкс, Ирландия, Австрия и Финляндия принадлежат к наиболее состоятельным членам ЕС. При этом все они, за исключением Ирландии, применяют механизмы макроэкономического регулирования, в той или иной степени ориентированные на немецкую модель. Греция, Португалия, Кипр, Мальта, Словения, Словакия и Эстония – страны гораздо менее богатые, со значительными и неодинаковыми структурными проблемами. Их возможность выступать с единых позиций в диалоге с Германией и Францией крайне ограничена. Незванная пока Испания по численности населения тяготеет к группе крупных стран, но по состоянию экономики она, конечно, ближе к своим средиземноморским соседям.

### **Место и роль Германии в процессах конвергенции**

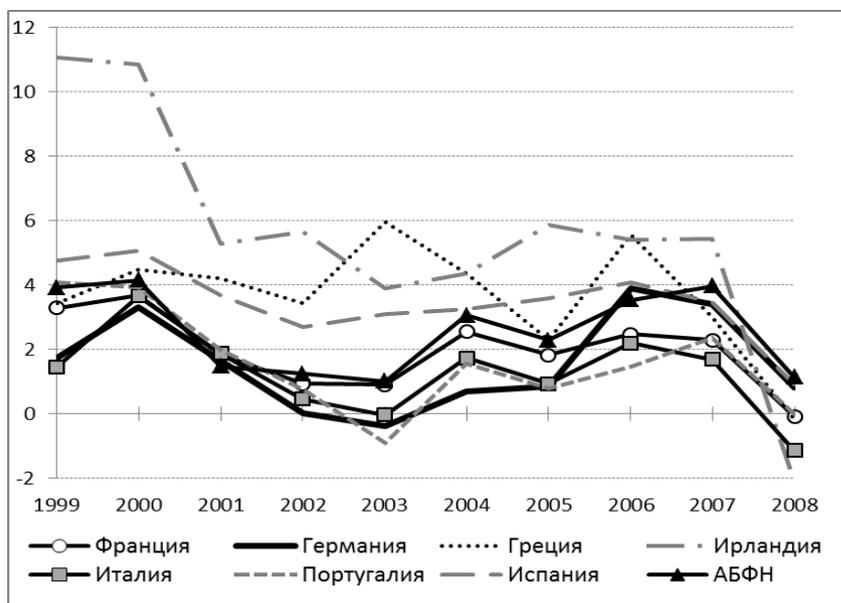
Важной особенностью докризисного развития еврозоны явилось неудовлетворительное состояние её самой крупной экономики – немецкой. На протяжении шести лет – с 1999 по 2005 гг. – Германия показывала едва ли не самые низкие темпы роста (рис. 9.2), за что её справедливо называли «больным человеком Европы» (по англ. «the sick man of Europe»). В 2004 г. большинство стран еврозоны (Франция, Италия, Испания, Нидерланды, Австрия, Бельгия, Финляндия, Ирландия) вступили в фазу оживления. Однако Германия показала значимый прирост ВВП только в 2006 г.

На протяжении 1999–2007 гг. темпы роста экономики Ирландии, Греции и Испании были значительно выше, чем в Германии, во Франции, в Италии и Нидерландах. Более того, в 2002–2005 гг. экономика Греции находилась в противофазе к экономике Германии. Одной из причин, усугубившей течение кризиса в зоне евро, была реформа Пакта стабильности и роста, принятого в декабре 1997 г. по инициативе Германии. Однако ввиду больших расходов на объединение она вскоре сама оказалась в числе нарушителей. Летом 2003 г. немецкое правительство объявило о досрочном снижении налогов, хотя по итогам предыдущего года страна явно выходила за 3-процентный норматив по дефициту госбюджета. Решение правительства было продиктовано

стремлением активизировать экономический рост и остановить угрожающий рост безработицы. В ответ Комиссия пригрозила санкциями.

Рисунок 9.2

Прирост ВВП в некоторых странах ЕС в 1999–2008 гг., в %



АБФН – Австрия, Бельгия, Финляндия, Нидерланды.

Источник: IMF World Economic Outlook Database. October 2012.

Между тем собравшийся 25 ноября 2003 г. Совет Экофин большинством голосов («за» были только представители Испании, Австрии, Нидерландов и Финляндии) отверг рекомендацию Комиссии начать процедуру наложения санкций на Францию и Германию, предусмотренную Пактом стабильности и роста. Министры отложили её действие на неопределённый срок, а виновным странам рекомендовали ежегодно снижать дефицит на 0,5–0,8 процентных пункта. Отвечавший за финансовые вопросы член Комиссии Педро Сольбес назвал решение «не уважающим дух и правила Пакта стабильности». Совет управляющих Европейского центрального банка (ЕЦБ) заявил, что он «глубоко разочарован происходящим и разделяет точку зрения Комиссии на принятое Советом решение».

Канцлер Германии Герхард Шрёдер, выступая 26 ноября 2003 г. на заседании бундестага, решительно поддержал позицию Совета<sup>7</sup>. Он призвал к гибкой интерпретации Пакта и добавил, что его страна будет проводить жёсткую линию в переговорах о

<sup>7</sup> Agence Europe, Bulletin Quotidien. 26.05.2005. № 8594. P. 12.

будущем бюджете ЕС. По его логике, страна, которую принуждали сокращать бюджетный дефицит, не имела права увеличивать взносы в бюджет Сообщества. Иными словами, Германия использовала своё положение главного вкладчика в бюджет ЕС для давления на партнёров.

28 января 2004 г. Комиссия подала жалобу в Европейский суд первой инстанции на действия Совета. Однако этот шаг не дал желаемого эффекта: кампания в пользу смягчения пакта уже шла полным ходом. Летом министерство финансов Германии стало пропагандировать необходимость «соразмерного смешивания» краткосрочной конъюнктурной стабилизации, среднесрочной бюджетной консолидации и структурных реформ<sup>8</sup>. Весной 2005 г. Пакт официально реформировали: были смягчены правила определения сверхнормативного дефицита и удлинены сроки его исправления, а также расширен перечень исключительных обстоятельств, позволявших иметь дефицит свыше 3% ВВП. Как следствие, Пакт перестал быть инструментом поддержания бюджетной дисциплины.

Данные рис. 9.2 показывают, что в 2003 г., когда Германия настояла на реформе Пакта, её годовой ВВП сократился почти на 0,4%. Худший показатель имела только Португалия. В Италии прирост ВВП оказался нулевым, во Франции приблизился к 1%. При этом прирост ВВП в Испании составил 3%, в Ирландии – почти 4%, а в Греции – целых 6%. То есть реформа Пакта была нужна, в первую очередь, Германии и в несколько меньшей степени – Италии и Франции.

Известный польский экономист и политик, организатор рыночных реформ Лешек Бальцерович так комментировал эту ситуацию: «Следует ввести структурные ограничения, лимитирующие размер государственного долга к ВВП и прочие фискальные правила. Однако для того, чтобы ввести их и поддерживать их исполнение, необходимо было привлекать соответствующие слои населения. Подобное мероприятие особенно важно для крупных стран Евросоюза, так как они менее восприимчивы к давлению со стороны Европейского сообщества, чем маленькие государства. Кроме того, они в основном и иницируют это давление. Европейские политики не должны скрывать «настоящий» курс ЕС. Печальным примером фактического отказа от принятия такого курса была ситуация, связанная с отношением Германии и Франции к Пакту стабильности и роста в 2005 г.»<sup>9</sup>

---

<sup>8</sup> Финансовая политика стран ЕС / Под ред. В.П. Гутника. М.: Наука, 2004. С. 250–251.

<sup>9</sup> Бальцерович Л. Предотвращая кризис в еврозоне // Мир перемен. 2012. № 4. С. 63.

Хорошо известно, что в основу денежно-кредитной политики 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 управления денежным агрегатом М3). Как писал известный экономист и знаток немецкой экономики В.П. Гутник, Бундесбанк, будучи независимым от парламента и правительства, более 40 лет проводил умеренно жёсткую политику, направленную на поддержание покупательной способности марки. Данный курс он считал неременным 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<sup>10</sup>.

Однако успех послевоенной немецкой марки – только половина правды. Вторая её половина заключалась в провале валютного союза, созданного при объединении двух немецких государств. Известный российский германист В.Б. Белов констатирует: «Изначально была сделана политическая ошибка, состоявшая в решении обменять в рамках Валютного союза ФРГ и ГДР восточногерманские марки на западные по курсу один к одному, что означало ревальвацию валюты Восточной Германии почти на 400%. Предприятия на восточногерманской территории лишились объективных стоимостных ориентиров в своей деятельности. Существенно снизился уровень их конкурентоспособности и соответственно возросла безработица». И далее: «Принципиальной ошибкой стало решение о «слепом» переносе на Восточную Германию в период её хозяйственной трансформации западногерманского институционального инструментария не только на рынок труда, но и на товарные рынки, налоговую систему, систему высшего образования и т.д. Итогом такого решения стала неспособность новых федеральных земель эффективно приспособиться к рыночным вызовам и достичь необходимого уровня конкурентоспособности...» Из всех средств, вложенных в бывшую ГДР, производительные капиталовложения составили только четверть, основная же часть средств была поглощена потребительской сферой, прежде всего системой социального обеспечения<sup>11</sup>.

Это позволяет предположить, что в докризисный период экономика Германии находилась в состоянии асимметричного шока по отношению к остальным участникам

---

<sup>10</sup> Гутник В.П. Политика хозяйственного порядка в Германии. М.: Экономика, 2002. С. 153.

<sup>11</sup> Белов В.Б. Экономическое объединение ФРГ и ГДР // Германия. Вызовы XXI века / Под ред. В.Б. Белова. М.: Весь Мир, 2009. С. 80–81.

валютного союза. Согласно теории оптимальной валютной зоны, разработанной в 1960-е гг. Р. Манделлом, Р. Маккинном и П. Кененом, введение единой валюты желательно, если потеря гибкости обменного курса не увеличивает издержки приспособления страны к неблагоприятным внешним или внутренним воздействиям – шокам. При этом принципиальное значение имеет возможность асимметричных шоков, т.е. воздействий, которые по-разному влияют на экономику стран-участниц валютной зоны<sup>12</sup>. Симметричный шок менее опасен, поскольку он приводит к примерно одинаковым негативным последствиям, на что Единый центральный банк может отреагировать соответствующим снижением процентной ставки. В случае асимметричного шока ставка останется прежней, а подвергнувшаяся шоку страна не получит необходимой поддержки – ни со стороны денежных властей, ни со стороны единого казначейства (по причине его отсутствия).

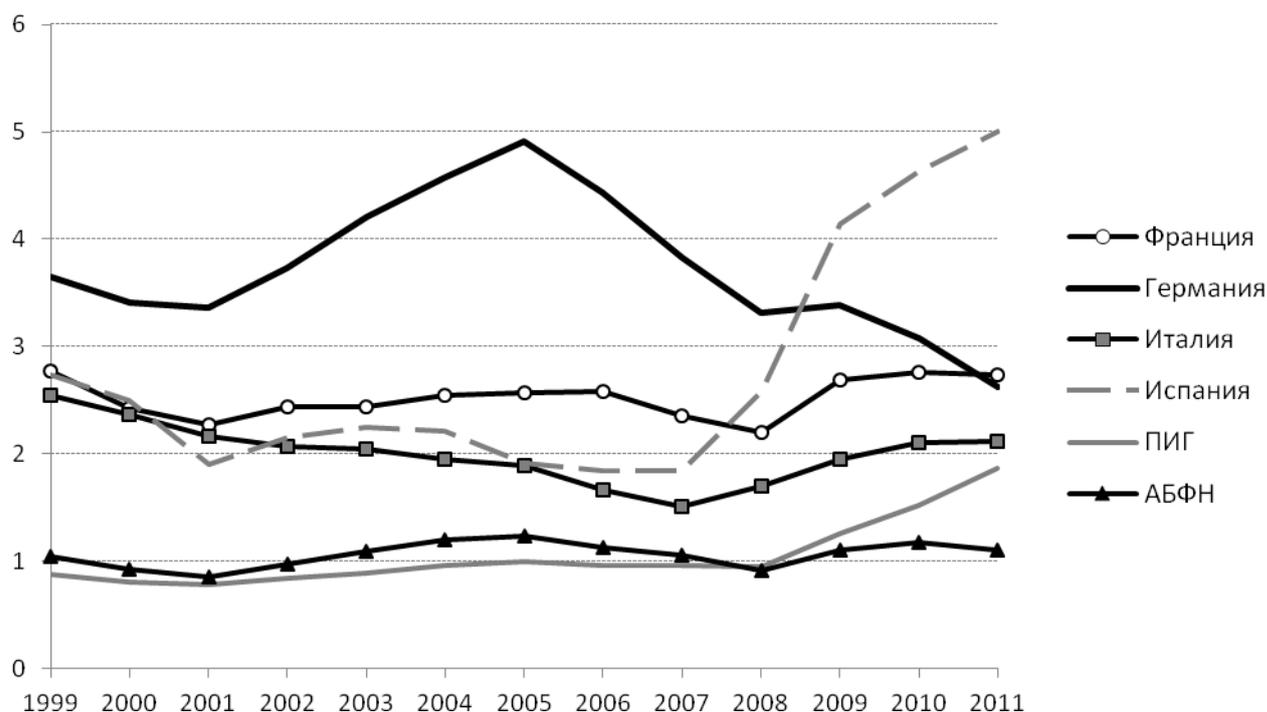
Здесь следует сделать принципиальное замечание. Рассматривая вопрос асимметричного шока, теория оптимальной валютной зоны подразумевает, что его объектом является страна, равная или уступающая другим по своему экономическому весу. Сама возможность асимметричного шока в главной стране, оказывающей решающее влияние на экономические показатели и политику всего союза, никогда не рассматривалась, равно как и его вероятные последствия для всей зоны.

Дополнительный аргумент в пользу предположения об асимметричном шоке в Германии дает динамика безработицы (см. рис. 9.3). С 2001 по 2005 гг. численность безработных в Германии выросла на 46%, или на 1540 тыс. человек. Зато на протяжении 2006–2011 гг. она сократилась почти вдвое – на 2300 чел., в том числе на 770 тыс. за 2009–2011 гг. Ничего подобного ни в одной другой стране еврозоны не происходило. За годы кризиса в одной только Испании количество безработных увеличилось на три с лишним миллиона человек и ещё почти на миллион в Греции, Ирландии и Португалии вместе взятых.

---

<sup>12</sup> *Mundell R. Optimum Currency Areas // American Economic Review. 1961. Vol. 53. P. 717–725; McKinnon R. Optimum Currency Areas // Ibidem; Kenen P. The theory of Optimum Currency Areas: an Eclectic View // Monetary Problems of the International Economy / Ed. by R. Mundell, A. Swoboda. Chicago: University of Chicago Press, 1969.*

Численность безработных в странах-членах ЕС в 1999–2011 гг.



Условные обозначения: ПИГ – Португалия, Испания, Греция. АБФН – Австрия, Бельгия, Финляндия, Нидерланды.

Источник: IMF, World Economic Outlook Database. October 2012.

### Общее и особенное в практике денежно-кредитной политики

Ещё до появления единой европейской валюты одним из её рисков считалось то, что общий центральный банк будет проводить «среднестатистическую» денежно-кредитную политику, ориентированную на усредненные показатели еврозоны. При этом она может оказаться неподходящей для тех или иных участников, особенно в условиях асимметричного шока. Здесь мы хотим привлечь внимание к двум новым для научной дискуссии моментам.

Первый состоит в том, что заимствованная из практики Бундесбанка модель денежно-кредитной политики ЕЦБ качественно отличалась от некоторых национальных моделей. И хотя преимущества продолжительной стабильности цен и курса национальной валюты были неоспоримы для Германии, это не отменяет вопроса о том, насколько эффективен с экономической точки зрения отказ от национальных моделей. К этому

следует добавить, что любая страна, поставившая цель перейти на евро, должна в течение как минимум двух лет привязывать к нему курс национальной валюты в интервале  $\pm 15\%$ , участвуя в обновленном механизме обменных курсов (МОК-2). Это означает, что у центрального банка страны-претендента возникает конфликт интересов относительно приоритетов денежно-кредитной политики, который в условиях свободного движения капиталов может принимать весьма острые формы (проблема так называемой «невозможной триады» – impossible trinity).

Пока существовала Европейская валютная система (ЕВС), многие её участники должны были направлять большие усилия на поддержание курсов своих валют по отношению к ЭКЮ, а фактически – к марке ФРГ. Параллельно им приходилось следить за инфляцией. Бундесбанк от такой раздвоенности был избавлен, т.е. он автоматически получал выгоды от доминирующего положения в системе.

Рассмотрим транзит от национальных моделей к общеевропейской на примере Банка Греции. В начале 1990-х гг. в круг его официально декларируемых задач входили: содействие достижению целей экономической политики, содействие росту производства, сдерживание инфляции, поддержание платёжного баланса, либерализация банковской системы, развитие денежных рынков и рынков капитала. В связи с гармонизацией греческого законодательства с положениями Маастрихтского договора с декабря 1997 г. главной целью Банка Греции является обеспечение ценовой стабильности. Поддержка общей экономической политики правительства стала возможной только при условии, что она не противоречит первой цели<sup>13</sup>. В мае 1998 г. Греция присоединилась к МОК-2 с тем, чтобы иметь возможность ввести наличные евро одновременно с другими государствами, переходившими на единую валюту с 1 января 1999 г. Таким образом, её денежно-кредитная политика испытала на себе двойное давление. С одной стороны, произошла перефокусировка основной цели, а с другой – появилась дополнительная цель – поддержание обменного курса.

До перехода на единую валюту денежно-кредитная система Греции имела свои, весьма существенные национальные особенности. *Во-первых*, для неё были характерны высокие и чрезвычайно волатильные темпы прироста денежной массы (агрегат М3). В одни периоды прирост денежной массы доходил до 15–20% в год, а в другие снижался до 5–7% в год. Для борьбы с нестабильностью денежного предложения Банк Греции постоянно использовал такой инструмент, как ограничение кредитной экспансии. Причём

---

<sup>13</sup> Vouridis H., Angelopoulou E., Skotida I. Monetary policy in Greece 1990–2000 through the publications of the Bank of Greece // Bank of Greece Economic Bulletin. January 2003. № 20. P. 11–12.

в начале десятилетия он варьировал устанавливаемые лимиты в зависимости от сектора экономики. Так, в 1990 г. целевой ориентир для национальных кредитов равнялся 16,0–17,5%, для частного сектора был установлен порог 15–16%, а для государственного – 17,5–18,5%.

Данные табл. 9.1 позволяют обнаружить еще один проциклический фактор – дерегулирование национальной денежной сферы. Согласно данным Банка Греции в 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 по сравнению с нормативами Банка Греции второй половины 1990-х гг. Особенно впечатляющими были темпы роста кредитования домохозяйств – порядка 30% в год. Вследствие кризиса этот прирост остановился и даже приобрёл отрицательное значение.

Таблица 9.1

**Цепные индексы объёма 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, в том числе:	110	106	112	122	114	114	114	105	107	96	83
Госсектор	99	82	93	125	95	90	101	138	124	94	48

*Источник:* Подсчитано по данным Банка Греции:

<http://www.bankgreece.gr/Pages/en/Statistics/monetary/financing.aspx>

*Во-вторых,* до введения евро для Греции были характерны высокие темпы инфляции и, соответственно, высокие и весьма волатильные процентные ставки, как номинальные, так и реальные. В 1991 г. межбанковская ставка по кредитам овернайт колебалась в диапазоне от 7 до 30% годовых, в 1992 г. – в диапазоне от 10 до 42% годовых, а в 1993 г. её средняя величина составляла 20–25% годовых. С 1994 г. амплитуда колебаний сжалась до 3–5 процентных пунктов. Одновременно началось постепенное снижение уровня ставки: с 20% в первом квартале 1994 г. до 13% в четвёртом квартале 1996 г.<sup>14</sup>

Банк Греции снижал ключевые ставки на протяжении всей второй половины 1990-х гг. Если в июле 1995 г. кредитная ставка под залог греческих государственных

<sup>14</sup> Vouridis H., Angelopoulou E., Skotida I. Op. cit. P. 20.

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.

Десятилетие, предшествовавшее вступлению Греции в зону евро, было отмечено устойчивой нисходящей динамикой индекса потребительских цен. В конце 2000 г. он составлял 4%, по сравнению с 24% в конце 1990 г. Тем не менее, и это чрезвычайно важно для нашего исследования, реальный процент (подсчитанный как средний ежемесячный за вычетом индекса потребительских цен) по краткосрочным банковским займам в драмах для предприятий не снижался до 1999 г. В период с 1990 по 1994 гг. он вырос примерно с 6 до 16%, а потом колебался в интервале 12–14% годовых<sup>15</sup>. Вступление Греции в валютный союз позволило национальным предприятиям брать кредиты под гораздо более низкий реальный процент не только у местных банков, но у банков других государств еврозоны. То есть переход на евро сопровождался не только отменой количественных ограничений на объём выданных кредитов, но и кардинальным изменением цены денег. Распространение общей для еврозоны (читай – немецкой) модели денежно-кредитной политики означало демонтаж инструментов, позволявших корректировать проблемы, возникавшие в относительно слабой экономике с неустойчивой денежно-кредитной сферой и повышенной инфляцией.

### **Ценовая динамика и гравитационный эффект**

Вернёмся к отправной точке нашего изучения греческого опыта – моменту, когда страна изменила набор целей денежно-кредитной политики, сделав главным приоритетом поддержание ценовой стабильности. Известно, что одной из причин нынешней тяжелой экономической ситуации в стране является происходившая в 2000-е гг. потеря ценовой конкурентоспособности греческих товаров и услуг. С 1999 по 2009 гг. в Германии потребительские цены в общей сложности поднялись на 18%, а в Греции – на 40%. Таким образом, на практике денежно-кредитная политика ЕЦБ не стала инструментом сдерживания цен в Греции и других слабых странах. Положение осложнялось ещё и тем, что, несмотря на существование маастрихтского критерия по инфляции, к нему не прилагалось институционального инструмента, который должен был обеспечить соблюдение критерия по дефициту госбюджета (имеется в виду Пакт стабильности и роста).

---

<sup>15</sup> *Voridis H., Angelopoulou E., Skotida I. Op. cit. P. 20. C. 27–28.*

Резонно задаться вопросом о том, насколько главный банк зоны евро руководствовался в своей денежно-кредитной политике ценовой динамикой в разных частях зоны. Для этого сначала надо сделать несколько уточнений, касающихся расчёта гармонизированного индекса потребительских цен зоны евро – ГИПЦ. По методологии Евростата, он рассчитывается как средневзвешенное национальных индексов всех стран еврозоны. Для определения долей берётся стоимость потребительских расходов домашних хозяйств в каждой из стран, поделённая на стоимость данных расходов во всей еврозоне. Веса обновляются ежегодно на основе данных национальных счетов. При расчёте 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.

Из сказанного вытекает, что ГИПЦ отражает гораздо больший вклад стран с большим ВВП, чем стран с малым ВВП. То же касается богатых стран с высоким уровнем цен и относительно бедных стран с более низкими ценами. Поэтому есть основания ожидать, что общий ценовой индекс отклоняется в сторону крупнейших стран – Германии, Франции и Италии, на которые приходится 64% ВВП еврозоны.

Дальше всё зависит от разброса показателей инфляции этих стран. Если они оказываются в верхней, нижней и средней части распределения, то политика ЕЦБ будет, скорее всего, ориентироваться на медиану. Это даст возможность остальным, более мелким странам еврозоны получать от ЕЦБ процентную ставку, более или менее адекватную их ценовой динамике. Тогда у стран, отклоняющихся от среднего значения, возникнет стимул подтянуть свои показатели инфляции к этому среднему значению. В случае если показатели крупных стран лягут кучно в одну из областей общего распределения, условия для конвергенции остальных существенно ухудшатся.

Данные табл. 9.2 показывают, что на протяжении 12 лет, с 2001 по 2012 г., индекс потребительских цен Франции почти всегда (кроме 2001 г.) находился в диапазоне  $\pm 0,5$  процентных пункта от ГИПЦ 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 лет. Все остальные страны оказывались в нём менее чем в половине случаев. Греция и Словакия выпадали из этой полосы 11 лет из 12. На протяжении десяти лет уровень инфляции в Греции был более чем на 0,5 процентных пункта выше, чем ГИПЦ, а в 2012 г. он стал, наоборот, ниже.

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 $\pm 0,5$ пп от ГИПЦ
ГИПЦ-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
Сред. арифм. – 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	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	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	1
Ирландия	4	4,7	4	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	3,5	0,8	1,6	2,9	3,3	10
Кипр	2	2,8	4	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	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	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	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 данных: электронная база данных Евростат.

Условные обозначения: без выделения оставлены ячейки, показатели которых находились в интервале  $\pm 0,5$  процентных пункта от среднего показателя еврозоны. Светло-серым цветом обозначены ячейки, показатели которых были более чем на  $0,5$  процентных пункта выше показателя еврозоны. Темно-серым цветом обозначены ячейки, показатели которых были более чем на  $0,5$  процентных пункта ниже показателя еврозоны. ГИФ – Германия, Италия, Франция.

Ещё одно наблюдение: по приведённым данным видно, что Португалия, Нидерланды, Финляндия и Ирландия не попадали в указанный коридор из-за более порывистой, неровной динамики инфляции. Их индексы потребительских цен оказывались то выше, то ниже ГИПЦ.

Обратившись ко второй и третьей строкам табл. 9.2, мы видим, что среднее арифметическое ИПЦ по всем странам зоны евро заметно отклонялось от ГИПЦ. В среднем отклонения составляли около 0,4 процентных пункта, а иногда доходили до 0,7–1,0 процентных пункта. В то же время среднее арифметическое трёх «тяжеловесов» – Германии, Италии и Франции – совпадало с ГИПЦ или было весьма близко к нему. Отклонения обычно не превышали 0,1–0,2 процентных пункта.

Из этого следует два вывода. Первый – о том, что ГИПЦ еврозоны действительно задаётся тремя крупнейшими странами, а ценовая динамика остальных участников зоны евро оказывает на него весьма умеренное влияние. Второй – о том, что на протяжении 2001–2008 гг. цены в трёх крупнейших странах росли заметно медленнее, чем в остальных государствах валютного союза. Показатели «тяжеловесов» постоянно находились в нижней части распределения, и именно на них ориентировалась денежно-кредитная политика ЕЦБ.

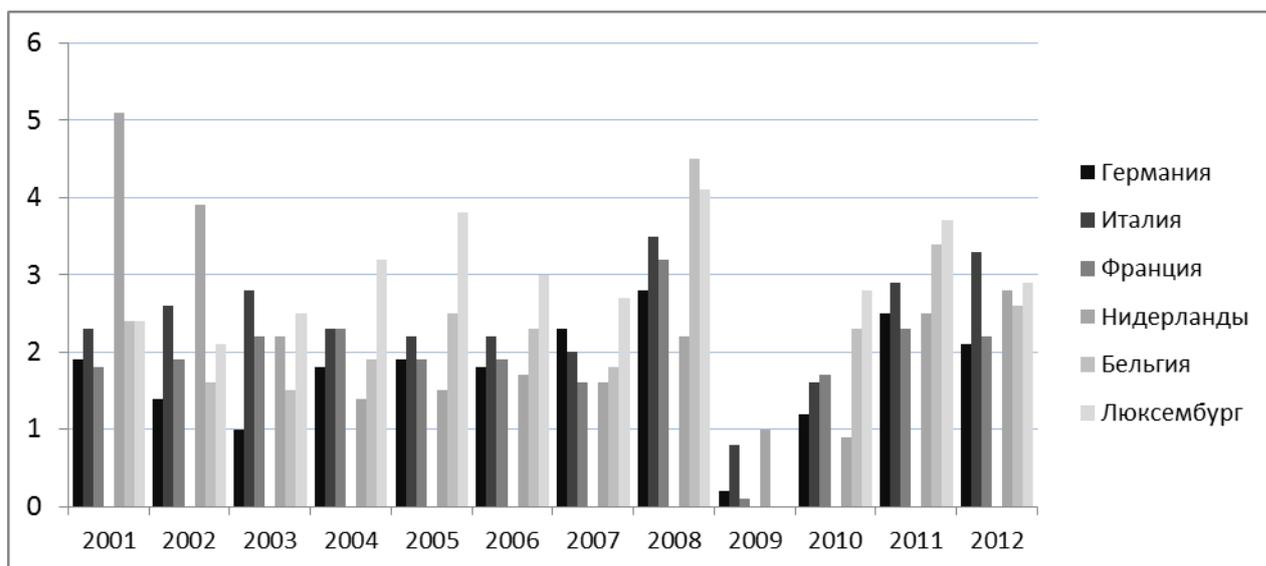
Чтобы понять, каковы условия для конвергенции инфляционных показателей в еврозоне, полезно выяснить, насколько кучно ложатся индексы потребительских цен трёх крупнейших стран, т.е. насколько высок уровень конвергенции ценовой динамики внутри основной группы. Среднее стандартное отклонение, или среднеквадратичное в российской терминологии, ИПЦ Германии, Франции и Италии в интервале 2001–2012 гг. составляет 0,40, а для 17 стран еврозоны оно равно 1,11 (расчёт сделан на основе данных табл. 9.2) Понятно, что сравнивать показатели трёх и семнадцати стран некорректно: во втором случае разброс должен быть шире. Для более корректного сравнения используем данные трёх стран, чьи экономики традиционно тесно связаны между собой – Бельгии, Нидерландов и Люксембурга. Их показатели цен приведены на рис. 9.4 вместе с аналогичными показателями Германии, Франции и Италии.

С первого взгляда видно, что индексы инфляции трех крупнейших стран (темно-серые столбцы) ложатся более кучно, чем индексы инфляции стран Бенилюкс (светло-серые столбцы). Разброс данных во второй группе был явно выше, чем в первой в 2001–2002, 2005–2006, 2008, 2010–2011 гг. Это наблюдение подтверждается расчётами: средняя величина стандартного отклонения ИПЦ по странам Бенилюкс составила за исследуемый период 0,85, по сравнению с 0,40 для Германии, Франции и Италии. Таким образом, мы

обнаруживаем ещё одну особенность ценовой динамики в еврозоне – высокую степень синхронности и конвергенции показателей трёх крупнейших стран.

Рисунок 9.4

**Индексы потребительских цен в некоторых странах еврозоны  
в 2001 – 2012 гг. (в %)**



Источник: Электронная база данных Евростат.

Отсюда вытекает довольно рискованный в политическом плане вывод. Успехи ЕЦБ в поддержании ценовой стабильности в зоне евро в предкризисные годы были в основном достигнуты за счёт низкой ценовой динамики в странах-тяжеловесах. Повышенная инфляция в значительной части остальных государств валютного союза ограничено влияла на общий показатель ГИПЦ и потому могла лишь отчасти приниматься во внимание ЕЦБ при проведении им денежно-кредитной политики, нацеленной, как декларируется, на поддержание ценовой стабильности в еврозоне. 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 Экономического и валютного союза (ЭВС) приводят свои показатели к некоему среднему значению, а средние и малые государства приближают национальные показатели к показателям трёх крупнейших игроков.

Фактически они стоят перед выбором: добиться ценовой динамики, схожей с динамикой тяжеловесов, чтобы денежно-кредитная политика ЕЦБ была адекватна их

экономической ситуации, или не добиваться такого схождения, принимая как неизбежное «пошитою по чужой мерке» денежно-кредитную политику. То есть 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. Напомним, что именно недовольство ею европейских стран было одним из мощных стимулов к созданию ЭВС. Теперь мы видим, что иерархическая конструкция может начать воссоздаваться внутри еврозоны.

На этом фоне остаётся открытым весьма важный вопрос о том, насколько ЕЦБ способен выполнять свою главную цель 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, то таким образом создаются условия для существования проциклического фактора в виде разницы цен при низкой цене заимствования ликвидных средств. И это притом, что национальные центральные банки стран еврозоны, переходя на единую валюту, были вынуждены отказаться от тех инструментов регулирования, которые традиционно помогали им держать на плаву национальную финансовую систему со всеми её особенностями и недостатками. Сделанный вывод согласуется с заключениями известного французского экономиста Жака Сапира о том, что при создании ЭВС не было уделено достаточного внимания национальной специфике входящих стран. Функционирование евро, пишет он, только ухудшает динамику реальных показателей некоторых стран. «Индивидуальность социально-экономических систем как продукт национальной истории является существенным фактором любого подхода к денежной политике. На самом деле различные экономики должны иметь такой уровень инфляции, который соответствует их производственным, финансовым и социальным структурам»<sup>16</sup>.

\* \* \*

Расширение Европейского Союза привело к существенному размыванию социально-экономической однородности государств-членов и к усилению их неоднородности в зависимости от размера стран. В настоящее время можно говорить о четырёх группах внутри ЕС: экономически развитых тяжеловесов, богатых малых и средних, относительно благополучных малых и сравнительно бедных малых и средних

---

<sup>16</sup> Сапир Ж. Кризис зоны евро и перспективы евро // Проблемы прогнозирования. 2011. № 3. С. 15.

стран. Вероятность того, что их уровни экономического развития и доходов на душу населения будут в ближайшие годы сближаться, крайне невелика, тем более после кризиса 2008 – 2011 гг.

Все это меняет парадигму и условия провозглашённой Евросоюзом политики конвергенции. Анализ истории и практики экономической политики внутри еврозоны показывает, что процесс конвергенции на практике трансформируется или рискует трансформироваться в гравитационное тяготение. Этому содействуют: политическое давление крупнейших игроков на своих партнёров (реформа Пакта стабильности и роста); распространение немецкой модели денежно-кредитной политики на всю еврозону; фактическая ориентация ЕЦБ на инфляционные показатели трёх крупнейших стран. На данном фоне национальные модели макроэкономического управления, соответствующие структурным особенностям отдельных стран, их истории и традициям, теряют значение, создавая условия для усиления проциклических тенденций. Объединение Германии и медленный рост немецкой экономики в докризисный период даёт основания предположить, что кризис внутри зоны евро был усилен ассиметричным шоком сильнейшего участника. Для подтверждения или опровержения данного тезиса требуются дальнейшие исследования.

Одним из проциклических факторов, существенно усугубивших течение кризиса в слабых странах еврозоны, было нарастание объёмов кредитования местных физических и юридических лиц ввиду снижения процентных ставок и ликвидации валютного риска после введения евро<sup>17</sup>.

---

<sup>17</sup> Подробнее о проциклических факторах кризиса см.: *Буторина О.* Причины и последствия кризиса в зоне евро // Вопросы экономики. 2012. № 12. С. 98–115.