

УДК 341.1, 327.7

Кирилл ГУСЕВ¹

ОСОБЕННОСТИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЕВРОПЕЙСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА В ПОСТКРИЗИСНЫЕ ГОДЫ²

***Аннотация.** ЕЦБ создавался с целью поддержания стабильности цен в еврозоне. В первые годы работы банк нащупывал пределы колебаний уровня цен и тестировал эффективность инструментов своей денежно-кредитной политики, основу которой изначально составляло традиционное манипулирование базовой процентной ставкой. Мировой финансовый кризис 2008-2009 гг. заставил ЕЦБ пересмотреть сложившиеся представления и начать поиск инновационных путей поддержания экономического роста и борьбы с нестабильностью цен.*

***Ключевые слова:** Европейский центральный банк (ЕЦБ), денежно-кредитная политика, мировой финансовый кризис, регулирование процентной ставки, количественное смягчение, экономическая интеграция.*

Начиная с 1998 г. ЕЦБ накапливал бесценный практический опыт денежно-кредитного регулирования в рамках крупного интеграционного объединения, аналогов которому история еще не знала. В результате в 2003 г. Совет ЕЦБ предложил понимать под «стабильностью цен» поддержание инфляции ниже 2% в среднесрочной перспективе.

Кризис выявляет слабые стороны и вносит коррективы

Однако полноценно справиться с этой задачей ЕЦБ удалось только в 2006 г. (1,9%). В остальные годы имело место превышение целевого уровня инфляции, причем наиболее существенным за всю историю еврозоны (3,06%) оно было в предкризисном 2007 г. В 2008 году инфляция в еврозоне составила всего 1,59%. Но этот показатель в значительной степени определялся снижением деловой активности в условиях развивавшегося мирового финансового кризиса. В 2009 г. еврозона столкнулась с уровнем инфляции ниже 1% на фоне прохождения нижней точки кризиса.

Пытаясь компенсировать эту негативную тенденцию, ЕЦБ в одном только первом полугодии 2009 г. 4 раза последовательно снижал базовую ставку (с 2,5 до 1%). Но даже подобные радикальные меры не принесли ожидавшегося успеха.

Мировой финансовый кризис обнажил конструктивные ограничения традиционного денежно-кредитного регулирования в рамках крупного интеграционного образования. Исторически Европейская валютная система строилась вокруг самой сильной валюты континента – немецкой марки, и вполне логично, что в основу деятельности ЕЦБ изначально легла политика Бундесбанка, главная цель которой, как уже отмечалось выше – поддержание ценовой стабильности в условиях развитого рыночного хозяйства и независимости денежно-кредитного регулятора.

Менее развитым странам ЕС при вхождении в еврозону пришлось подстраиваться под условия, к которым в противном случае им еще только предстояло прийти эволюционным путем за не один десяток лет. В частности, им пришлось отказаться от столь необходимого многим государствам более активного участия центрального банка в процессах формирования национальных финансовых рынков, поддержания равновесия платежных балансов, регулирования объемов кредитования – все это с целью содействия росту производства и национальной экономики в целом.

Добившись краткосрочного соответствия критериям еврозоны, большинство этих государств оказалось объективно не готово к долгосрочному существованию в новых условиях, поскольку их денежно-кредитные

© Гусев Кирилл Нионилович - к.э.н., ведущий научный сотрудник Центра денежно-кредитных и валютно-финансовых проблем Института Европы РАН. Адрес: 125009, Россия, Москва, ул. Моховая 11-3. E-mail: banks-europe@mail.ru

² По материалам автора, опубликованным в коллективной монографии «Регулирование инфляции в условиях социально-экономических дисбалансов» / Отв. ред. А.В. Кузнецов. – М.: ИМЭМО РАН, 2017. С. 182-187. ISBN 978-5-9535-0522-2

системы не успели пройти все необходимые стадии развития для реального соответствия уровню лидеров ЕС.

Все это в итоге обернулось серьезными проблемами как для национальных хозяйств, так и для интеграционной группировки в целом. В частности, до вхождения в еврозону центральные банки менее развитых стран Европы активно регулировали темпы роста кредитования в национальной экономике, в том числе путем изменения ставки рефинансирования. Низкий уровень процентных ставок, задаваемый ЕЦБ, привел к резкому удешевлению и стремительному росту кредитования во вновь присоединившихся членах еврозоны. Теоретически это должно было привести к скачку в темпах их экономического роста, что на практике формально и имело место.

Но кризис 2007-2009 гг. высветил другую сторону этого процесса – бизнес и государства из числа менее развитых членов еврозоны за предкризисные годы чрезмерно увеличили кредитное плечо, полагаясь на возможность постоянного рефинансирования по приемлемым ставкам. Как только кризис нарушил эту преемственность, пузырь экономического роста лопнул, поставив на грань банкротства как отдельные предприятия, так и целые страны.

Не менее важным стал и тот факт, что, по мнению авторитетных экспертов, «успехи ЕЦБ в поддержании ценовой стабильности в еврозоне в докризисный период были в основном достигнуты за счет низкой ценовой динамики в «странах-тяжеловесах». Повышенная инфляция в ряде других государств лишь отчасти принималась во внимание руководством ЕЦБ... 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»¹.

Но не стоит игнорировать и вклад, который внес в неблагоприятное развитие событий рукотворный фактор – самобытный подход ЕЦБ к противостоянию мировому финансовому кризису. В то время, как ФРС США в очередной раз применила проверенную временем кейнсианскую модель, согласно которой дефицитное финансирование приносит пользу экономике в кризисе, в ЕС взяли на вооружение «инновационную» идею о том, что сокращение расходов в экономике, находящейся в кризисе, должно повысить уверенность в завтрашнем дне и привести к созданию новых рабочих мест. Следуя этой концепции «жесткой экономии», ЕЦБ в 2011 г. (впервые с 2008 г.) поднял процентную ставку до 1,5%, несмотря на то, что безработица в еврозоне была все еще высокой.

Оппоненты ЕЦБ указывали, что, несмотря на низкий абсолютный уровень ставки, она высока с точки зрения неуверенного роста экономики еврозоны, и ее повышение нанесет удар по намечавшемуся восстановлению последней. Эксперты также считали, что действия ЕЦБ позволят сдержать инфляцию в Германии и Франции, но вызовут дефляцию в периферийных государствах еврозоны и, тем самым, не только подтолкнут их к кризисной черте, но и поставят крест на политике «жесткой экономии» в целом.

Да, темпы инфляции в еврозоне в 2010-2012 гг. удалось удержать на уровне ниже 3%. Но в итоге критики ЕЦБ оказались правы: обозначив себя как потенциальную возможность еще в 2013 г. (когда годовые темпы инфляции упали до 0,85%), в конце 2014 г. в Европу полноправно пришла дефляция: итоговый показатель инфляции по указанному году впервые с момента введения евро оказался отрицательным (-0,17%). Более того, уже в январе 2015 г. исторического максимума дефляция достигла и в месячном выражении (-1,54%). И это несмотря на то, что еще в 2011 г. ЕЦБ осознал ошибочность своего решения и до конца того года вернул ставку на уровень 1%. А в последующие 3 года Совет банка провел несколько заседаний, в результате которых базовая ставка была последовательно снижена до 0,05% (4 сентября 2014 г.).

Работа над ошибками

Учитывая, что низкая инфляция в долгосрочной перспективе серьезно осложняет борьбу с дефляцией – ожидание падения цен способствует отмене закупок и инвестиций, рост реальной зарплаты по отношению к производительности труда увеличивает нагрузку на бизнес и занятость – ЕЦБ начал искать способы противо-

¹ Буторина О.В. К проблеме асимметрии в валютно-финансовой системе еврозоны // Деньги и кредит. 2014. №2. С. 62-64.

действия этому явлению. Ситуация осложнялась тем, что дефляция, как правило, ограничивает эффективность традиционных инструментов денежно-кредитной политики из-за потери центральным банком контроля над процентными ставками. Одним из инновационных инструментов, разработанных ЕЦБ для ответа на вызовы кризиса и дефляции, стал запуск в начале 2015 г. программы количественного смягчения: ежемесячный выкуп гособлигаций стран еврозоны на сумму 60 млрд. евро, пропорционально их долям. Начальный объем программы был установлен на уровне 1,1 трлн. евро, срок – до тех пор, пока в еврозоне не будет отмечено устойчивое ускорение инфляции.

При этом в Совете ЕЦБ сразу был достигнут консенсус, что подобные выкупы в принципе представляют собой законный инструмент денежно-кредитной политики, который влияет на стоимость рефинансирования для стран, участвующих в программе, аналогично тому, как это делает традиционная базовая процентная ставка. При разработке программы особое внимание уделялось необходимости избежать асимметричного влияния на рынок. В итоге программа получилась нейтральной: в среднем она равномерно распределена по основным типам активов. ЕЦБ также принял решение не выкупать более 33% выпуска каждого вида облигаций, чтобы не получать доминирующую позицию по какому-либо из активов¹. Благодаря этому участники рынка могут свободно устанавливать свои цены, а рынок формирует адекватный уровень премий с учетом кредитных рисков и рисков ликвидности.

При этом потенциальное снижение курса евро к доллару в результате применения вышеназванных инструментов несколько не пугало руководство ЕЦБ. Наоборот, предполагалось, что оно позитивно скажется на темпах роста экономики еврозоны. Последний тезис косвенно подтверждает реакция ФРС США на резкое ослабление евро в марте 2015 г.: после роста до отметки 1,05 доллар снизился до 1,11 к евро на фоне соответствующей риторики представителей американского регулятора. К декабрю 2016 г. курс евро вернулся к уровню 1,05, после чего вновь заметно укрепился, превысив 1,2 доллара за евро в конце 2017 г.

В результате запуска программы выкупа активов, в марте 2015 г. потребительские цены в еврозоне снизились всего на 0,1%. А в апреле уже выросли на 0,2%. В итоге темпы инфляции в 2015 г. оказались выше изначально скромного прогноза (0,23%). Смена тренда стала возможна благодаря ослаблению евро, вызванному действиями ЕЦБ и повысившему конкурентоспособность товаров из ЕС, что сразу нашло отражение в росте экспортных заказов. Параллельно рекордно низкая базовая ставка способствовала росту кредитования реального сектора коммерческими банками.

Изучив воздействие этих факторов на динамику цен, а также продолжая рассматривать денежно-кредитную политику как инструмент стимулирования экономического роста и занятости, в декабре 2015 г. ЕЦБ расширил и продлил программу выкупа активов до 2017 г. и принял решение о реинвестировании поступлений от погашаемых облигаций. В начале 2016 года дефляция ненадолго вернулась, достигнув пика (-0,2%) в апреле. Тогда в марте 2016 г. было принято решение о снижении процентной ставки по депозитам до -0,4%, а базовой ставки ЕЦБ – до беспрецедентных 0%, где она остается до сих пор². Все эти меры были основаны на понимании банком того, что программа выкупа активов и рекордно низкие процентные ставки доказали свою эффективность в качестве инструментов борьбы с дефляцией. В частности, программа выкупа позволила предотвратить дальнейшее снижение инфляционных ожиданий и тем самым сократить риск усугубления дефляции.

В результате принятых мер начался планомерный рост инфляции, на пике которого в феврале 2017 года она достигла искомого 2% (через год – в феврале 2018 года – инфляция опустилась до 1,2%)³. В ЕЦБ осторожно начали говорить об экономической ситуации в еврозоне в положительном ключе с оговоркой, что уровень доходности бизнеса по-прежнему крайне низок, а у банков скопилась избыточная ликвидность, которую им некуда с выгодой вложить. В ЕЦБ сложился консенсус, что самой важной задачей стала необходимость вселить уверенность в европейский бизнес, добившись роста прибыльности его операций, в том числе за счет повышения темпов инфляции. Данные о темпах роста ВВП в еврозоне свидетельствуют о том, что на этом направлении

¹ <https://www.ecb.europa.eu/press/inter/date/2016/html/sp160113.en.html>.

² https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

³ <http://sdw.ecb.europa.eu>

достигнуты определенные успехи: к концу 2017 года этот показатель вышел на уровень начала 2011 года – 2,7% (после провала до -1,2% в начале 2013 года)¹.

Именно более стабильные инфляционные ожидания ЕЦБ теперь рассматривает как необходимое условие для восстановления среднесрочной стабильности цен. Нельзя забывать и про положительное влияние стимулирующей денежно-кредитной политики на условия финансирования предприятий и домашних хозяйств, затраты на которое существенно снизились. В результате объем банковских ссуд начал восстанавливаться. При этом ЕЦБ принимает меры, чтобы положительный эффект привести к общему знаменателю во всех странах валютного союза. Улучшение условий финансирования уже привело к росту спроса в еврозоне.

Параллельно ЕЦБ проводит политику повышения устойчивости банковской системы еврозоны к негативным шокам. В рамках этой политики многие банки уже укрепили свои капитальные базы. Кроме того, ЕЦБ, после получения полномочий банковского надзора в рамках Единого надзорного механизма, внес значительный вклад в повышение качества и унификацию стандартов деятельности банков по всей Европе. Сегодня в случае возникновения каких-либо проблем, на них готовы отреагировать макропруденциальные инструменты, направленные на снижение рисков в финансовой сфере с тем, чтобы денежно-кредитная политика могла фокусироваться на своей главной задаче поддержания стабильности цен.

Учитывает ЕЦБ в своей политике и закономерности ежемесячных колебаний темпов инфляции в еврозоне, которые очевидны при анализе данных за последние 20 лет.

В январе наблюдается наиболее существенное за год снижение уровня цен (в среднем на 0,5 п.п.), продиктованное сезонными распродажами и общим снижением спроса после рождественских праздников. С февраля по апрель, наоборот, отмечается наиболее существенный рост цен. В феврале и апреле этот показатель в среднем составляет не менее 0,3 п.п., а в марте достигает своего пика (в среднем 0,7 п.п.). В указанный период ЕЦБ нередко принимает решения по изменению базовой процентной ставки, реагируя на традиционное падение инфляции в начале года. Затем наступает сезонное замедление роста цен, достигающее своего пика в июле, когда на фоне очередного периода распродаж и летнего падения спроса отмечаются вторые по значимости отрицательные темпы инфляции (в среднем 0,25 п.п.). Оживление наступает только в сентябре по окончании периода отпусков, когда цены в среднем растут на 0,3 п.п. Октябрь и ноябрь можно считать месяцами временного затишья, которое нарушается в декабре, когда цены вновь повышаются в среднем на 0,3 п.п. на фоне роста спроса в преддверии Рождества.

В ответ на глобальный финансовый кризис ЕЦБ, как и многие центральные банки, расширил свой набор инструментов денежно-кредитного регулирования. Речь, в частности, идет об отрицательных процентных ставках, применение которых делает хранение ликвидности еще менее привлекательным и стимулирует банки к еще более активному кредитованию, и программам по выкупу активов. Влияя на долгосрочные процентные ставки, которые особенно важны для инвестиций и приобретения товаров длительного пользования, обновленная денежно-кредитная политика может сохранять пространство для маневра – даже в условиях, когда ее традиционные инструменты достигли предела своих возможностей.

Сегодня ЕЦБ делает особый акцент на том, чтобы правительства стран еврозоны продолжали процесс фискальной консолидации. Общая денежно-кредитная политика может быть успешной, и на это многократно указывал ЕЦБ, только если структурные проблемы в еврозоне будут решаться на местах их возникновения. На практике это означает, что национальные правительства должны прилагать больше усилий для реализации необходимых структурных реформ. При этом на общеевропейском уровне ЕЦБ призывает проявить политическую волю и дополнить существующий валютный союз более глубоким экономическим союзом, поскольку долгосрочную стабильность первого сложно представить без второго.

Представляется, что решение Великобритании о выходе из ЕС способно сыграть в этом контексте, как ни парадоксально, стимулирующую роль. Угроза дальнейшей дезинтеграции может подтолкнуть брюссельскую бюрократию к активизации действий, направленных на углубление взаимосвязей между государствами ядра

¹http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=320.MNA.Q.Y.I8.W2.S1.S1.B.B1GQ._Z._Z.EUR.LR.GY

ЕС. Очевидно, критерии для экономического союза должны быть еще более жесткими, чем для союза валютного. И еще меньшее число нынешних членов ЕС сможет им сразу соответствовать, особенно с учетом сохраняющихся кризисных явлений в странах периферии группировки. Но это был бы реальный шаг не только в сторону укрепления экономического базиса ЕС, но и в направлении реабилитации его политического авторитета.

С точки зрения проблемы инфляции, подобный сценарий также весьма желателен. Кризис обнажил слабые места экономического измерения европейской интеграции и обусловил необходимость выработки единого подхода к бюджетированию и фискальной дисциплине в целом. Решение этих задач значительно облегчит ЕЦБ его работу по поддержанию стабильности цен. Ведь в условиях все большей гармонизации и унификации экономических процессов на территории ЕС отклик на те или иные решения ЕЦБ будет все более единообразным, постепенно стирая различия между странами ядра и периферии.

Список литературы

Регулирование инфляции в условиях социально-экономических дисбалансов / Отв. ред. А.В. Кузнецов. – М.: ИМЭМО РАН, 2017. С. 182-187. ISBN 978-5-9535-0522-2

Буторина О.В. К проблеме асимметрии в валютно-финансовой системе еврозоны // Деньги и кредит. 2014. №2. С. 62-64.

Усоскин В.М. Антикризисная политика центральных банков в 2007-2014 годах: цели, особенности, результаты // Деньги и кредит. 2015. №6.

Официальная статистика ЕЦБ. <http://sdw.ecb.europa.eu>

The peculiarities of the monetary policy of the European central bank in a post-crisis period

Author. Kirill Nionilovich Gusev, leading scientific associate of IE RAS Center of monetary and financial problems. Address: 125009, Russia, Moscow, Mokhovaya St. 11-3. E-mail: banks-europe@mail.ru

Abstract. ECB was created with the goal of preserving price stability in the euro zone. In the first years of its existence the bank tested the limits of price volatility and efficiency of its monetary policy instruments, built around the traditional interest rate manipulation. The global financial crisis of 2008-2009 forced ECB to review its fundamentals and search for innovative ways of stimulating economic growth and fighting price instability.

Key words: European Central Bank (ECB), monetary policy, global financial crisis, interest rate regulation, quantitative easing, economic integration.