УДК 336.711

Ольга БУТОРИНА

ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК: ИТОГИ 2017 ГОДА

Аннотация. Опубликованный 9 апреля 2018 г. годовой доклад Европейского центрального банка (ЕЦБ) за 2017 г. даёт комплексное представление о деятельности банка на фоне экономических и финансовых событий прошлого года. Продолжавшаяся экспансионистская денежно-кредитная политика способствовала повышению темпов экономического роста и улучшению ситуации на рынке труда. Однако инфляционная динамика осталась неустойчивой. Пока ЕЦБ продолжает сосредотачивать внимание на ценовой стабильности, вокруг него происходит формирование новой экономической реальности. Чисто монетаристские инструменты оказываются непригодными для посткризисного макроэкономического управления. Следовательно, главному банку еврозоны придётся принимать в расчёт такие задачи, как противодействие безработице и содействие экономическому росту.

Ключевые слова: Европейский центральный банк, зона евро, денежно-кредитная политика, количественное смягчение, ценовая стабильность.

Переход экономики в стадию роста

9 апреля 2018 г. на сайте Европейского центрального банка (ЕЦБ) был размещён годовой доклад за 2017 г., девятнадцатый год функционирования единой европейской валюты¹. В тот же день вице-президент ЕЦБ Виктор Констанцио представил доклад Комитету по экономическим и валютным вопросам Европейского парламента². Документ проливает свет на главные направления денежно-кредитной политики банка, позволяет судить о его фактических задачах и о том, в какой макроэкономической парадигме они решаются.

По традиции, годовой доклад ЕЦБ открывается коротким и содержательным вступительным словом президента банка, с 1 ноября 2011 г. этот пост занимает итальянец Марио Драги. Главным достижением ушедшего года он называет переход экономики зоны евро из стадии оживления в стадию уверенного широкомасштабного подъёма (англ. – solid and broad-based expansion). Согласно официальным данным, в 2017 г. прирост ВВП в зоне евро составил 2,5%, при этом положительная динамика наблюдалась 18 кварталов подряд, что явилось лучшим показателем за последнее 20-летие. Наименьшей за всю историю Экономического и валютного союза (ЭВС) была дисперсия национальных показателей экономического роста, что можно трактовать (хотя об этом напрямую не говорится) как тесную конвергенцию хозяйственных систем государств еврозоны.

Марио Драги подчёркивает «центральную роль» ЕЦБ в возобновлении роста и в конвергенции его страновых параметров. В заслугу банку он также ставит устранение существовавшей ранее (т.е. возникшей вследствие кризиса) асимметрии в трансмиссии мер денежно-

© Буторина Ольга Витальевна – доктор экономических наук, профессор, заместитель директора ИЕ РАН по научной работе. Адрес: РФ, 125009, Россия, Москва, ул. Моховая, д. 11, стр. 3. E-mail: butorina@ieras.ru.

DOI: <http://dx.doi.org/10.15211/vestnikieran2201816>

¹ European Central Bank. Annual Report 2017. Frankfurt-am-Main, 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.en.pdf?94ad70ed942bb45d634b74b61c97e881>.

² Constâncio, Vítor. Presentation of the ECB Annual Report 2017 to the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. Brussels, 9 April 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180409.en.html>.

кредитной политики по регионам и секторам еврозоны. С удовлетворением указано на стабилизацию условий кредитования нефинансового сектора на всем экономическом пространстве ЭВС при рекордно низких уровнях его стоимости¹. Речь идёт о беспрецедентном снижении ставок рефинансирования ЕЦБ, по которым Евросистема, то есть центральные банки стран еврозоны, кредитуют коммерческие банки. Данный вопрос широко освещался как в западной, так и в российской научной литературе последнего времени².

Позиция ЕЦБ, согласно которой ставка рефинансирования имеет прямое воздействие на динамику ВВП, отражает сохраняющуюся веру в эффективность монетаристских методов управления экономикой. И это при том, что основная часть антикризисных мероприятий имела явно кейнсианскую направленность, а снижение процентных ставок резко ослабило воздействие денежно-кредитной политики на реальный сектор. Фактически же, как отмечают российские эксперты, современная практика ведущих центральных банков мира оторвалась от прежней монетаристской концепции. Проявлением этого отрыва является, в частности, то, что ни один из них не осуществляет контроль над динамикой денежных агрегатов, а «показатели денежной массы не находятся в центре внимания даже тех монетарных регуляторов, которые заявили о таргетировании инфляции»³.

В полной мере это относится к ЕЦБ, который с момента основания применял два ориентира: инфляционный (ценовой стабильностью считался рост цен близкий к 2% годовых) и количественный (нормальным считался прирост агрегата М3 на 4,5% в год). Если первый ориентир действует поныне, то второй перестал использоваться после кризиса. Причина, по всей видимости, состоит в том, что он почти никогда не выполнялся. Начиная с 2001 г. денежная масса еврозоны (агрегат М3) увеличивалась на 5-10% в год, в 2008 г. она выросла аж на 12%. После кризисного падения до нулевых отметок, начиная с 2015 г. денежная масса снова стала расти на 4,5-5,5% в год. Данный диапазон несколько сдвинулся вниз в начале 2018 г., что пока не вызывает беспокойства ЕЦБ⁴. Устоявшееся представление о том, что прирост денежной массы равен приросту ВВП и индекса потребительских цен, больше не подтверждается на практике. Денежная масса растёт без соответствующего воздействия на динамику цен. А это значит, что постулаты количественной теории денег требуют пересмотра.

¹ Draghi Mario. The year at a glance. In: European Central Bank. Annual Report 2017. 2018. P. 4-5.

² Бажан А.И., Гусев К.Н. Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне». В кн.: Европа XXI века Новые вызовы и риски. Под ред. Ал.А. Громыко, В.П. Фёдорова. М., СПб., 2017. С. 178-193; Буторина О.В. «Монетарная политика ЕЦБ: новейшие тенденции». Международная экономика, №1, 2018. С. 37-49; Quint Dominic, Tristani Oreste. Liquidity provision as a monetary policy tool: the ECB's non-standard measures after the financial crisis. Deutsche Bundesbank Discussion Paper №36/2017; Varghese Richard. Zhang Sophia. A new wave of ECB's unconventional monetary policies: Domestic impact and spillovers». International Monetary Fund WP/18/11, 2018; Wu Jing Cynthia, Xia Fan Dora. The negative interest rate policy and the yield curve. Bank for International Settlements Working Paper №703, 2018.

³ Головин М.Ю., Бурлачков В.К., Тихонов А.О. Тенденции развития денежно-кредитной сферы и монетарная политика центральных банков ведущих стран. Вестник Института экономики Российской академии наук. №1, 2017. С. 8-21.

⁴ European Central Bank. Account of the monetary policy meeting of the Governing Council, 7-8 March 2018; European Central Bank. Monetary developments in the euro area: February 2018. Press Release 27 March 2018.

Сдвиги на рынке труда

Вторым крупным достижением Драги называется улучшение состояния рынка труда. По итогам 2017 г. занятость в 19 странах еврозоны выросла на 1,6%. Начиная с середины 2013 г. создано 7,5 млн рабочих мест, а их численность превосходит совокупные потери занятости с начала кризиса 2008 г. Отмеченный в конце прошлого года уровень безработицы является наименьшим с 2009 г.¹ Если рассматривать эту тенденцию в рамках традиционной монетаристской парадигмы, то рост занятости происходит благодаря росту инвестиций, которые, в свою очередь отзываются на благоприятные условия кредитования, то есть на низкую ставку центрального банка. Однако пока мы не располагаем достоверными данными, которые бы позволяли судить о том, в какой мере нынешний рост в еврозоне (кстати, не вполне уверенный), является следствием каждого из четырёх факторов: 1) общего улучшения в мировой экономике, 2) низких ставок, 3) политики количественного смягчения и 4) структурных реформ в государствах-членах.

К чести авторов доклада, они не склонны преувеличивать вклад ЕЦБ в создание новых рабочих мест. В разделе доклада, посвящённом макроэкономической конъюнктуре (раздел 1.2) отмечается, что, помимо, начавшегося подъёма, увеличению занятости способствовали проведённые рядом государств структурные реформы. Они направлялись «на повышение гибкости рынка труда за счёт ослабления защиты работников, например, путём сокращения размеров выплачиваемых выходных пособий или повышения гибкости заработной платы». Как следствие, в некоторых странах еврозоны повысилась эластичность численности занятых к приросту ВВП².

Из сказанного следует, что докризисные показатели занятости по своему качеству и наполнению не полностью идентичны нынешним, они несравнимы методологически. Обращает на себя внимания набирающая силу тенденция снижения уровня социальной защиты, что являлось одной из главных черт континентальной модели рыночной экономики и крупным завоеванием европейских профсоюзов в послевоенную эпоху. Действительно, во многих странах Евросоюза наблюдается формирование двухъярусного рынка труда: работники старших возрастов имеют постоянные контракты, тогда как молодёжь получает лишь временные контракты, дающие широкую свободу рук нанимателям.

Ещё одним фактором, способствовавшим, по мнению ЕЦБ, росту занятости стало облагораживание предпринимательской среды. Проведённые правительствами структурные реформы, включая снижение бюрократической нагрузки на бизнес и облегчение выхода на рынок новых компаний, вполне могли стимулировать приток рабочей силы в корпоративный сектор³.

Тем не менее, улучшение ситуации на рынке труда пока не привело к снижению безработицы до предкризисного уровня. По данным Евростата, уровень безработицы составил в еврозоне по итогам прошлого года 9,1%, что ниже уровня 2009 г., но заметно выше показателя

¹ Draghi Mario. The year at a glance. In: European Central Bank. Annual Report 2017. 2018. P. 4-5.

² European Central Bank. Annual Report 2017. Frankfurt-am-Main, 2018. P. 22. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.en.pdf?94ad70ed942bb45d634b74b61c97e881>.

³ Ibid.

2008 г. (соответственно 9,6% и 7,6%). Более того, за общей цифрой кроется немалый разрыв в национальных показателях. Так, в Германии безработица составляла всего 3,8%; в Австрии и Нидерландах она приближалась к 5%. Зато в Греции она достигала 21,5%, а в Испании – 17,2%, хотя в обеих названных странах показатель стабильно снижался.

Неопределённости и риски

На протяжении нескольких лет ЕЦБ обеспокоен слишком медленным ростом цен. И, хотя угроза дефляции, скорее всего, миновала, неопределённость в отношении дальнейшей траектории инфляции сохраняется. Драги признаёт, что энергичный рост реальной экономики в 2017 г. не отразился должным образом на динамике инфляции. Прирост общей инфляции (headline inflation), которая в зоне евро измеряется при помощи Гармонизированного индекса цен, составил 1,5% годовых, что лучше, по сравнению с предыдущими годами. Вместе с тем «внутреннее ценовое давление оставалось приглушённым, а базовая инфляция не показывала признаков формирующейся тенденции к устойчивому росту»¹.

Иными словами, президент ЕЦБ признаёт, что действующие внутри хозяйственной системы механизмы роста цен (вызывающие их повышение при переходе из стадии оживления в стадию роста) в настоящее время не работают. Данная нетривиальная ситуация порождает совокупность разнообразных и плохо поддающихся оценке рисков².

Виктор Констанцио, выступая перед членами Европарламента, подтвердил, что инфляционная динамика остаётся «подавленной», а её изменение в сторону повышения ожидается только в среднесрочной перспективе. Именно неопределённость в отношении будущих темпов инфляции вынуждают ЕЦБ проявлять крайнюю осторожность при решении вопроса о корректировке нынешнего инструментария денежно-кредитной политики. По словам Констанцио, в 2017 г. в связи с начавшимся подъёмом можно было рассчитывать на приближение темпа инфляции к заявленному ориентиру в 2% годовых, однако реальность оказалась иной. На этом фоне Совет управляющих ЕЦБ принял в октябре 2017 г. решение уменьшить размер чистых покупок ценных бумаг в рамках действующей с марта 2015 г. программы количественного смягчения. С 1 января 2018 г. среднемесячные объёмы сократились с 60 до 30 млн евро. Одновременно Совет управляющих ЕЦБ продлил горизонт действия программы, по крайней мере, до конца сентября 2018 г. и решил продолжить операции основного рефинансирования с полным размещением по фиксированной ставке до конца 2019 г.³

Слишком мягкая денежно-кредитная политика ЕЦБ часто становится объектом критики как в самом Евросоюзе, так и за его пределами. По мнению авторитетного российского экономиста А.Н. Буренина, отрицательные ставки опасны тем, что они меняют поведение кон-

¹ Draghi Mario. The year at a glance. In: European Central Bank. Annual Report 2017. 2018. P. 4-5.

² Буторина О., Цибулина А. Европейская инфляционная аномалия: источники и риски. Российский совет по международным делам. 12.04.2018 г. URL: <http://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/evropey-skaya-inflyatsionnaya-anomaliya-istochniki-i-riski/>.

³ Constâncio, Vítor. Presentation of the ECB Annual Report 2017 to the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. Brussels, 9 April 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180409.en.html>.

сервативного инвестора, который раньше в целях минимизации риска покупал государственные ценные бумаги «доходность которых, согласно теории, не могла опуститься ниже нулевого уровня». Когда ведущие центральные банки, включая ЕЦБ, ввели отрицательные ставки, они уничтожили зону безрисковых вложений. Инвесторы были «поставлены в условия абсолютной неопределённости, и риск выступает абсолютной доминантой, от которой уже нельзя укрыться даже в госбумагах»¹.

Юрген Старк, бывший член дирекции ЕЦБ, покинувший её из-за несогласия с проводимой денежно-кредитной политикой, в статье «Безответственный ЕЦБ» ссылается на опыт США. Федеральная резервная система отказалась от экспансионистской монетарной политики в конце 2013 г., начав постепенно сокращать, а потом и вовсе прекратив выкуп государственных облигаций. А с конца 2015 г. ставка по федеральным фондам была увеличена до 1,5%. По мнению Старка, ЕЦБ одержим достижением целевого ориентира по инфляции (ниже, но около 2% годовых) и явно преувеличивает опасности низкой инфляции².

Суть данных обвинений не сводится к тому, насколько агрессивной или мягкой должна быть реакция ЕЦБ на недостижение своей уставной цели – поддерживать ценовую стабильность, в его же количественной интерпретации. Вопрос стоит шире – какими целями должен руководствоваться главный банк еврозоны, и какую роль ему надлежит играть в системе макроэкономического управления еврозоной, а, значит, и всего Евросоюза. С момента основания ЕЦБ имел только одну цель – обеспечивать ценовую стабильность, тогда как другие центральные банки имеют две или три цели: помимо контроля над инфляцией, они призваны не допускать роста безработицы (как это делает ФРС) и содействовать экономическому росту.

* * *

Опубликованный недавно годовой доклад ЕЦБ за 2017 г. свидетельствует о том, что главный банк еврозоны продолжает поиск своей новой роли в системе макроэкономического управления Евросоюзом. С одной стороны, он ограничен мандатом, который предписывает обеспечивать стабильность цен и не отвлекаться на иные задачи. Данная, чисто монетаристская, установка не оправдывает себя в посткризисных реалиях. К целям ЕЦБ на практике уже добавились: поддержание стабильности финансовых рынков и банковской системы, содействие экономическому росту и созданию новых рабочих мест. Если первая из перечисленных задач будет решаться в рамках финансового и банковского союзов ЕС со специальными институтами, то две последние задачи во всё возрастающей степени ложатся не только на национальные правительства, Совет и Комиссию ЕС, но и на ЕЦБ. Соответственно, растёт кейн-сианская составляющая его денежно-кредитной политики и стратегии.

¹ Буренин А.Н. Отрицательные процентные ставки: центральные банки пошли на эксперимент. Вестник МГИМО-Университета, №4(49), 2016. С. 262-273.

² Stark Jürgen. The irresponsible ECB. Project Syndicate, 19 February, 2018. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-monetary-policy-stock-market-volatility-by-jurgen-stark-2018-02>.

Список литературы

Бажан А.И., Гусев К.Н. Европейский центральный банк и финансовый кризис в еврозоне». В кн.: Европа XXI века Новые вызовы и риски. Под ред. Ал.А. Громыко, В.П. Фёдорова. М., СПб., 2017. С. 178-193.

Буренин А.Н. Отрицательные процентные ставки: центральные банки пошли на эксперимент. Вестник МГИМО-Университета, №4(49), 2016. С. 262-273.

Буторина О., Цибулина А. Европейская инфляционная аномалия: источники и риски. Российский совет по международным делам. 12.04.2018 г. URL: <http://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/evropeyskaya-inflyatsionnaya-anomaliya-istochniki-i-riski/>

Буторина О.В. Монетарная политика ЕЦБ: новейшие тенденции. Международная экономика, №1, 2018. С. 37-49.

Головнин М.Ю., Бурлачков В.К., Тихонов А.О. Тенденции развития денежно-кредитной сферы и монетарная политика центральных банков ведущих стран. Вестник Института экономики Российской академии наук. №1, 2017. С. 8-21.

References

Bazhan A.I., Gusev K.N. Evropejskij central'nyj bank i finansovyj krizis v evrozone (European Central Bank and the crisis in the eurozone). In: Evropa XXI veka Novye vyzovy i riski (Europe of the XXIst century: New challenges and risks). Al.A. Gromyko, V.P. Fyodorov (Eds.) Moscow, St.-Petersburg, 2017. P. 178-193.

Burenin A.N. Otricatel'nye procentnye stavki: central'nye banki poshli na ehksperiment (Negative interest rates: Central banks started an experiment). Vestnik MGIMO-Universiteta. №4(49). P. 262-273.

Butorina O., Tsibulina A. Evropejskaya inflyacionnaya anomaliya: istochniki i riski (European inflation anomaly: Roots and risks). Russian International Affairs Council. 12 April, 2018. Available at: <http://russiancouncil.ru/analytics-and-comments/analytics/evropeyskaya-inflyatsionnaya-anomaliya-istochniki-i-riski/>

Butorina O.V. Monetarnaya politika ECB: novejschie tendencii (ECB monetary policy: Latest trends). Mezhdunarodnaya ehkonomika. №1, 2018. P. 37-49.

Constâncio, Vítor. Presentation of the ECB Annual Report 2017 to the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. Brussels, 9 April 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180409.en.html>

Draghi Mario. The year at a glance. In: European Central Bank. Annual Report 2017. 2018. P. 4-5.

European Central Bank. Annual Report 2017. Frankfurt-am-Main, 2018. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ecb.ar2017.en.pdf?94ad70ed942bb45d634b74b61c97e881>.

European Central Bank. Account of the monetary policy meeting of the Governing Council, 7-8 March 2018.

European Central Bank. Monetary developments in the euro area: February 2018. Press Release 27 March 2018.

Golovnin M.Yu., Burlachkov V.K., Tikhonov A.O. Tendencii razvitiya denezhno-kreditnoj sfery i monetarnaya politika central'nyh bankov vedushchih stran (Tendencies of monetary sphere development and monetary policy of the major central banks). Vestnik Instituta ehkonomiki Rossijskoj akademii nauk. №1, 2017. S. 8-21.

Quint Dominic, Tristani Oreste. Liquidity provision as a monetary policy tool: the ECB's non-standard measures after the financial crisis. Deutsche Bundesbank Discussion Paper № 36/2017.

Stark Jürgen. The irresponsible ECB. Project Syndicate, 19 February, 2018. URL: <https://www.project-syndicate.org/commentary/ecb-monetary-policy-stock-market-volatility-by-jurgen-stark-2018-02>.

Varghese Richard, Zhang Sophia. A new wave of ECB's unconventional monetary policies: Domestic impact and spillovers». International Monetary Fund WP/18/11, 2018.

Wu Jing Cynthia, Xia Fan Dora. The negative interest rate policy and the yield curve. Bank for International Settlements Working Paper №703, 2018.

European Central Bank in 2017

Author. Butorina O. Deputy Director for Research, Institute of Europe. **Address:** 11-3 Mokhovaya str., Moscow, Russia, 125009. **E-mail:** butorina@ieras.ru.

Abstract. The ECB Annual Report 2017, published on April 9, 2018 presents a comprehensive overview of the bank's policies and activities in economic and financial environment of 2017. Its expansionist monetary policy has supported economic growth and the recovery in the labour markets. However, there are still uncertainties about the pace of inflation. While the ECB continues to focus on price stability, a new macroeconomic reality emerges. Pure monetarist instruments do not suffice any more for post-crisis economic governance, and the ECB is doomed to be concerned with creating jobs and maintaining economic growth.

Key words: European Central Bank, euro area, monetary policy, monetary easing, price stability.

DOI: <http://dx.doi.org/10.15211/vestnikieran2201813>