

## **ВЫЗОВЫ ДЛЯ НОВОГО УПРАВЛЯЮЩЕГО ЕВРОПЕЙСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА**

В обзоре представлены взгляды Ж.– К. Трише (J.-C. Trichet), бывшего в течение последних десяти лет управляющим Банка Франции и с 1 ноября 2003 г. исполняющего обязанности главного управляющего Европейского центрального банка (ЕЦБ) вместо представителя Нидерландов В. Дуйзенберга (W. Duisenberg), на проблемы регулирования кредитно-денежной системы, а также вызовы, с которыми ему придется столкнуться на новом посту.

### **Жан–Клод Трише о проблемах регулирования кредитно-денежной системы**

Развитие международных финансовых рынков за последние десятилетия привело к значительному повышению их роли в динамике экономических циклов. В этих условиях, считает Ж.-К. Трише, повышение цен активов, в том числе финансовых, наблюдавшееся с середины до конца 1990-х годов и выразившееся в значительном увеличении биржевых курсов акций высокотехнологичных компаний, повлияло на динамику объема частных расходов и привело к существенному возрастанию численности акционеров в большинстве промышленно развитых стран. Во Франции, например, отношение биржевой капитализации к ВВП возросло в 1990-2000 гг. с 28 до 110,5%. В теоретическом плане роль цены активов в механизме реализации кредитно-экономической политики хорошо известна, однако проиллюстрировать эту роль эмпирическими данными очень трудно. Как известно, с помощью кредитно-денежной политики осуществляется контроль главным образом над суточной межбанковской процентной ставкой, которая только косвенно влияет на принятие экономических решений. Межбанковская процентная ставка воздействует на реальную экономику только тогда, когда она оказывает существенное влияние на цены финансовых активов, то есть когда она вызывает изменение кривой доходности, валютных курсов и цен других активов.

Существует несколько каналов, посредством которых устанавливаемая центральным банком (ЦБ) учетная процентная ставка влияет на уровень и динамику цен активов:

- через ожидания экономических субъектов в отношении перспектив экономического роста и размера будущих прибылей;
- через норму приведения (актуализации) будущих прибылей и денежных потоков, порождаемых активами;
- через структуру портфеля активов.

В свою очередь, изменение цен активов создает «эффекты богатства» (l'effets de richesse), которые могут оказывать значительное влияние на объем и структуру глобального спроса, то есть на инвестиции и потребление. «Эффекты богатства» воздействуют на реальную экономику различными путями: непосредственно через рост благосостояния и связанное с этим увеличение потребления домашних хозяйств, через ускорение инвестиционного процесса и рост объема кредитования и т.д. Таким образом, цены активов играют особую роль в проведении кредитно-денежной политики. Означает ли это, что динамика цен активов должна учитываться при разработке кредитно-

денежной политики ЦБ? В последнее время этот вопрос является предметом острых дискуссий, особенно в академических кругах. По мнению Ж.-К Трише, к этой проблеме следует подходить очень осторожно, так как учет цен активов при разработке кредитно-денежной политики можно сравнить с «открытием ящика Пандоры» как источника всех бедствий. Это связано с тем, что на практике трудно определить не только уровень цен активов, но и – что еще более важно – ее отклонение от гипотетической базовой цены (*valeur fondamentale hypothétique*). Хотя время от времени можно установить, что динамика цен активов не коррелирует с общим развитием экономики, невозможно определить, является ли это следствием эволюции основных экономических показателей или аномального изменения самих цен активов. Иллюстрацией подобной ситуации может служить недавний биржевой крах высокотехнологичных компаний, которому предшествовал стремительный рост курсов их акций, что вызывало озабоченность у ЦБ. В этих условиях, полагает Ж.-К. Трише, реакция ЦБ должна быть «не системной, а асимметричной», так как центральные банки не могут с достаточной точностью определить разрыв между реальными ценами активов и их базовой ценой.

Еще одним дискуссионным вопросом является вопрос о влиянии цен активов на общий уровень цен или инфляции. Теоретически такое влияние доказано, хотя эмпирически определить его очень трудно. Более того, в последние годы часто индекс потребительских цен, используемый для измерения уровня инфляции, и индекс цен активов изменялись в противоположных направлениях, то есть наблюдалась их дивергенция, а не конвергенция. Как считает Ж.-К. Трише, это не позволяет ЦБ при определении стабильности цен «агрегировать данные об эволюции индекса потребительских цен и индексов цен активов». В последние годы изменения индекса цен активов характеризовались рядом чрезвычайных особенностей, среди которых можно выделить следующие:

- преобладание у многих операторов финансовых рынков «краткосрочных стратегий», направленных на получение быстрых доходов, что приводило к усилению волатильности цен активов: чем менее продолжителен временной горизонт вложений средств, тем большее влияние оказывается на уровень цен любая новая информация;
- «стадное поведение» участников финансовых рынков; хотя этот феномен не нов, он значительно усилился в связи с обострением конкуренции, развитием новых технологий и бенчмаркинга, позволяющего кредитно-финансовым учреждениям и их клиентам сравнивать свои результаты с наилучшими достижениями;
- развитие пассивного управления фондами на основе биржевых индексов (так называемое «индексное управление»);
- повышение роли управления рисками, в том числе под воздействием требований ЦБ; однако использование операторами финансового рынка одних и тех же способов управления рисками, особенно в периоды обострения финансовых трудностей, приводит к усилению «начального шока» и «эффекта заражения». Таким образом, независимо от качества используемых инструментов управления рисками, тот факт, что эти инструменты используются многими операторами одновременно и одинаковыми способами, приводит к отрицательному воздействию на уровень цен активов и масштабы финансовых операций.

Все эти факторы, заключает Ж.-К. Трише, имеют общее следствие: они приводят к однородным (гомогенным) реакциям участников финансовых рынков в ущерб разнообразию поведения, которое является необходимым условием эффективного функционирования этих рынков. В этих условиях органы, осуществляющие кредитно-денежную политику, должны усилить меры по стимулированию разнообразия поведения участников финансовых рынков. Для этого, прежде всего, следует принять меры по следующим трем основным направлениям:

- усиление прозрачности финансовых рынков и распространение более детальной информации о финансовых рынках, которая должна быть доступна всем их участникам;
- разработка и адаптация правил и норм, касающихся деятельности таких институциональных инвесторов, как пенсионные фонды и страховые компании, которые должны осуществлять средне- и долгосрочную стратегию своих вложений;
- диверсификация инструментов управления рисками, в частности, за счет использования современных способов моделирования кризисов (стресс-тесты и т.д.).

Очень важно изучить все действующие правила и нормы, касающиеся надзора и контроля, счетоводства, налогообложения, а также кодексы «хорошего поведения», способы оценки структуры финансовых рынков и т.д. Пересмотр и совершенствование этих правил и норм позволят обеспечить не только целостность финансовых рынков, но и разнообразие поведения их участников, что, как отмечалось выше, является главным условием эффективного функционирования этих рынков.

В целом, считает Ж.-К. Трише, кредитно-денежная политика совета управляющих ЕЦБ должна способствовать созданию благоприятных и стабильных условий для осуществления рационального экономического выбора и разработки эффективной стратегии хозяйствующими субъектами, действующих в рамках единой Европы. Несмотря на существующие структурные различия между странами зоны евро, их финансовые структуры достаточно однородны, как отмечалось в опубликованном в 2002 г. докладе ЕЦБ. Это значит, подчеркивает Ж.-К. Трише, что в странах зоны евро действуют одни и те же каналы распространения эффектов кредитно-денежной политики, главным из которых является уровень процентных ставок, а второстепенным – объем банковских кредитов. Вместе с тем совершенствование системы регулирования и управления европейской экономикой требует все более тесной координации политики структурных реформ, особенно в связи с предстоящим увеличением численности стран ЕС с 15 до 25.

### **Кредитно-денежная стратегия ЕЦБ сегодня**

Сегодня большинство специалистов критикуют политику ЕЦБ за отсутствие должной прозрачности, медленную реакцию на изменение конъюнктуры, недостаточную связь с общественностью, что, однако, не мешает им делать вывод об «общем позитивном итоге его деятельности за последние четыре года». Отмечается также «вызывающий доверие прагматизм» ЕЦБ, проявляющийся в проведении монетарной политики, направленной на достижение его главной цели – на борьбу с инфляцией, что означает обеспечение стабильности цен, рост которых не должен превышать 2% в год. Ж.-К. Трише вступил на свой пост в сравнительно спокойной обстановке, хотя некоторые экономисты, в частности, М. Альтетта (M. Aglietta), профессор университета Париж-Х – Нантер, обвиняли ЕЦБ в том, что его ставка рефинансирования (2%) вдвое превышает аналогичный показатель Федеральной резервной системы (ФРС) США и предлагали снизить эту ставку до 1%. По мнению других специалистов, поддержание ставки рефинансирования на довольно низком уровне не дает основания политикам, предпринимателям и представителям профсоюзов (как это было в недавнем прошлом) обвинять ЕЦБ в проведении слишком ограничительной кредитно-денежной политики. С этой точки зрения ЕЦБ не может считаться единственным ответственным за экономические трудности, переживаемые странами зоны евро.

Если в отношении ставки рефинансирования ЕЦБ «царит спокойствие», то на других фронтах Ж.-К. Трише столкнется со значительными трудностями, что потребует от него быстрых решений. Это прежде всего очень сложное общеэкономическое положение в зоне евро, связанные со значительными различиями в уровнях и темпах

развития стран этой зоны. Понятно, что быстро развивающаяся испанская экономика нуждается совсем в иных мерах кредитно-денежной политики, чем переживающая спад экономика Германии. Межстрановые различия проявляются также в разных темпах инфляции, которые колеблются в зоне евро от 1% в Германии до 3,9% в Ирландии. Как считают эксперты, например, французский профессор Ф. Афтальян (F. Aftalion), проблема инфляции не может быть разрешена только средствами кредитно-денежной политики, так как представляет собой «обратную сторону единой валюты – евро». По мнению Г. Титмайера (H. Tietmeyer), бывшего главы совета управляющих Bundesbank, доверие к ЕЦБ и к евро зависит не от размера валютного союза, а от политики ЕЦБ и правительств стран – членов зоны евро. Поэтому оценивать международные позиции евро следует с учетом не только кредитно-денежной политики ЕЦБ, но и эффективности и динамизма экономики и национальной экономической политики стран зоны евро. Сохраняющиеся различия во внутренней финансово-экономической политике этих стран и отклонения этой политики от совместно установленных правил могут серьезно подорвать позиции евро и единство валютного пространства зоны евро.

Одной из главных проблем для ЕЦБ является сохранение доверия. Сегодня большинство экономистов поддерживают принцип независимости ЦБ как эмиссионных институтов. Они считают, что независимый ЦБ может легче принимать непопулярные меры, например, повышать ставку рефинансирования. Тезис о независимости ЦБ теоретически и эмпирически обосновывался тем, что в странах, где ЦБ был независимым от правительства, уровень инфляции был ниже. Однако сегодня в условиях ускоряющейся глобализации, когда классические формы инфляции уже не представляют угрозы, некоторые эксперты настаивают на том, чтобы ЦБ уделял все большее внимание эволюции цен финансовых активов и недвижимости, что позволит избежать опасности формирования «спекулятивных пузырей», оказывающих дестабилизирующее влияние на реальную экономику.

За время своего существования ЕЦБ не раз демонстрировал высокий уровень независимости от политической власти, которого не достигали ни ФРС США, ни Банк Японии или Банк Англии. Однако это создавало для ЕЦБ определенные проблемы, в первую очередь связанные с эффективным сочетанием мер бюджетной и кредитно-денежной политики. В США макроэкономические меры, принимавшиеся в ответ на рецессию середины 1990-х годов или события 11 сентября 2001 г., включали меры как бюджетной (снижение налогов), так и кредитно-денежной (снижение ставки рефинансирования) политики. Это значит, что два центра принятия экономических решений действовали сообща и в одном направлении. В ЕС ничего подобного не наблюдается: здесь два центра власти – бюджетной и кредитно-денежной – следят друг за другом с недоверием и обмениваются взаимными критическими замечаниями. В последнее время некоторые специалисты, например, Д. Гросс (D. Gros), директор Центра исследований европейской политики (Center for European policy studies) (Брюссель), говорят о желательности сотрудничества между этими центрами.

Независимость ЕЦБ связана также с прозрачностью его деятельности и демократической ответственностью перед населением стран зоны евро, интересам которых он должен служить. Для управляющих ЦБ стран зоны евро и ЕЦБ, которые не избираются, а назначаются, не предусмотрены никакие санкции за невыполнение возложенных на них функций. По словам М. Альетты, для ЕЦБ характерно «кричащее отсутствие демократической ответственности», что, по его мнению, является следствием непрочного компромисса, зафиксированного в Маастрихтском договоре, в соответствии с которым «ЕЦБ представляет собой федеральный орган в условиях отсутствия политического федерализма». «Поскольку в ЕС нет ни исполнительной политической власти, ни суверенного парламента, - заключает М. Альетта, - непонятно, перед каким представительным органом мог бы нести ответственность ЕЦБ». Он предлагает ввести

ротацию управляющих национальными ЦБ в совете управляющих ЕЦБ, сделав исключение для управляющих ЦБ наиболее крупных стран: «невозможно, чтобы страна с 3 млн. жителей имела такой же голос, как страна с 80 млн. жителей».

Отсутствие ответственности в определенной мере могло бы быть компенсировано благодаря обеспечению прозрачности в деятельности ЕЦБ. Однако и в этом отношении ЕЦБ отличается от других ЦБ не в лучшую сторону: он не публикует протоколов заседаний совета управляющих, ограничиваясь короткими сообщениями перед Европейским парламентом. Это не позволяет судить о причинах и факторах, повлиявших на принятие тех или иных решений. В то же время, как считают многие эксперты, кредитно-денежная политика может быть эффективной лишь в том случае, когда она четко сформулирована, понятна и правильно воспринимается не только правительствами, руководителями, финансовыми рынками и профсоюзами, но и простыми гражданами.

Серьезной проблемой для стран зоны евро является повышение курса евро по отношению к доллару, которое после достижения определенного уровня подрывает конкурентоспособность европейских предприятий на мировых рынках. Между тем правительства стран зоны евро и ЕЦБ проявляют в отношении этой проблемы «сладкую беспечность». Вероятно, подчеркивают П.-А. Деломмэ (P.-A. Delhommé), и С. Марти (S. Marti), новый управляющий ЕЦБ, который всегда был сторонником сильного франка, вряд ли откажется от сильного евро.

По вопросу о том, кто должен отвечать за поддержание курса евро, в ЕС существуют две концепции. Сторонники одной из них полагают, что эта ответственность лежит на правительствах стран зоны евро. В этих условиях ЦБ действуют по указаниям правительств. Подобная ситуация наблюдается, например, в США, где за изменение курса доллара несет ответственность не ФРС, а казначейство. Сторонники другой концепции возлагают ответственность за валютный курс на эмиссионный институт (ЦБ), так как, по их мнению, эволюция валютного курса во многом зависит от кредитно-денежной политики, а валютный курс, в свою очередь, влияет на денежную стабильность в стране, обеспечиваемую центральным банком.

В соответствии со статьей 109.2 Маастрихтского договора, Совет министров ЕС по рекомендации Европейской комиссии или ЕЦБ и после консультации с ЕЦБ квалифицированным большинством принимает решения об основных направлениях политики валютного курса. С введением с начала 1999 г. евро именно ЕЦБ «захватил власть» в области обменного курса евро. Летом 1999 г. В. Дуйзенберг объявил: «Господин Евро – это я!». Это заявление положило конец ситуации, когда министр финансов каждой из стран зоны евро мог комментировать и прогнозировать эволюцию обменного курса евро. В. Дуйзенберг подчеркнул также, что «в отношении валютного курса молчание – золото, так как постоянные разговоры о валютном курсе подрывают доверие к новой валюте и ее стабильность». Таким образом, в отсутствие единого министра финансов зоны евро ответственность за эволюцию обменного курса евро взял на себя ЕЦБ, хотя это и противоречит положениям Маастрихтского договора. Некоторые эксперты надеются на то, что будущая конституция ЕС исправит этот недостаток, а до этого момента дискуссии об ответственности за эволюцию курса евро будут продолжаться.

### Литература:

1. Trichet J.-C. Zones monétaires optimales et mise en oeuvre des politiques économiques // Bull. de la Banque de France. – P., 2003. – № 120. – P. 29 – 38 [www.banque-france.fr]

2. Aglietta M. La BCE fait prevue l'une grande inertie // Express. – P., 2003. - № 2729. – P. 78 – 79.
3. Trichet J.-C. Les consequences des bulles financiers // Problèmes écon. – P., 2002. - № 2785. – C. 16 – 20.
4. Delhommais P.-A., Marti S. Les defis de J.-C. Trichet à la Banque centrale européenne // Monde – Économie. – P., 2003. – A. 59, № 18274. – 28 oct. – P. I.
5. Une banque centrale doit d'abord inspirer la confiance // Ibid. – P. II.
6. Domart Q. Une politique monétaire qui gagnerait à être plus lisible // Ibid. – P. II.
7. Tietmeyer H. Des politiques économiques divergentes compromettraient la crédibilité de l'euro // Ibid. – P. III.
8. Delhommais P.-A. Comment la BCE a accaparé la gestion du taux de change de la monnaie unique // Ibid. – P. III.

Автор обзора – Л.А. Зубченко,  
канд. экон. наук, ИНИОН РАН