



ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЕЦБ

2004

ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА ЕЦБ 2004





ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТРАЛЬНЫЙ БАНК

© BCE ECB EZB EKT EKP

1000



D 001 A1 100 EURO 100 EY
EURO 100 EYPO 100 EURO 100
100 EYPO 100 EURO 100 EYF
EURO 100 EYPO 100 EURO 100
EYPO 100 EURO 100 EYF
100 EYPO 100 EURO 100
100 EURO 100 EYF
EURO 100 EYF
100 EURO 100
100 EURO 100

**ДЕНЕЖНО-
КРЕДИТНАЯ
ПОЛИТИКА
ЕЦБ
2004**

© Европейский центральный банк, 2004

Адрес

Кайзерштрассе 29
60311 Франкфурт-на-Майне
Германия

Почтовый адрес

Абонентский ящик 160319
60066 Франкфурт-на-Майне
Германия

Телефон

+49 69 13 440

Адрес в Интернете

<http://www.ecb.int>

Факс

+49 69 13 44 6000

Телекс

411 144 ecb d

*Публикуется с разрешения
Исполнительного совета ЕЦБ*

Все права издателя защищены авторским правом. Данную книгу разрешается перепечатывать в учебных и некоммерческих целях при условии, что имеется ссылка на источник.

В книге использованы статистические данные, которые имелись в наличии по состоянию на конец июня 2003 года.

ISBN 92-9181-993-X (печатный)

ISBN 92-9181-994-8 (онлайновый)

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	7
ГЛАВА I	
Институциональные механизмы денежно-кредитной политики	9
ГЛАВА 2	
Финансово-экономическая структура Еврозоны	19
2.1 Главные характеристики реальной экономики	19
2.2 Рынок труда	22
2.3 Государственный сектор	23
2.4 Внешняя торговля	28
2.5 Финансовая структура	30
2.6 Финансовые рынки	34
2.7 Финансовые посредники	40
ГЛАВА 3	
Денежно-кредитная политика ЕЦБ	47
3.1 Роль денежно-кредитной политики и ее преимущества для ценовой стабильности	47
3.2 Передаточный механизм денежно-кредитной политики	51
3.3 Общие принципы денежно-кредитной политики	59
3.4 Количественное определение ценовой стабильности	60
3.5 Анализ рисков для ценовой стабильности в стратегии денежно-кредитной политики ЕЦБ	67
3.6 Подотчетность, транспарентность и информирование общественности	82
ГЛАВА 4	
Осуществление денежно-кредитной политики	89
4.1 Общие цели и принципы, положенные в основу разработки операционных механизмов	89
4.2 Общий обзор операционных механизмов Евросистемы	91
4.3 Минимальные резервы	96
4.4 Операции на открытом рынке	100
4.5 Постоянно действующие механизмы	106
4.6 Ликвидность центрального банка и потребности в ликвидности банковской системы	108
4.7 Опыт, накопленный в период с января 1999 по июнь 2003 года	113

ГЛАВА 5

Опыт первых лет осуществления единой денежно-кредитной политики	115
5.1 Краткий обзор	115
5.2 Важнейшие события	116
5.3 Оценка денежно-кредитной политики за рассмотренный период	123

ПРИЛОЖЕНИЕ

История: три этапа в создании Экономического и валютного союза	127
--	-----

ГЛОССАРИЙ	131
------------------	------------

БИБЛИОГРАФИЯ	151
---------------------	------------

ИНДЕКС	157
---------------	------------

СПРАВОЧНЫЕ БОКСЫ

1.1 Ключевые положения Договора и Статута ЕЦБ	14
2.1 Принятые в ЕС нормативные положения, касающиеся сбалансированности государственных финансов	26
2.2 Финансовые рынки: ключевые понятия	34
2.3 Финансовые агрегаты	42
3.1 Данные технико-экономических исследований по вопросам функционирования передаточного механизма денежно-кредитной политики в Еврозоне	57
3.2 Разработка индекса СИПЦ и его характеристики	63
3.3 Нацеленность денежно-кредитной политики ЕЦБ на среднесрочную перспективу	66
3.4 Альтернативные стратегии денежно-кредитной политики	68
3.5 Статистика, характеризующая развитие финансово-экономической ситуации в Еврозоне	71
3.6 Деньги и цены в долгосрочной перспективе	78
3.7 Устанавливаемое ЕЦБ референтное значение роста денежной массы	79
3.8 Основные каналы, используемые ЕЦБ для информирования общественности	86
4.1 Контрагенты и залог	93
4.2 Изменения в сроках основных операций по рефинансированию и отчетного периода с марта 2004 года	102
4.3 Виды сделок на открытых рынках	104

ТАБЛИЦЫ

2.1	Главные характеристики реальной экономики Еврозоны в 2002 году	20
2.2	Коэффициенты участия населения в рабочей силе с разбивкой по гендерной принадлежности и возрастным группам в Еврозоне и США в 2002 году	22
2.3	Товарооборот во внешней торговле Еврозоны в 2002 году	29
2.4	Финансовые инвестиции и финансирование нефинансовых секторов в Еврозоне по состоянию на конец 2002 года	32
2.5	Стоимость непогашенных деноминированных в евро краткосрочных долговых ценных бумаг, выпущенных резидентами Еврозоны	37
2.6	Стоимость непогашенных деноминированных в евро долгосрочных долговых обязательств, выпущенных резидентами Еврозоны	38
2.7	Стоимость непогашенных долговых обязательств, деноминированных в национальной валюте и выпущенных резидентами Еврозоны, США и Японии по состоянию на конец 2002 года	39
2.8	Уровень капитализации фондового рынка в Еврозоне, США и Японии	40
2.9	Отечественные и иностранные компании, зарегистрированные на фондовых биржах в Еврозоне, США и Японии	41
2.10	Кредитно-финансовые учреждения Еврозоны	42
2.11	Определения финансовых агрегатов Еврозоны	43
2.12	Банковские депозиты и ссуды в странах Еврозоны, США и Японии по состоянию на конец 2002 года	46
3.1	Оценка изменения динамики реального ВВП и потребительских цен в связи с повышением на один процентный пункт процентной ставки в рамках проводимой денежно-кредитной политики в Еврозоне	58
3.2	Соотношение долей основных компонентов в СИПЦ в Еврозоне (2003 год)	63
4.1	Операции на открытом рынке и постоянно действующие механизмы Евросистемы	92
4.2	Обязательства кредитных учреждений, включаемые в базу для расчета резервов	97
4.3	Структура баланса центрального банка	109
4.4	Роль различных факторов в обеспечении ликвидности банковской системы	110

СХЕМЫ И ГРАФИКИ

1.1	Руководящие органы ЕЦБ	10
2.1	Распределение общей численности населения по возрастным группам в 2002 году	19
2.2	Уровень безработицы в Еврозоне, США и Японии	21
2.3	Показатели бюджетного дефицита и государственного долга в странах Еврозоны	24
2.4	Взвешенные долевые показатели в объеме внешней торговли с Еврозоной ее 20 основных торговых партнеров	29
2.5	Функции финансовой системы	30
2.6	Соотношение долей различных компонентов МЗ на конец 2002 года	44
2.7	Консолидированный баланс КФУ Еврозоны (включая Евросистему) по состоянию на конец 2002 года	45
3.1	Как работает передаточный механизм – от процентных ставок к ценам	53
3.2	Стратегия ориентированной на поддержание стабильности денежно-кредитной политики ЕЦБ	82
4.1	Ключевые процентные ставки ЕЦБ и индекс ЭОНИА	96
4.2	Функционирование системы минимальных резервов	98
4.3	Использование постоянно действующих механизмов в период с января 1999 года по июнь 2003 года	107
4.4	Использование постоянно действующих механизмов в течение отчетного периода	107
4.5	Объем основных и долгосрочных операций по рефинансированию	112
4.6	Требуемые резервы и автономные факторы ликвидности	112
5.1	Инфляция по СИПЦ	117
5.2	Номинальный эффективный обменный курс евро и цены на нефть	117
5.3	М1 и займы частному сектору	118
5.4	Рост МЗ и референтное значение	118
5.5	Реальный ВВП, промышленное производство и уровень доверия в промышленности в Еврозоне	119
5.6	Показатели долгосрочных инфляционных ожиданий в Еврозоне	120

ПРЕДИСЛОВИЕ

С 1 января 1999 года Европейский центральный банк (ЕЦБ) проводит единую денежно-кредитную политику на территории Еврозоны. По Договору о Европейском Союзе, на Евросистему возлагается главная задача по поддержанию ценовой стабильности. Это отражает широкий консенсус в обществе в пользу того, что именно через поддержание стабильных цен денежно-кредитная политика может наилучшим образом способствовать экономическому росту, созданию рабочих мест и обеспечению социальной сплоченности в странах ЕС.

В октябре 1998 года, задолго до введения единой валюты, Совет управляющих утвердил стратегию денежно-кредитной политики и вынес ее на суд общественности. В стратегии было найдено удачное соотношение между эффективным порядком принятия решений и обеспечением подотчетности ЕЦБ перед общественностью. Это имело существенно важное значение для того, чтобы с самого начала обеспечить доверие к ЕЦБ и Евро.

В первые годы своего существования единая денежно-кредитная политика подверглась серьезным испытаниям. ЕЦБ столкнулся с четырехкратным повышением цен на нефть, а также резкими колебаниями валютных курсов и цен на бирже. Ему также пришлось пережить период неопределенности, наступивший в мировой экономике в 2001 году в связи с терактами 11 сентября, и

последовавшей за ними геополитической напряженностью. Несмотря на трудные внешние условия, ЕЦБ сумел завоевать и сохранить доверие общественности и рынков. Какие бы крупные потрясения ни переживала мировая экономика, ЕЦБ удавалось удерживать инфляцию на низком уровне, а показатели долгосрочных инфляционных ожиданий оставались в пределах, определенных ЕЦБ для ценовой стабильности.

Одновременно, прекрасно справилась со своей задачей Евросистема. С момента введения евро ее операционные механизмы по практической реализации единой денежно-кредитной политики работали очень четко, в результате чего волатильность процентных ставок по краткосрочным кредитам была низкой.

Чтобы широкая читательская аудитория могла лучше разобраться в важных аспектах единой денежно-кредитной политики, предлагаемая вниманию читателей книга содержит всесторонний обзор политики ЕЦБ, ее экономических и институциональных основ. Первое издание книги, вышедшее в свет в 2001 году, было переведено на большинство официальных языков Евросоюза, а также китайский, японский и корейский. Учитывая большой интерес, который вызвала данная публикация в Европе и за ее пределами, а также новые тенденции, которые проявились за последние два года, ЕЦБ решил

выпустить ее обновленное и дополненное издание.

Второе издание книги построено по тому же принципу, что и первое, а содержательная часть разделов обновлена с учетом изменений, которые произошли в финансово-экономической структуре Еврозоны. Тексты разделов были также отредактированы с учетом заявлений Совета управляющих о подтверждении и разъяснении стратегии денежно-кредитной политики ЕЦБ в мае 2003 года. В новом издании книги также отражены некоторые изменения в операционных механизмах Евросистемы для осуществления денежно-кредитной политики и опыт, накопленный ЕЦБ в практической реализации этой политики со времени выхода в свет первого издания.

Уверен, что новое издание книги «Денежно-кредитная политика ЕЦБ» будет способствовать более глубокому пониманию политики Европейского Центробанка.

Франкфурт-на-Майне, январь 2004 года



Жан-Клод Трише

I ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ МЕХАНИЗМЫ ЕДИНОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

1 января 1999 года Европейский центральный банк (ЕЦБ) принял на себя ответственность за проведение денежно-кредитной политики в Еврозоне – втором по величине экономическом пространстве в мире после Соединенных Штатов. Передача ответственности за проведение денежно-кредитной политики от 11 национальных центральных банков – после присоединения Греции 1 января 2001 года их стало 12 – наднациональной структуре стало важной вехой в длительном и сложном процессе интеграции Европейских стран. До перехода на евро все страны-кандидаты должны были выполнить ряд условий по конвергенции их экономик, цель которых – обеспечить экономические и правовые предпосылки для успешного участия в деятельности ориентированного на достижение ценовой стабильности валютного союза. В данной главе рассматриваются наиболее важные с точки зрения понимания денежно-кредитной политики ЕЦБ институциональные аспекты.

ЕЦБ, ЕСЦБ и Евросистема

Договор служит правовой основой единой денежно-кредитной политики...

Правовой основой единой денежно-кредитной политики является Договор об учреждении Европейского Сообщества (с внесенными в него изменениями). Выдержки из наиболее важных его положений, касающихся единой денежно-кредитной политики, приводятся в Справочном боксе 1.1.¹

...на его основе учреждены ЕЦБ и ЕСЦБ

Договор и Статут Европейской системы центральных банков и Европейского центрального банка (Статут ЕСЦБ), который прилагается к Договору в качестве Протокола, учредили с 1 июня 1998 года ЕЦБ и Европейскую систему центральных банков (ЕСЦБ). В

состав ЕСЦБ входят ЕЦБ и национальные центральные банки (НЦБ) всех государств-членов Евросоюза (Статья 107(1) Договора).²

Выражение «Евросистема» означает ЕЦБ и НЦБ тех государств-членов, которые ввели у себя в обращение евро.³ До тех пор, пока остаются государства-члены, которые не перешли на евро, необходимо проводить различие между Евросистемой и ЕСЦБ. Выражение «Еврозона» означает пространство, состоящее из государств-членов Евросоюза, которые уже ввели у себя в обращение евро.

Понятия «Евросистема» и «Еврозона»

¹ В июне 2003 года Европейское совещание о будущем Европы представило в Европейский Совет проект Договора о Конституции для Европы. В конце 2003 года проект Конституции стал предметом обсуждений на Межправительственной конференции о будущем Евросоюза. Основные положения, касающиеся единой денежно-кредитной политики, были включены в проект Конституции без существенных изменений.

² В отличие от самой ЕСЦБ, Европейский центробанк наделялся по Договору правами юридического лица. Каждый НЦБ является юридическим лицом в соответствии с национальным законодательством своего государства.

³ Управляющие НЦБ тех государств-членов Евросоюза, которые еще не ввели у себя в обращение евро, не участвуют в принятии решений по вопросам денежно-кредитной политики для Еврозоны, и такие НЦБ не участвуют в практическом осуществлении таких решений.

Цель единой денежно-кредитной политики и задачи, которые возлагаются в этой связи на Евросистему

Статья 105(1) Договора (в тексте Статьи упоминается ЕСЦБ, а не Евросистема, поскольку авторы Статьи исходили из того, что рано или поздно все государства-члены Евросоюза перейдут на евро) гласит, что «главная задача ЕСЦБ состоит в поддержании ценовой стабильности» и что «без ущерба для выполнения задачи по поддержанию ценовой стабильности, ЕСЦБ должна оказывать содействие проведению общей экономической политики Сообщества с тем, чтобы способствовать достижению целей Сообщества, перечисленных в Статье 2». В этой связи в Статье 2 Договора в качестве целей Сообщества упоминаются, в том числе, «достижение высокого уровня занятости (...), устойчивого и неинфляционного роста, высокой конкурентоспособности и

конвергенции экономик». Таким образом, в Договоре устанавливается четкая иерархия целей для Евросистемы, причем первостепенное значение придается ценовой стабильности. Определив главную задачу денежно-кредитной политики ЕЦБ, авторы Договора поясняют, что обеспечение ценовой стабильности – это самый важный вклад, который может внести денежно-кредитная политика в создание благоприятных экономических условий и достижение высокого уровня занятости.

В соответствии с Договором (Статья 105(2)), на Евросистему возлагаются следующие основные задачи:

- формулирование и практическая реализация денежно-кредитной политики в Еврозоне;
- проведение валютных операций;
- хранение официальных валютных резервов государств-членов и управление ими;

Основные
задачи
«Евросистемы»

Схема 1.1 Руководящие органы ЕЦБ



- содействие бесперебойному функционированию платежных систем.

ЕЦБ обладает исключительным правом санкционировать эмиссию банкнот на территории Еврозоны. Совместно с НЦБ, Европейский центрбанк осуществляет сбор статистической информации, необходимой для выполнения Евросистемой возложенных на нее задач от национальных властей, либо непосредственно от экономических субъектов. Кроме того, Евросистема призвана содействовать последовательному проведению политики органами, отвечающими за осуществление пруденциального надзора за деятельностью кредитных учреждений и за обеспечение стабильности финансовой системы. В соответствии со Статьей 6 Статута ЕСЦБ, Европейский центрбанк и – с его одобрения – НЦБ могут участвовать в международных валютно-финансовых организациях. ЕЦБ определяет формы участия Евросистемы в международном сотрудничестве.

Руководящие органы ЕЦБ

За разработку, проведение и практическое осуществление единой денежно-кредитной политики ЕЦБ отвечают два его руководящих органа: Совет управляющих ЕЦБ и Исполнительный совет ЕЦБ (см. Схему 1.1). Третий руководящий орган ЕЦБ – это Генеральный совет.

Совет управляющих ЕЦБ состоит из шести членов Исполнительного совета и управляющих НЦБ (в 2003 году – 12 управляющих). Руководит

работой Совета управляющих и Исполнительного совета Председатель ЕЦБ, а в его отсутствие – Заместитель председателя. В обязанности Совета управляющих входит:

- принимать директивные указания и решения, необходимые для обеспечения выполнения задач, возложенных на Евросистему; а также

- формулировать денежно-кредитную политику в Еврозоне.

В соответствии со Статутом ЕСЦБ (Статья 12.1), формулирование денежно-кредитной политики для Еврозоны включает в себя принятие решений, касающихся «промежуточных целей денежно-кредитной политики, ключевых процентных ставок и создания резервов» в Евросистеме. Кроме того, в обязанности Совета управляющих входит подготовка необходимых инструкций по исполнению этих решений.

В состав Исполнительного совета ЕЦБ входят Председатель, Заместитель председателя и четыре других члена Совета, назначаемых с общего согласия глав государств и правительств стран Еврозоны. В соответствии со Статутом ЕСЦБ (Статьи 12.1 и 12.2), Исполнительный совет:

- готовит заседания Совета управляющих;
- осуществляет денежно-кредитную политику в соответствии с директивными указаниями и решениями Совета управляющих и с этой целью дает необходимые инструкции НЦБ в Еврозоне;
- отвечает за текущие дела ЕЦБ; а также

Исполнительный совет ЕЦБ

Совет управляющих ЕЦБ

- принимает на себя полномочия, делегированные ему Советом управляющих, в том числе полномочия в области регулирования.

Генеральный совет ЕЦБ

Генеральный совет ЕЦБ состоит из Председателя и Заместителя председателя ЕЦБ, а также управляющих НЦБ всех государств-членов Евросоюза (15 в 2003 году; с 1 мая 2004 года, после расширения Евросоюза, - 25). Генеральный совет будет существовать до тех пор, пока остаются государства-члены Евросоюза, которые не ввели у себя в странах евро в качестве их собственной валюты. Генеральный совет выполняет функции, доставшиеся ему в наследство от Европейского валютного института (ЕВИ)⁴, которые по-прежнему приходится выполнять именно потому, что еще не все государства-члены осуществили переход на евро. В соответствии со Статутом ЕСЦБ (Статьи 44, 45 и 47) и Договором (Статья 117(2)), Генеральный совет призван содействовать:

- большей координации денежно-кредитной политики (государств-членов, которые пока еще не перешли на евро, и ЕЦБ) в целях обеспечения ценовой стабильности;
- сбору статистической информации;
- представлению отчетности Евроцентробанком; а также
- проведению необходимой подготовительной работы по установлению жестко фиксированных обменных курсов

для валют тех государств-членов, которые пока еще не перешли на евро.

Процедура голосования в Совете управляющих

Согласно Статуту ЕСЦБ, решения по вопросам денежно-кредитной политики и другим задачам, возложенным на Евросистему, принимаются в Совете управляющих простым большинством голосов. Решения по вопросам денежно-кредитной политики в Еврозоне должны отвечать интересам Еврозоны. При этом каждый член Совета управляющих имеет один голос. В случае равного числа голосов «за» и «против» право решающего голоса имеет Председатель ЕЦБ. При принятии решений члены Совета управляющих выступают не в качестве представителей своих национальных правительств, а действуют независимо от них, исключительно в своем личном качестве.

После расширения Еврозоны за счет вхождения в нее новых государств Совету управляющих по-прежнему будет необходимо обеспечивать своевременное и оперативное принятие решений. С этой целью 21 марта 2003 года, задолго до вступления в Евросоюз десяти новых государств в мае 2004 года, Европейский совет принял поправку к Статуту ЕСЦБ, которая предусматривала изменение процедуры голосования в Совете управляющих.⁵ По новым правилам

Основные принципы

Изменения в правилах голосования в Совете управляющих

⁴ ЕВИ был создан 1 января 1994 года и был упразднен 1 июня 1998 года после учреждения ЕЦБ. Помимо подготовки к введению в действие ЕСЦБ, ЕВИ отвечал за укрепление сотрудничества между центральными банками и координацию денежно-кредитной политики. Более подробно об истории Экономического и валютного союза (ЭВС) см. в приложениях.

⁵ Данное решение было передано всем государствам-членам для ратификации в соответствии с их конституционными процедурами.

голосования, за шестью членами Исполнительного совета сохраняется право участвовать в голосовании на постоянной основе; управляющие НЦБ, как только число стран Еврозоны превысит 15, будут участвовать в голосовании по системе ротации. Но при этом все управляющие НЦБ будут участвовать во всех заседаниях Совета управляющих, в независимости от того, имеют они в этот момент право голоса или нет.

Независимость Центрального банка

В учредительных документах об институциональных механизмах для единой денежно-кредитной политики заложен принцип независимости Центрального банка от политического влияния. Выводы многочисленных теоретических исследований, а также обширный эмпирический опыт показывают, что независимость Центрального банка способствует поддержанию ценовой стабильности.

Статья 108 Договора устанавливает важный принцип независимости Центрального банка. При осуществлении своих полномочий и выполнении возложенных на них задач и обязанностей ни ЕЦБ, ни НЦБ, ни члены их руководящих органов не имеют права испрашивать или получать инструкции от учреждений или органов Сообщества, от правительства любого государства-члена или любого другого органа. Учреждениям и органам Сообщества, правительствам государств-членов также вменяется в обязанность соблюдать данный принцип и не пытаться оказывать влияние на членов руководящих органов ЕЦБ.

Имеются также и другие гарантии независимости Евросистемы и руководящих органов ЕЦБ. Например, ЕЦБ ведет свою собственную систему счетов, отдельно с Европейским Сообществом. У ЕЦБ имеется собственный бюджет, а его капитал формируется за счет подписанных обязательств и выплат НЦБ стран Еврозоны. Продолжительные сроки пребывания в должности членов Совета управляющих и невозможность назначения членов Исполнительного совета на второй срок также способствуют сведению к минимуму вероятности политического влияния на отдельных членов руководящих органов ЕЦБ. Кроме того, независимость Евросистемы также обеспечивается положением Договора, запрещающим центральному банку в той или иной форме выдавать кредиты государственному сектору (см. Справочный бокс 2.1).

В Договоре также содержатся положения о том, что усилия по достижению ценовой стабильности должны подкрепляться единой политикой в отношении обменных курсов. Хотя Договором предусматривается, что решения по вопросам валютной политики принимаются совместно Советом ЭКОФИН и ЕЦБ, его положения направлены на то, чтобы валютная политика в полной мере отвечала главной цели единой денежно-кредитной политики. Во-первых, в Статье 4 Договора прямо говорится о том, что главная цель как единой денежно-кредитной политики, так и политики области обменных курсов состоит в поддержании ценовой стабильности. Во-вторых,

Другие положения, обеспечивающие независимость ЕЦБ

Независимость от политического влияния

Ценовая стабильность как цель политики в области обменных курсов

в Договоре сформулировано требование в отношении общих рамок проведения политики в области валютных курсов: решения по этим вопросам не должны приниматься в ущерб главной цели. И, наконец, все решения о проведении операций на валютных рынках, равно как и исполнение самих таких операций относятся к исключительной компетенции Евросистемы.

Обязательства в области отчетности

Чтобы не утратить свою легитимность, независимый центральный банк должен быть подотчетен демократическим институтам и общественности в части, касающейся выполнения им возложенных на него задач. Не посягая на независимость Евросистемы, Статья 15 Статута

устанавливает для ЕЦБ конкретные требования в области отчетности. ЕЦБ обязан ежеквартально публиковать отчеты о деятельности Евросистемы, а также еженедельно публиковать сводные данные о балансах средств на его счетах. Кроме того, он обязан предоставлять годовой доклад об итогах своей работы и денежно-кредитной политике за прошедший и текущий год. Годовой доклад представляется в Европейский парламент, Совет ЕС, Европейскую Комиссию и Европейский Совет. Для обеспечения максимальной прозрачности своей деятельности, ЕЦБ решил предоставлять дополнительную информацию о своей работе, сверх установленных для него требований к отчетности (см. Главу 3).

Справочный бокс I.1 Ключевые положения Договора и Статута ЕСЦБ

В данном боксе приводятся отдельные ключевые положения Договора и Статута ЕСЦБ, касающиеся денежно-кредитной политики. С полным текстом указанных документов можно ознакомиться на вебсайтах: www.eu.int и www.ecb.int.

I. ВЫДЕРЖКИ ИЗ ДОГОВОРА ОБ УЧРЕЖДЕНИИ ЕВРОПЕЙСКОГО СООБЩЕСТВА

Статья 2

На Сообщество возлагается задача – путем создания общего рынка и экономического и валютного союза, а также путем проведения общей политики или деятельности, указанной в Статьях 3 и 4 – способствовать на всей территории Сообщества гармоничному, сбалансированному и устойчивому развитию экономической деятельности, высокому уровню занятости и социальной защищенности, равенству мужчин и женщин, устойчивому и неинфляционному росту, высокой конкурентоспособности и конвергенции экономик, высокому уровню охраны и улучшению качества окружающей среды, повышению уровня и качества жизни, а также экономической и социальной сплоченности и солидарности между Государствами-членами.

Статья 4

1. Для целей, изложенных в Статье 2, деятельность Государств-членов и Сообщества включает, как это предусмотрено настоящим Договором и согласно

приведенному в нем графику, утверждение экономической политики, основанной на тесной координации экономических политик Государств-членов, развитии единого внутреннего рынка и определении общих целей и проводимой в соответствии с принципами открытой рыночной экономики со свободной конкуренцией.

2. Одновременно с вышеизложенным и, как это предусмотрено настоящим Договором и согласно приведенному в нем графику и процедурам, указанная деятельность включает установление неизменных обменных курсов с целью последующего введения единой валюты, ЭКЮ, и определение и проведение единой денежно-кредитной политики и политики в области обменных курсов, главная цель которых состоит в поддержании ценовой стабильности и содействии, без ущерба для этой цели, общей экономической политике Сообщества, в соответствии с принципами открытой рыночной экономики со свободной конкуренцией.

3. Указанная деятельность Государств-членов и Сообщества предполагает соблюдение следующих руководящих принципов: стабильности цен, отсутствия дефицита государственного бюджета, твердости валютного курса, а также устойчивости платежного баланса.

Статья 105

1. Главная задача ЕСЦБ состоит в поддержании ценовой стабильности. Без ущерба для выполнения задачи по обеспечению ценовой стабильности, ЕСЦБ оказывает поддержку общей экономической политике внутри Сообщества с тем, чтобы содействовать достижению целей Сообщества, изложенных в Статье 2. ЕСЦБ действует в соответствии с принципами открытой рыночной экономики со свободной конкуренцией, способствуя при этом рациональному распределению ресурсов, и в соответствии с принципами, изложенными в Статье 4.

2. На ЕСЦБ возлагается решение следующих основных задач:

- определение и осуществление денежно-кредитной политики Сообщества;
- проведение инвалютных операций в соответствии с положениями Статьи 111;
- хранение и управление официальными резервами в иностранной валюте Государств-членов;
- содействие бесперебойному функционированию платежных систем.

3. Выполнение задачи, указанной в третьем подпункте параграфа 2, не наносит ущерба полномочиям правительств Государств-членов в отношении хранения и управления остаточными оборотными средствами в иностранной валюте.

4. ЕЦБ предоставляет консультативные заключения:

- по всем проектам законодательных актов Сообщества в сферах своей компетенции;
- по запросам национальных властей в отношении любых проектов законодательных положений в сферах своей компетенции, не выходя при этом за пределы и не нарушая условий, установленных Советом в соответствии с процедурой, предусмотренной в Статье 197(6). ЕЦБ может представлять свои заключения в соответствующие учреждения или органы Сообщества, или национальным властям по вопросам, относящимся к его компетенции.

5. ЕСЦБ содействует последовательному проведению политики компетентными властями в области пруденциального надзора за деятельностью кредитных учреждений и стабильностью финансовой системы.

6. Совет имеет право, при единодушном одобрении соответствующего предложения Комиссии, а также после консультаций с ЕЦБ и получения согласия Европейского парламента, возложить на ЕЦБ выполнение конкретных задач, связанных с политикой в области пруденциального надзора за деятельностью кредитных и других финансовых учреждений, за исключением страховых компаний.

Статья 107

1. В состав ЕСЦБ входят ЕЦБ и национальные центральные банки.
2. ЕЦБ имеет статус юридического лица.
3. Управление ЕСЦБ осуществляется руководящими органами ЕЦБ, в частности, Советом управляющих и Исполнительным советом. [...]

Статья 108

При осуществлении полномочий и выполнении задач и обязанностей, возложенных на них в соответствии с настоящим Договором и Статутом ЕСЦБ, ни ЕЦБ, ни национальные центральные банки, ни члены их руководящих органов не испрашивают и не получают инструкции от учреждений или органов Сообщества, а также от любого правительства любого Государства-члена или любого другого органа. Учреждения и органы Сообщества и правительства Государств-членов обязуются соблюдать данный принцип и не пытаться оказывать влияние на членов руководящих органов ЕЦБ или национальных центральных банков при исполнении ими своих обязанностей.

2. ВЫДЕЖКИ ИЗ ПРОТОКОЛА (№ 18) ПО ВОПРОСУ О СТАТУТЕ ЕВРОПЕЙСКОЙ СИСТЕМЫ ЦЕНТРАЛЬНЫХ БАНКОВ И ЕВРОПЕЙСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

Статья 12 (Ответственность руководящих органов)

1. Совет управляющих утверждает инструкции и принимает решения, необходимые для обеспечения выполнения задач, возложенных на ЕСЦБ в соответствии с настоящим Договором и настоящим Статутом. Совет управляющих формулирует денежно-кредитную политику Сообщества, в том числе, по мере необходимости, принимает решения по вопросам ее среднесрочных целевых показателей, ключевых процентных ставок и пополнения резервов в ЕСЦБ, а также дает необходимые инструкции по их исполнению. Исполнительный совет обеспечивает исполнение денежно-кредитной политики в соответствии с инструкциями и решениями Совета управляющих. С этой целью Исполнительный совет отдает необходимые распоряжения национальным центральным банкам. Кроме того, по решению Совета управляющих Исполнительному совету могут быть делегированы дополнительные полномочия. В той мере, в какой это возможно и целесообразно, и без ущерба для положений настоящей Статьи, ЕЦБ имеет право обращаться к национальным центральным банкам для проведения операций, входящих в сферу компетенции ЕСЦБ.
2. Исполнительный совет отвечает за подготовку заседаний Совета управляющих. [...]

Статья 15 (Обязательства по предоставлению отчетности)

1. ЕЦБ составляет и публикует отчеты о деятельности ЕСЦБ не реже одного раза в квартал.

2. Сводные данные о состоянии счетов ЕЦБ публикуются еженедельно.
3. В соответствии со Статьей 113 настоящего Договора, ЕЦБ направляет годовой доклад о деятельности ЕЦБ и денежно-кредитной политике за предыдущий и текущий годы Европейскому парламенту, Совету и Комиссии, а также Европейскому Совету.
4. Упомянутые в настоящей Статье отчеты и сводные данные предоставляются заинтересованным лицам бесплатно.

Статья 17 (Счета в ЕЦБ и национальных центральных банках)

Для проведения своих операций ЕЦБ и национальным центральным банкам разрешается открывать счета кредитным учреждениям, государственным организациям, а также другим участникам рынка и принимать от них в качестве обеспечения активы, в том числе ценные бумаги, которые числятся за указанными клиентами в компьютерной базе.

Статья 18 (Операции на открытом рынке и кредитование)

1. Для достижения целей ЕЦБ и выполнения собственных задач ЕЦБ и национальным центральным банкам разрешается:
 - проводить операции на финансовых рынках путем совершения обычных сделок по купле-продаже (по ценам «спот» или форвардным контрактам) или сделок на основе соглашений об обратном выкупе, а также сделок по передаче во временное пользование или заимствованию долговых требований и ликвидных инструментов, деноминированных в валюте Сообщества или иной валюте, а также драгоценных металлов в слитках;
 - проводить операции по кредитованию кредитных учреждений и других участников рынка, причем сумма предоставляемого кредита определяется стоимостью обеспечения.
2. ЕЦБ определяет общие принципы, касающиеся операций на открытом рынке и операций по кредитованию с участием самого ЕЦБ и национальных центральных банков, в том числе предоставления информации об условиях, на которых ЕЦБ и НЦБ готовы вступать в такие сделки.

Статья 19 (Минимальные резервы)

1. С учетом положений Статьи 2, ЕЦБ может потребовать, чтобы, в осуществление целей денежно-кредитной политики, созданные в Государствах-членах кредитные учреждения хранили минимальные установленные объемы резервов на счетах ЕЦБ и национальных центральных банков. Совету управляющих разрешается устанавливать правила, определяющие порядок расчетов и объемы минимальных требуемых резервов. В случае несоблюдения кредитными учреждениями указанных требований ЕЦБ имеет право применить в отношении таких нарушителей штрафные санкции в виде начисления пени или другие меры, имеющие аналогичные последствия.
2. Для целей применения положений настоящей Статьи, Совет, на основании процедуры, изложенной в Статье 42, определяет базу для расчетов минимальных объемов резервов и максимально допустимое соотношение между резервами и базой, а также соответствующие санкции, которые будут применяться к нарушителям.

2 ФИНАНСОВО-ЭКОНОМИЧЕСКАЯ СТРУКТУРА ЕВРОЗОНЫ

Для достижения цели ценовой стабильности необходимо понимать, под воздействием каких факторов происходит формирование цен, в том числе, как работают передаточные механизмы денежно-кредитной политики. В данной главе дается общий обзор основных финансово-экономических структур в странах, образующих в Еврозону. Сначала в ней рассматриваются главные характеристики реальной экономики. Особое внимание при этом уделяется структуре производства, основным особенностям рынка труда и демографического состава, фискальной политики, а также структуре товарооборота между странами Еврозоны и остальным миром. Затем рассматриваются главные характеристики финансовой структуры на основе анализа состояния рынков денег и капитала, а также действующих на них основных финансовых учреждений. При этом проводится различие между кредитно-финансовыми учреждениями (КФУ) и другими финансовыми посредниками (ДФП).

2.1 ГЛАВНЫЕ ХАРАКТЕРИСТИКИ РЕАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ

По уровню экономического развития Еврозона занимает второе место в мире

Хотя экономики отдельных стран, образующих в настоящее время Еврозону, можно считать относительно небольшими и открытыми, Еврозона в целом представляет собой огромное и гораздо более закрытое экономическое пространство.

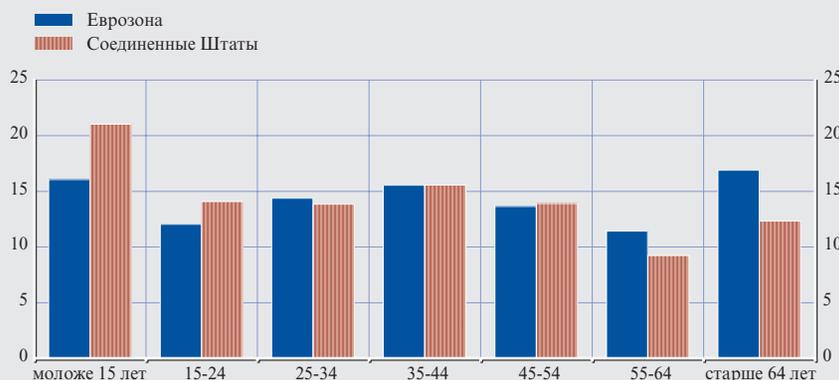
Поэтому, с точки зрения структурных особенностей, Еврозона более сопоставима с Соединенными Штатами и Японией. В таблице 2.1 приводится ряд макроэкономических характеристик Еврозоны.

По численности населения Еврозона занимает первое место в мире среди развитых стран: в 2002

Численность и состав населения

График 2.1 Распределение общей численности населения по возрастным группам в 2002 году

(в процентах от общей численности населения)



Источники: Евростат и Бюро США по переписи населения.

Таблица 2.1 Главные характеристики реальной экономики Еврозоны в 2002 году

	Единица измерения	Еврозона	США	Япония
Численность населения ¹⁾	млн. чел.	307,8	287,5	127,3 ²⁾
ВВП (доля от мирового ВВП) ³⁾	%	15,7	21,1	7,1
Доля ВВП на душу населения ³⁾	в тыс. €	23,0	32,3	23,4 ²⁾
Секторы производства⁴⁾				
С/х, рыболовство, лесоводство	% от ВВП	2,3	1,3	1,3 ²⁾
Индустрия (в т.ч. строительство)	% от ВВП	27,4	21,6	29,4 ²⁾
Услуги (в т.ч. нерыночные услуги)	% от ВВП	70,6	77,1	69,3 ²⁾
Уровень безработицы (доля от численности рабочей силы)	%	8,4	5,8	5,4
Коэффициент участия рабочей силы	%	68,2	76,4	72,7 ²⁾
Уровень занятости ⁵⁾	%	62,4	71,9	69,1 ²⁾
Общие показатели работы правительств				
Профицит (+) или дефицит (-)	% от ВВП	-2,2	-3,4	-6,7
Государственный долг (в валовом исчислении) ⁶⁾	% от ВВП	69,2	59,2	154,4
Доходная часть бюджета	% от ВВП	46,1	30,8	33,5
в т.ч. от прямого налогообложения	% от ВВП	12,2	12,8	9,1
в т.ч. от косвенного налогообложения	% от ВВП	13,4	7,7	8,5
в т.ч. от отчислений в социальные фонды	% от ВВП	16,0	7,2	10,8
Расходная часть бюджета	% от ВВП	48,4	34,2	40,2
в т.ч. на конечное потребление	% от ВВП	20,3	15,6	17,8
в т.ч. на социальные трансферты	% от ВВП	17,0	12,1	10,7
Экспорт товаров ⁷⁾	% от ВВП	15,0	6,5	8,7 ²⁾
Экспорт товаров и услуг ⁷⁾	% от ВВП	19,7	9,3	10,7 ²⁾
Импорт товаров ⁷⁾	% от ВВП	13,2	11,1	7,4 ²⁾
Импорт товаров и услуг ⁷⁾	% от ВВП	17,7	13,3	10,1 ²⁾
Экспорт (доля в мировом экспорте) ⁸⁾	%	31,2	12,4	5,8
Текущий баланс ⁷⁾	% от ВВП	0,9	-4,6	2,8

Источники: Евростат, МВФ, Европейская комиссия, ОЭСР, Рейтер, ЕЦБ, а также расчеты, выполненные сотрудниками ЕЦБ.

Примечание: Все сводные данные по Еврозоне, указанные в таблице, приведены с учетом Греции.

- 1) По Еврозоне – среднегодовые показатели, по США – по состоянию на середину года, по Японии – по состоянию на 1 октября.
- 2) Данные за 2001 год.
- 3) Данные по США и Японии пересчитаны в евро исходя из действующих в ОЭСР паритетов покупательной способности (ППС).
- 4) Исходя из добавленной стоимости в текущих ценах.
- 5) В процентном выражении от численности трудоспособного населения (в возрасте от 15 до 64 лет).
- 6) Для Еврозоны: валовой государственный долг, согласно определению Совета в Постановлении (ЕС) N3605/93.
- 7) Данные по платежному балансу: только по товарообороту, поступающему в Еврозону из государств, не входящих в Еврозону.
- 8) МВФ: Мировой экономический прогноз; Доля Еврозоны в мировом экспорте включает торговый оборот внутри зоны, который составляет примерно 50% от общего объема экспорта Еврозоны.

График 2.2 Уровень безработицы в Еврозоне, США и Японии

(в процентах от численности рабочей силы; данные за год)



Источник: Европейская Комиссия.

году ее общая численность населения составляла 308 млн. человек, что несколько больше, чем в Соединенных Штатах и в два с лишним раза больше, чем в Японии. В среднем, в странах Еврозоны, по сравнению с США, проживает несколько меньше совсем молодых людей и значительно больше пожилых.

**Доля в
общем мировом
ВВП**

В 2002 году на долю Еврозоны приходилось 15,7% общемирового ВВП (исходя из паритетов покупательной способности), по сравнению с 21,1% у США и 7,1% у Японии. Доли отдельных стран, входящих в Еврозону, были значительно меньше: на долю самого крупного государства Еврозоны в 2002 году приходилось всего 4,4% мирового ВВП.

**Самую большую
долю в ВВП
Еврозоны
составляет
сектор услуг**

Структура производства Еврозоны очень сильно напоминает структуру производства в США и Японии. Во всех трех из них наибольшая доля в

общем объеме производства приходится на сектор услуг. Между Еврозоной и США имеется, однако, существенная разница: доли государственного и частного секторов в общем секторе услуг распределяются совершенно по-разному. В частности, государственный сектор услуг в США сравнительно невелик, в то время как в странах Еврозоны он занимает гораздо более значительное место. Второе место в общем объеме производства и в Еврозоне, и в США, и в Японии занимает индустрия. С учетом весьма высокого уровня экономического развития всех этих стран, доля сельского хозяйства, рыболовства и лесоводства в производстве ВВП в них сравнительно мала.

Таблица 2.2 Коэффициенты участия населения в рабочей силе с разбивкой по гендерной принадлежности и возрастным группам в Еврозоне и США в 2002 году

(в процентах от численности населения трудоспособного возраста)

	Еврозона:			США:		
	мужчины	женщины	всего	мужчины	женщины	всего
Все возрастные группы	77.5	58.8	68.2	83.0	70.1	76.4
15-24 ¹⁾	47.7	40.2	44.0	65.5	61.1	63.3
25-34	91.6	74.8	83.3	92.4	75.1	83.7
35-44	95.3	74.1	84.7	92.1	76.4	84.1
45-54	90.7	66.7	78.7	88.5	76.0	82.1
55-59	68.4	42.7	55.4	78.0	63.8	70.7
60-64	31.2	14.3	22.5	57.6	44.1	50.5

Источники: Евростат и Бюро статистики занятости.

1) Данные США касаются группы населения в возрасте от 16 до 24 лет.

2.2 РЫНОК ТРУДА

С учетом особенностей структуры рынка труда уровень безработицы в Еврозоне выше, чем в США

Безработица в Еврозоне – процент безработных от общей численности рабочей силы – достигла в 1980-е и 1990-е годы рекордных уровней и была значительно выше, чем в США (см. График 2.2). Расхождения в уровнях безработицы отражают структурные различия рынков труда в США и странах, входящих в Еврозону. Именно этими различиями объясняется более высокий уровень структурной безработицы в странах Еврозоны. В 1990-е годы в странах Еврозоны были проведены реформы, затрагивавшие институциональные основы рынков труда, но масштабы этих реформ были разными. В некоторых случаях благодаря реформам уровень безработицы существенно понизился. Тем не менее, рынки труда в странах Еврозоны по-прежнему характеризуются жесткой структурированностью, что служит причиной сохранения в них высокого уровня безработицы. В 2002 году средний уровень безработицы составлял 8,4%, что

означало, что 11,7 млн. человек в странах Еврозоны не имели работы.

Примечательно, что при сохранении относительно высокого уровня безработицы в Еврозоне отмечается относительно невысокий коэффициент участия населения в рабочей силе (см. Таблицу 2.2). Несмотря на то, что с годами разрыв между двумя этими показателями уменьшился, в 2002 году коэффициент участия населения в рабочей силе в Еврозоне (68,2%) был заметно ниже, чем в США (76,4%). В 2002 году, по сравнению с США, этот разрыв составлял примерно 11 процентных пунктов у женщин, что примерно вдвое выше, чем у мужчин. Более низкий, по сравнению с США, совокупный коэффициент участия населения в рабочей силе в Еврозоне объясняется в основном существенными различиями в значениях этого коэффициента в двух возрастных группах – в самой младшей и самой старшей. Как правило, молодые европейцы гораздо меньше представлены в рабочей силе, чем их американские

Относительно низкий коэффициент участия населения в рабочей силе

сверстники. Это может быть связано с различиями в традициях и структурах образования, а также системах социального обеспечения. Кроме того, в государствах Еврозоны люди также обычно в более раннем возрасте выходят на пенсию, чем в США. Но в то же время показатели участия в рабочей силе в возрастной группе от 25 до 44 лет и в Евроzone, и в США практически не отличаются.

Уровень занятости в Евроzone также относительно невысокий

Низкий коэффициент участия в сочетании с высоким уровнем безработицы приводит к тому, что общий уровень занятости в Евроzone (процент населения в возрасте от 15 до 64 лет, имеющего работу) значительно ниже, чем в США или Японии. Если в Евроzone уровень занятости в 2002 году едва превышал 62%, то в США и Японии он составлял около 70% (см. Таблицу 2.1). Такой относительно невысокий уровень занятости в сочетании с меньшим количеством рабочих часов в расчете на каждого работающего является одной из главных причин, почему Евроzone отстает от США по такому показателю, как уровень ВВП на душу населения.

Жесткая структурированность рынка труда мешает ему быстро адаптироваться к изменениям

Важную роль в определении тенденций экономического развития играют, наряду с другими факторами, институциональные основы рынков труда, включающие законодательство об охране труда, систему пособий по безработице, порядок формирования заработной платы и налогообложение работающих. Например, жесткая структурированность рынков труда ограничивает способность экономики быстро приходить в себя после кризисных явлений. Поэтому

при жесткой структурированности рынков труда, как правило, всегда наблюдается относительно высокий и устойчивый уровень безработицы. Более того, отсутствие гибкости в регулировании ситуации на рынках труда ограничивает темпы экономического роста, при которых развитие экономики не стимулирует инфляционные тенденции.

2.3 ГОСУДАРСТВЕННЫЙ СЕКТОР

Значительное воздействие на экономический рост и уровень инфляции оказывает фискальная политика. Соответственно, важно, чтобы органы, отвечающие за проведение денежно-кредитной политики, внимательно следили за тем, что происходит в фискальной области. Фискальная политика влияет на экономику и цены разными путями. Важнейшее значение здесь приобретают такие факторы, как объем и структура государственных расходов и доходов, а также дефицит бюджета и государственный долг.

На состояние экономики влияет фискальная политика

Бюджетная политика по-прежнему относится к сфере исключительной компетенции государств-членов на Этапе III в создании ЭВС. Однако, чтобы обеспечить порядок в области государственных финансов, был также согласован ряд договоренностей на уровне ЕС (см. Справочный бокс 2.1). В частности, предусмотренная Договором процедура ограничения чрезмерного дефицита, получившая дальнейшее развитие и уточнение в Пакте стабильности и роста, предназначена для того, чтобы ограничивать возможное негативное влияние на ценовую стабильность со стороны

Для поддержания макроэкономической стабильности требуется разумная фискальная политика

График 2.3 Показатели бюджетного дефицита и государственного долга в странах Еврозоны

(в процентах от ВВП)



Источники: Европейская Комиссия, ОЭСР и расчеты ЕЦБ.

Примечание: В данные о дефиците не включаются поступления от продажи лицензий на УМТС, которые в 2000 году составили весьма значительную сумму (1,1% ВВП).

фискальной политики национальных правительств. Например, чрезмерное увеличение государственных расходов в момент, когда экономика и так работает практически на пределе своих возможностей, может, в результате повышения совокупного спроса, привести к тому, что спрос будет настолько опережать предложение, что возникнут инфляционные процессы. История знает немало примеров, когда причиной инфляции становилась разбалансированность в сфере государственных расходов, с характерными для этого явления высоким показателем бюджетного дефицита и растущим государственным долгом. Поэтому дисциплина в фискальной сфере представляет собой одно из неотъемлемых условий макроэкономической стабильности. Негативные последствия могут возникать не только из-за дефицита бюджета, но и из-за больших объемов государственного долга. Если правительству ежегодно приходится выплачивать огромные

суммы в виде процентов, то в какой-то момент у него просто может не оказаться на это средств, в результате чего может возникнуть угроза для ценовой стабильности. Большие объемы государственного долга могут отрицательно сказаться на состоянии реальной экономики и конъюнктуре финансовых рынков. В частности, злоупотребления возможностями рынков капитала со стороны правительственных структур обычно приводят к удорожанию капитала и вытеснению с них частных инвесторов (они по существу «выдавливаются» с рынков капитала). С учетом серьезных проблем, к которым может привести разбалансированность в фискальной сфере, соблюдение нормативов по бюджетному дефициту и государственному долгу является одним из важных обязательств в области проведения фискальной политики, призванной способствовать поддержанию общей макроэкономической стабильности.

Относительно большая доля, которую составляют государственные расходы в странах Еврозоны от общего объема ВВП, отражает...

Государственный сектор (т.е. центральные, региональные и местные органы государственного управления, а также органы социального страхования) занимает в странах Еврозоны более важное место, чем в США и Японии. В 2002 году в странах Еврозоны государственные расходы составляли 48% от ВВП, в то время как государственные доходы составляли только 46% от ВВП. В отличие от стран Еврозоны, доля государственного сектора в США составляет около 34% по расходам и около 31% по доходам. В Японии соотношение государственных расходов к ВВП составляло в 2002 году около 40%, а доходов – 34%, что указывает на наличие у нее большого государственного долга (см. Таблицу 2.1).

...большие объемы конечного потребления государственными организациями и социальных трансфертов домашним хозяйствам

Относительно большая доля, которую составляют государственные расходы в странах Еврозоны от общего объема ВВП, отражает, в частности, большие объемы конечного потребления государственными организациями и социальных трансфертов домашним хозяйствам. Различия в этих показателях у рассматриваемых в таблице стран отчасти объясняются различиями в функциях, которые выполняют в них государственный и частный секторы. С учетом особенностей систем социального страхования в Европе, высокий уровень государственных расходов также является следствием специфики возрастной структуры населения, проживающего в Евроzone. Как это можно заметить на Графике 2.1, средний возраст населения, проживающего в Евроzone, больше, чем в США, что не может не влиять на размер затрат на пенсионное

обеспечение и здравоохранение. Если в странах, где наблюдается такая тенденция, не будут проведены пенсионная реформа и реформа здравоохранения, то в будущем их ждут еще более серьезные трудности в связи с прогнозируемым старением населения.

Если сравнить структуру государственных доходов, то в странах Еврозоны значительно большая доля поступлений, чем в США и Японии, приходится на отчисления в фонды социального страхования. Вообще, в странах Еврозоны в качестве источника поступлений более широко применяется косвенное налогообложение, в то время как в США в структуре налоговых поступлений большую, по сравнению с Еврозоной, долю составляют поступления от прямых налогов.

Структура государственных доходов

С 1970 по 2002 год в странах Еврозоны наблюдалось превышение государственных расходов над доходами. Соответственно, на протяжении всего этого периода времени в бюджетах этих стран ежегодно накапливался дефицит. В 1993 году он достиг рекордной отметки – почти 6,0% от объема ВВП, но затем постепенно сократился до 1,0% ВВП в 2000 году (см. График 2.3). Затем ситуация с государственными финансами в Евроzone вновь ухудшилась, когда в 2002 году уровень дефицита подскочил до 2,2%, а в некоторых странах даже «пробил» установленный Договором потолок в размере 3% от объема ВВП (см. Справочный бокс 2.1).

Дефицит бюджета

Если проследить изменения валового объема государственного долга, то своего пикового значения в странах Еврозоны он достиг на рубеже 1996-1997 годов – 75,4% ВВП. До этого на протяжении двух десятилетий наблюдался его стремительный рост, а после этого он неуклонно снижался, пока в 2002

году не остановился на отметке 69,2% ВВП. В Соединенных Штатах показатель валового государственного долга в процентном выражении от ВВП несколько ниже и в 2002 году составлял 59%, в то время как в Японии он доходил до 154%.

Справочный бокс 2.1 | **Принятые в ЕС нормативные положения, касающиеся сбалансированности государственных финансов**

Несмотря на то, что Договор провозглашает принцип единой денежно-кредитной политики, он также подтверждает, что ответственность за остальные направления экономической политики (например, фискальной и структурной) по-прежнему несут национальные правительства. В Договоре, однако, предусматривается, что Государства-члены «рассматривают проведение экономической политики в качестве общей задачи» (Статья 99 Договора).

Кроме того, в Договоре содержится несколько положений, направленных на обеспечение сбалансированности правительственных финансов на Этапе III в создании ЭВС с учетом того, что ответственность за фискальную политику по-прежнему несут национальные правительства. Одно из таких положений касается процедуры чрезмерного дефицита в соответствии со Статьей 104 и прилагаемым к Договору протоколом. Данная процедура определяет перечень условий, при соблюдении которых бюджетная позиция считается сбалансированной. В Статье 104 предписывается, что «Государства-члены не допускают возникновения чрезмерного бюджетного дефицита и государственного долга». Для оценки выполнения данного требования устанавливаются допустимые пределы («референтные значения») по бюджетному дефициту в размере 3% от ВВП, а по государственному долгу в размере 60% от ВВП. В случае возникновения условий, предусмотренных в Договоре и уточненных в Пакте, в частности, при сокращении годового показателя реального ВВП более чем на 2%, допускается превышение допустимых пределов по бюджетному дефициту и государственному долгу, которое не будет считаться чрезмерным дефицитом. Если Совет ЕС принимает постановление о наличии у той или иной страны чрезмерного дефицита, то в этом случае, в соответствии с процедурой чрезмерного дефицита, предусматривается принятие в отношении такой страны последующих мер, включая введение против нее санкций.

Принятый в 1997 году Пакт стабильности и роста (ПСР) дополняет и разъясняет порядок применения процедуры чрезмерного дефицита. Он включает в себя Резолюцию Европейского Совета по ПСР, «Правила Совета по усилению мониторинга за бюджетной позицией и по мониторингу и координации экономической политики», а также «Правила Совета по ускорению и разъяснению порядка применения процедуры чрезмерного дефицита». Поставив свою подпись

под ПСР, Государства-члены обязались тем самым добиваться в среднесрочной перспективе бюджетной позиции «без дефицита или с профицитом». Смысл данного положения состоит в том, что если бюджетные позиции будут поддерживаться на этом уровне, Государства-члены смогут лучше преодолевать бюджетные последствия обычных циклических колебаний, не выходя при этом за рамки допустимых пределов по дефициту в размере 3% ВВП.

В рамках многостороннего мониторинга страны Еврозоны обязаны представлять в Совет ЕС и Европейскую Комиссию программы по стабилизации. Государства-члены ЕС, не входящие в Еврозону, должны представлять программы по конвергенции. Оба типа программ должны содержать необходимую информацию, позволяющую оценить предлагаемые бюджетные корректировки, цель которых – обеспечить в среднесрочной перспективе поддержание бюджетной позиции на уровне, близком к нулевому, или с профицитом.

Необходимым дополнением к вышеперечисленным мерам по содействию проведению фискальной политики, нацеленной на поддержание стабильности, служит закрепленная в Договоре оговорка «об отсутствии солидарной ответственности за долги правительств». Статья 103(1) Договора гласит: «Сообщество не несет ответственности по обязательствам и не принимает на себя таких обязательств центральных правительств, региональных, местных или иных органов государственного управления, а также других структур, действующих в соответствии с государственным законодательством, или государственных предприятий любого Государства-члена (...). Ни одно Государство-член не несет ответственности по обязательствам и не принимает на себя таких обязательств центральных правительств, региональных, местных или иных органов государственного управления, а также других структур, действующих в соответствии с государственным законодательством, или государственных предприятий любого другого Государства-члена». Данная оговорка обеспечивает сохранение ответственности национальных правительств за погашение государственных долгов. Тем самым она способствует проведению разумной фискальной политики на национальном уровне.

Другие положения, способствующие поддержанию фискальной дисциплины, включают запреты на финансирование бюджетного дефицита с помощью механизмов денежно-кредитной политики и на предоставление любых льгот государственному сектору в плане обеспечения его доступа к финансовым учреждениям. Статья 101 Договора запрещает ЕЦБ и НЦБ финансировать бюджетный дефицит с помощью денежно-кредитной политики, в частности, путем использования «механизмов овердрафта или любых других кредитных механизмов, имеющихся в ЕЦБ или Центральных банках Государств-членов». Статья 102 Договора запрещает принятие любых мер, в результате которых государства, а также учреждения или органы Сообщества могли бы получить льготный доступ к средствам финансовых учреждений. Помимо обеспечения дополнительных стимулов для проведения сбалансированной бюджетной и разумной фискальной политики, указанные положения способствуют укреплению доверия к единой денежно-кредитной политике как средству поддержания ценовой стабильности.

Договор также постановляет, что Совет ЕС, действуя на основании рекомендаций Европейской Комиссии, утверждает Общие принципы экономической политики (ОПЭП). Эти принципы служат основой для определения целей и ориентиров экономической политики для Государств-членов и Европейского Сообщества. Поскольку все Государства-члены сталкиваются примерно с одними и теми же проблемами и испытывают примерно одни и те же потребности в области экономической политики, в ОПЭП приводится перечень общих ориентиров, которые касаются всех Государств-членов. Одновременно, с учетом сохраняющихся между странами различий с точки зрения экономических показателей и перспектив развития экономики, а также действующих в них структур и учреждений, в ОПЭП также содержатся рекомендации, предназначенные для отдельных стран. В соответствии с Договором, в ОПЭП должен соблюдаться принцип независимости Евросистемы в области выполнения ее главной задачи по поддержанию ценовой стабильности и не должно предприниматься попыток оказывать влияние на ее денежно-кредитную политику.

2.4 ВНЕШНЯЯ ТОРГОВЛЯ

Экономика Еврозоны отличается значительно меньшей степенью открытости по сравнению с экономиками входящих в нее стран

Хотя экономика Еврозоны подвержена влиянию изменений глобальной экономической конъюнктуры, она отличается гораздо меньшей степенью открытости, чем экономики отдельных входящих в нее стран. Эта особенность Еврозоны ограничивает воздействие на нее внешних экономических факторов, в частности, влияния изменений в конъюнктуре внешних цен на уровень цен внутри Еврозоны. Однако, степень открытости экономики Еврозоны все равно больше, чем у США или Японии. Показатели по экспорту и импорту товаров и услуг в процентном выражении от ВВП за 2002 год у стран Еврозоны были значительно выше, чем у США и Японии (см. Таблицу 2.1).

Наибольшую долю во внешнеторговом обороте с другими странами составляют готовые изделия

Если сравнивать структуру внешней торговли, то оборот по импорту в Еврозону и экспорту из Еврозоны на три четверти состоит из готовой продукции. Внутри данной

товарной группы почти половину объема экспорта в 2002 году составляли производственное оборудование и средства транспорта. Эти же категории товаров составляли самую большую долю в импорте товарной продукции в Еврозону (см. Таблицу 2.3). Второе место занимали другие готовые изделия, причем их доля и в импорте, и в экспорте была примерно одинаковой. На долю продукции химической промышленности в 2002 году приходилось 14,8% объема экспорта и только 10,0% объема импорта, а по сырьевым товарам и энергетике, наоборот, объемы импорта значительно превышали объемы экспорта. Приведенная статистика показывает, что в абсолютном выражении страны Еврозоны больше импортируют сырьевых товаров и полуфабрикатов, а экспортируют – готовых изделий. Такая структура внешней торговли отражает сложившуюся систему международного разделения труда и конъюнктуру с сырьевыми товарами в странах Еврозоны.

Таблица 2.3 Товарооборот во внешней торговле Еврозоны в 2002 году

(доли в процентах от общего объема)

	Экспорт	Импорт
Всего	100	100
<i>ИЗ НИХ</i>		
Машиностроение и транспорт	45.8	36.5
Химическая промышленность	14.8	10.0
Сырьевые товары	1.8	4.5
Энергетика	2.1	13.7
Продукты питания, напитки и табачные изделия	6.0	6.0
Другие виды готовой продукции	26.4	26.0
Прочие	3.1	3.3

Источники: Евростат и расчеты ЕЦБ.

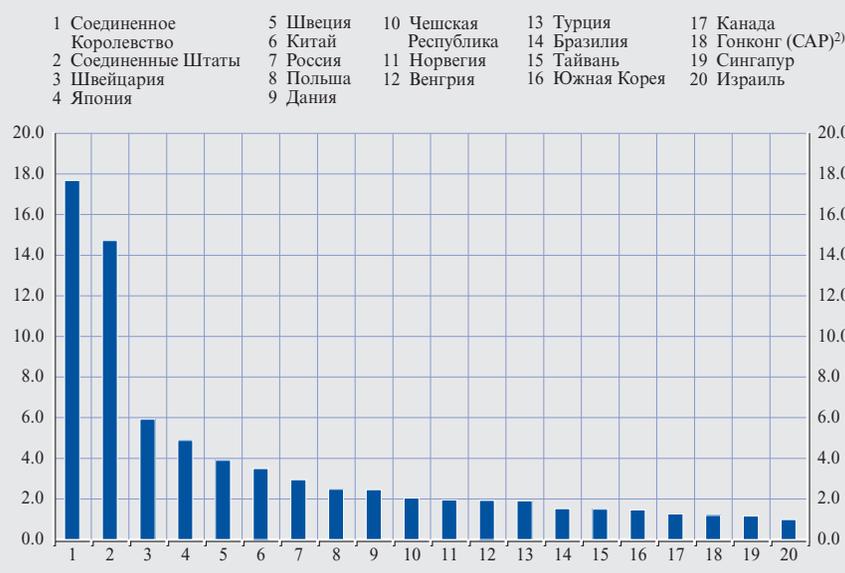
**Основные
внешнеторговые
партнеры
Еврозоны**

Если проследить географическое распределение внешнеторговых потоков в Еврозону и из нее, то главными торговыми партнерами Еврозоны остаются Соединенное Королевство и Соединенные Штаты. В 1996-2002 годах средний совокупный товарооборот с этими странами составлял более 30%

объема всей внешней торговли Еврозоны (см. График 2.4). За ними шли Швейцария, Япония и Швеция, доли которых во внешней торговле с Еврозоной составляли 5,9%, 4,9% и 3,9%, соответственно.

Совокупные показатели по регионам выглядят следующим

График 2.4 Взвешенные долевые показатели¹⁾ в объеме внешней торговли с Еврозоной

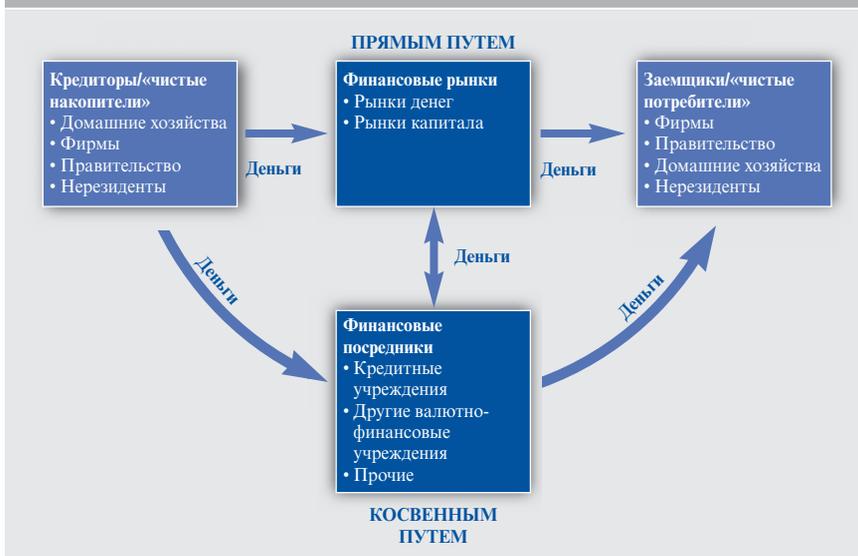


Источники: расчеты ЕЦБ на основе данных Евростата по торговле.

1) Взвешенные показатели представляют собой суммарный показатель по экспорту и импорту в процентном выражении от общего объема экспорта и импорта Еврозоны; в таблице приведены средние значения этих показателей за 1996-2002 годы.

2) Специальный административный регион.

Схема 2.5 Функции финансовой системы



образом: на долю группы стран, которые находятся в процессе вступления в ЕС, приходилось 8,5% объема торговли с Еврозоной, а аналогичный показатель для Китая и других азиатских стран (за исключением Японии) составлял немногим более 13%.

2.5 ФИНАНСОВАЯ СТРУКТУРА

Источники прямого и косвенного финансирования экономики

Существенно важная экономическая функция финансовой системы состоит в том, чтобы обеспечивать передачу средств от «чистых накопителей» (т.е. тех, кто тратит меньше, чем зарабатывает) «чистым потребителям» (т.е. тем, кто хочет тратить больше, чем зарабатывает). Иными словами, финансовая система позволяет «чистым накопителям» давать деньги в долг «чистым потребителям» финансовых средств. На схеме 2.5 функции финансовой системы изображены графически. Важнейшее место среди кредиторов обычно занимают домашние

хозяйства, но у фирм, правительств и иностранцев тоже иногда оказываются избыточные финансовые средства, которые они готовы дать в долг. И, наоборот, в роли основных заемщиков, как правило, выступают фирмы и правительства, но домашние хозяйства и нерезиденты тоже иногда берут деньги в долг для финансирования своих приобретений.

От кредиторов к заемщикам деньги поступают двумя путями. «Напрямую» или через инструменты финансового рынка (этот путь показан в верхней части Схемы 2.5), когда заемщики берут деньги непосредственно у кредиторов на финансовых рынках, продавая им финансовые инструменты или, как их еще называют, ценные бумаги (в частности, долговые обязательства и акции), которые представляют собой право претендовать на часть будущих доходов или активов

заемщика. Если при организации передачи средств определенную дополнительную роль берут на себя финансовые посредники, то такой путь называется косвенным или через банковские каналы (см. нижнюю часть Схемы 2.5). Финансовые посредники подразделяются на кредитные учреждения, другие кредитно-финансовые учреждения (КФУ) и прочие организации финансовых посредников.

В функционирующей финансовой системе финансовые рынки и финансовые посредники действуют не разобщено, а в тесном контакте друг с другом. Например, деньги перетекают в обоих направлениях – от финансовых рынков к финансовым посредникам и обратно (см. среднюю часть Схемы 2.5). Средства перетекают из финансовых рынков в банки, когда финансовые посредники выпускают долговые и долевые ценные бумаги, чтобы таким образом привлечь средства для финансирования своей деятельности. И, наоборот, средства из банков перетекают на финансовые рынки, когда, например, финансовые посредники приобретают ценные бумаги, выпущенные правительствами или фирмами, либо для инвестирования собственных средств, либо действуя по поручению клиентов денежного рынка. Другой пример тесного взаимодействия финансовых рынков и финансовых посредников – это когда нефинансовые корпорации, осуществляющие эмиссию ценных бумаг, нуждаются во временном финансировании – краткосрочных займах на то время, пока средства от эмиссии ценных бумаг к ним еще не поступили – и

прибегают к услугам финансовых посредников.

Прежде чем перейти к более подробному рассмотрению финансовых рынков, где заключаются сделки о прямом финансировании и где финансовые посредники предлагают свои услуги в области косвенного финансирования, вниманию читателей предлагается Таблица 2.4, в которой перечислены основные финансовые активы и обязательства нефинансовых секторов с открытыми позициями по состоянию на конец 2002 года. Открытые позиции по финансовым активам и обязательствам учитываются в разделе «Акции» в стандартных квартальных финансовых отчетах.

Приведенные в таблице 2.4 основные финансовые активы оценивались по состоянию на конец 2002 года в 14689 млрд. евро (что составляет 208% годового ВВП Еврозоны). На долю ценных бумаг и акций приходится две пятых этой суммы, другие две пятых – это средства в валюте и депозиты. Страховые технические резервы, т.е. резервы, созданные пенсионными фондами, страховыми компаниями и нефинансовыми корпорациями для оплаты претензий держателей полисов, составляют оставшуюся пятую часть этой суммы.

Приведенные в таблице 2.4 основные обязательства оценивались по состоянию на конец 2002 года в 15557 млрд. евро (что составляет 220% ВВП). Среди источников финансирования корпораций нефинансовых секторов доля ценных бумаг,

Таблица 2.4 Финансовые инвестиции и финансирование нефинансовых секторов в Еврозоне по состоянию на конец 2002 года ¹⁾

(открытые позиции)		
Отдельные виды финансовых активов	Млрд. евро	В процентах
Всего	14689	100.0
Валюта и депозиты	5633	38.3
Валюта	341	2.3
Депозиты	5292	36.0
в КФУ в Еврозоне	5101	34.7
в финансовых учреждениях иных, чем КФУ	191	1.3
Ценные бумаги иные, чем акции	2071	14.1
Краткосрочные	255	1.7
Долгосрочные	1816	12.4
Акции ²⁾	3479	23.7
Котирующиеся на бирже	1777	12.1
Акции паевых фондов	1702	11.6
в т.ч. акции фондов денежного рынка	308	2.1
Страховые технические резервы	3506	23.9
Чистый оплаченный капитал домашних хозяйств в виде резервов компаний по страхованию жизни и пенсионных фондов	3168	21.6
Предоплаченные страховые премии и резервы для покрытия неоплаченных претензий	338	2.3

Источник: ЕЦБ.

- 1) К нефинансовым секторам относятся государственный сектор, нефинансовые корпорации, домашние хозяйства, включая некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства.
- 2) За исключением акций, которые не котируются на бирже.
- 3) Включая некоммерческие организации, обслуживающие домашние хозяйства.

Таблица 2.4 (продолжение)

Отдельные виды обязательств	Млрд. евро	В процентах
Всего	15557	100.0
Займы	8066	51.8
а) полученные от		
КФУ Еврзоны	7131	45.8
других финансовых посредников	935	6.0
б) предоставленные		
государственному сектору	884	5.7
краткосрочные	61	0.4
долгосрочные	824	5.3
нефинансовым корпорациям	3598	23.1
краткосрочные	1173	7.5
долгосрочные	2425	15.6
домашним хозяйствам ³⁾	3584	23.0
краткосрочные	289	1.9
долгосрочные	3295	21.2
Ценные бумаги иные, чем акции	4656	29.0
Государственный сектор	4125	26.5
краткосрочные	480	3.1
долгосрочные	3644	23.4
Нефинансовые корпорации	531	3.4
краткосрочные	140	0.9
долгосрочные	391	2.5
Акции, котирующиеся на бирже		
выпущенные нефинансовыми корпорациями	2396	15.4
Депозиты		
обязательства центрального правительства	188	1.2
Резервы пенсионных фондов		
нефинансовых корпораций	251	1.6

включая акции, котирующиеся на бирже, составляла примерно 45%, а доля займов – более 50%. У большей части займов (почти 86% обязательств) сроки погашения составляли более одного года.

2.6 ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Данный раздел посвящен рассмотрению основных особенностей денежных и

фондовых рынков, а также рынков долговых обязательств в Еврозоне. В Справочном боксе 2.2 приводятся некоторые ключевые понятия, относящиеся к финансовым рынкам.

Денежный рынок

Денежный рынок выполняет важнейшую функцию передаточного механизма денежно-кредитной политики, ибо изменения

Интеграция
Денежного
рынка

Справочный бокс 2.2 Финансовые рынки: ключевые понятия

Финансовые рынки можно классифицировать по разным признакам, отражающим существенно важные особенности этих рынков. В частности, их можно классифицировать в зависимости от того, выставляется ли тот или иной финансовый инструмент на продажу впервые или же перепродается одним держателем финансовых инструментов другому (соответственно, первичные и вторичные рынки). В свою очередь, операции по купле-продаже ценных бумаг на вторичном рынке могут осуществляться двумя разными способами. Во-первых, через биржи, когда продавцы и покупатели ценных бумаг собираются в назначенном месте и проводят торги (биржевые рынки). Во-вторых, через открытую продажу, когда дилеры через сеть брокерских контор готовы купить и предлагают приобрести имеющийся у них набор ценных бумаг любому клиенту, которого устраивают их цены (прямые продажи).

Другая классификация исходит из изначальных сроков погашения финансового инструмента, которые устанавливаются при его эмиссии. Обычно различают финансовые инструменты со сроком погашения до одного года и более одного года (которые обращаются, соответственно, на денежных рынках и рынках капитала). Денежные рынки несколько отличаются от других финансовых рынков тем, что обычно представляют собой разновидность оптового рынка межбанковского кредита, где сделки совершаются на очень крупные суммы. Кроме того, своей денежно-кредитной политикой Евросистема может влиять на конъюнктуру денежных рынков (см. Главу 4). ЕЦБ обладает монопольным правом предоставлять центральным банкам денежные средства и, в силу своего монопольного положения, может определять ставку рефинансирования для кредитных учреждений Еврозоны. А это, в свою очередь, влияет на процентные ставки денежного рынка, по которым заключают сделки кредитные учреждения и другие участники этого рынка в Еврозоне.

И, наконец, еще одна обычно применяемая классификация – по форме финансового инструмента: акции или долговые обязательства (которые обращаются, соответственно, на фондовых рынках и рынках долговых обязательств). Принципиальное различие между акцией и долговым

обязательством состоит в том, что акция не предполагает возврат денег, в то время как долговое обязательство представляет собой разновидность финансового требования, которое, как правило, предполагает возврат денег (причем, определенной суммы с определенными процентами).

Другой важной разновидностью финансовых инструментов являются, так называемые, «финансовые деривативы», т.е. контракты, стоимость которых является производной по отношению к лежащим в их основе котировкам ценных бумаг, процентным ставкам, валютным курсам, рыночным индексам и ценам на сырьевые товары. Основные виды деривативных финансовых инструментов включают фьючерсы, опционы, свопы и форвардные контракты, фиксирующие определенный валютный курс или процентную ставку. Например, держатель опциона «колл» (или «пут») имеет право – но не обязательство – купить (или продать) определенный финансовый инструмент (допустим, облигацию или акцию) по определенной цене в определенный момент в будущем. Путем комбинирования этих основных инструментов были созданы многочисленные другие виды деривативных финансовых продуктов. Финансовые деривативы помогают функционированию финансовых рынков, поскольку сдерживают резкие колебания цен и способствуют распределению финансовых рисков.

в денежно-кредитной политике в первую очередь сказываются на состоянии денежного рынка (см. Главу 4). Наличие развитого и интегрированного денежного рынка является необходимым условием эффективности денежно-кредитной политики, поскольку в этом случае обеспечивается равномерность распределения ликвидных средств центробанков и единообразие процентных ставок по краткосрочным кредитам на всей территории, где действует единая валюта. В случае с Еврозоной это условие было выполнено практически сразу же, к началу Этапа III в создании ЭВС, когда была успешно проведена интеграция национальных денежных рынков в единый эффективно действующий денежный рынок Еврозоны.

Быстрой интеграции денежного рынка Еврозоны также способствовали успехи в развитии

инфраструктуры платежных систем и, в первую очередь, создание системы

ТАРГЕТ (Общеввропейской оперативной системы клиринговых расчетов в евро), которая обеспечивает бесперебойное функционирование системы взаимозачетов платежей между государствами Еврозоны. Система ТАРГЕТ объединяет в единую сеть оперативные системы клиринговых расчетов в евро при НЦБ и платежный механизм ЕЦБ. Вопросы, касающиеся руководства, управления и контроля за работой системы ТАРГЕТ, относятся к ведению Совета управляющих ЕЦБ.

Денежный рынок Еврозоны характеризуется наличием разнообразных, так называемых, «кассовых» сегментов (где расчеты производятся в наличной валюте). Наиболее важный из них – это рынок «необеспеченных» кредитов. Его основное предназначение – регулировать спрос и предложение

Необеспеченные кредиты на денежном рынке

банков на ликвидные средства, а, следовательно, большинство совершаемых на нем сделок связаны с предоставлением необеспеченных кредитов «овернайт». Состояние денежного рынка необеспеченных кредитов оценивается по двум важным показателям: индексу ЭОНИЯ (индекс средней ставки «овернайт» в евро) и индексу ЮРИБОР (предлагаемая ставка на рынке межбанковских кредитов в евро). Вместе оба эти индекса дают достаточно целостное представление об уровне процентных ставок на кредиты со сроками погашения от одного дня до одного года.

Обеспеченные кредиты на денежном рынке

Среди других важнейших «кассовых» сегментов денежного рынка следует выделить рынок РЕПО и рынок валютных свопов. Эти рынки считаются «обеспеченными», поскольку кредитование осуществляется под залог активов, выступающих в качестве обеспечения. Рынки РЕПО различаются по уровню своего развития в разных странах Еврозоны. Операции РЕПО и валютные свопы, в основном, имеют сроки исполнения до одного месяца.

Финансовые деривативы

Помимо упомянутых выше «кассовых» сегментов, денежный рынок Еврозоны также характеризуется наличием сегментов, на которых обращаются деривативные финансовые инструменты. Рынки процентных свопов и фьючерсные рынки представляют собой наиболее важные сегменты рынка деривативов. Наибольшая активность на этих рынках наблюдается по таким

инструментам, как свопы ЭОНИЯ и фьючерсы ЮРИБОР.

Если сравнить между собой различные сегменты денежного рынка Еврозоны по темпам их развития, то именно рынок необеспеченных кредитов с самого начала характеризовался высоким уровнем активности и большими объемами ликвидных средств. Рынок РЕПО, наоборот, в 1999-2000 годах развивался относительно медленно, но затем сделал стремительный рывок вперед и к 2002 году обогнал рынок необеспеченных кредитов по объемам обращающихся на нем средств. Сделки по предоставлению необеспеченных кредитов в 2002 году составили 37% всего оборота «кассовых» сегментов рынка в Еврозоне, в то время как на долю рынка РЕПО приходилось около 46% оборота. В последние годы рынок РЕПО стал более интегрированным, а динамика показателей свидетельствует о том, что возросла доля трансграничных операций по мере того, как контрагенты стали больше привлекать обеспечение из других государств Еврозоны. Однако, несмотря на достигнутые результаты, ряд технических моментов, таких, как различия в законодательстве, требования к документации, порядке расчетов, а также отсутствие единых правил работы рынков, до настоящего времени препятствовали развитию полноценного единого рынка на всей территории Еврозоны. В сегменте финансовых деривативов наиболее быстрыми темпами с 1999 года развивался рынок свопов ЭОНИЯ. Этот рынок, отличающийся высокой

Особенности развития денежного рынка в период с января 1999 по июнь 2003 года

Таблица 2.5 Стоимость непогашенных деноминированных в евро краткосрочных долговых ценных бумаг, выпущенных резидентами Еврозоны

(по состоянию на конец года; в млрд. евро; (в % от ВВП))						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Всего	475 (11,6)	607 (11,4)	533 (9,1)	578 (9,0)	612 (8,9)	696 (9,9)
КФУ	104 (2,6)	168 (3,2)	165 (2,8)	243 (3,8)	241 (3,5)	281 (4,0)
Корпорации иные, чем кредитно-финансовые	4 (0,1)	10 (0,2)	9 (0,2)	5 (0,1)	3 (0,0)	4 (0,1)
Нефинансовые корпорации	44 (1,1)	34 (0,6)	46 (0,8)	86 (1,3)	96 (1,4)	85 (1,2)
Государственный сектор	322 (7,9)	396 (7,5)	313 (5,3)	244 (3,8)	272 (4,0)	325 (4,6)

Источник: ЕЦБ.

активностью, большими объемами обращающихся на нем денежных средств и ликвидностью, не имеет аналогов за пределами Еврозоны.

Рынки долговых ценных бумаг

Денежный рынок в его широком понимании также включает в себя рынок краткосрочных ценных бумаг. По состоянию на конец 2002 года, стоимость непогашенных деноминированных в евро краткосрочных долговых обязательств, эмитированных резидентами Еврозоны, составила почти 10% ВВП, что чуть ниже соответствующего показателя в 1990 году (см. Таблицу 2.5). За прошедшие 12 лет, однако, изменилось соотношение объемов ценных бумаг, выпущенных различными эмитентами. Если в 1990 году самым крупным эмитентом был государственный сектор (на его долю приходилось 70% всего объема этого рынка), то в 2002 году стоимость непогашенных деноминированных в евро краткосрочных долговых обязательств, выпущенных частным

сектором, и, в первую очередь, КФУ, даже несколько превысила стоимость аналогичных обязательств, выпущенных государственным сектором (53% и 47%, соответственно).

Гораздо большую сумму составляют деноминированные в евро долгосрочные долговые обязательства, выпущенные резидентами Еврозоны. Стоимость непогашенных долговых обязательств, относящихся к этой категории, на конец 2002 года составила около 96% ВВП, по сравнению с 57% на конец 1990 года (см. Таблицу 2.6). По объемам выпущенных долгосрочных долговых обязательств первое место занимает государственный сектор (центральное правительство и другие правительственные структуры). По состоянию на конец 2002 года, стоимость непогашенных деноминированных в евро долгосрочных долговых обязательств, выпущенных госсектором, составляла более 50% всего объема эмиссии таких

Относительно небольшой объем эмиссии деноминированных в евро краткосрочных долговых обязательств...

...по сравнению с долгосрочными долговыми обязательствами

Таблица 2.6 Стоимость непогашенных деноминированных в евро долгосрочных долговых обязательств, выпущенных резидентами Еврозоны

(по состоянию на конец года; в млрд. евро; (в % от ВВП))						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Всего	2307 (56,5)	4129 (77,8)	5088 (86,5)	5903 (91,5)	6410 (93,7)	6751 (95,6)
КФУ	961 (23,5)	1467 (27,6)	1850 (31,4)	2178 (33,7)	2324 (34,0)	2402 (34,0)
Корпорации иные, чем кредитно-финансовые	54 (1,3)	83 (1,6)	121 (2,1)	254 (3,9)	365 (5,3)	472 (6,7)
Нефинансовые корпорации	152 (3,7)	224 (4,2)	221 (3,8)	287 (4,5)	350 (5,1)	380 (5,4)
Государственный сектор	1140 (27,9)	2354 (44,3)	2896 (49,2)	3183 (49,3)	3370 (49,3)	3497 (49,5)

Источник: ЕЦБ.

обязательств. Второе место по совокупной стоимости эмитированных непогашенных обязательств занимает сектор КФУ (36% объема рынка в 2002 году). Стоимость непогашенных деноминированных в евро долгосрочных долговых обязательств, выпущенных корпорациями, не являющимися ни финансовыми, ни кредитно-финансовыми, составляла на конец 2002 года около 13% всего объема рынка. Развитие этого рынка приходится, в основном, на период с начала Этапа III в создании ЭВС и объясняется, в частности, активизацией деятельности корпораций иных, чем кредитно-финансовые. Основные эмитенты из этой группы концентрировались в нескольких странах, где по налоговому законодательству корпорации могут воспользоваться более дешевыми источниками финансирования через «специальные кредитные механизмы» (СКМ), а другие финансовые организации оказывают им содействие в

привлечении капитала с корпоративного рынка облигаций.

Финансирование за счет эмиссии долговых обязательств распространено в Еврозоне меньше, чем в США и Японии. Стоимость непогашенных обязательств в Еврозоне на конец 2002 года составляла 105% ВВП, по сравнению со 154% и 160% ВВП в США и Японии, соответственно (см. Таблицу 2.7). Столь высокий показатель у Японии объясняется, в первую очередь, стремительным ростом объемов государственных долговых обязательств, который происходил на фоне затяжного спада в японской экономике с начала 1990-х годов. Если сравнить объемы долговых обязательств, выпущенных нефинансовым корпоративным сектором, то по состоянию на конец 2002 года стоимость таких непогашенных долговых обязательств в Еврозоне составляла около 7% ВВП, а в США и Японии она доходила до 23% и 18% ВВП, соответственно.

Финансирование за счет эмиссии долговых обязательств не получило такого распространения в Еврозоне, как в США

Таблица 2.7 Стоимость непогашенных долговых обязательств, деноминированных в национальной валюте и выпущенных резидентами Еврозоны, США и Японии по состоянию на конец 2002 года

(в процентном выражении от ВВП)

	Всего	Выпущены финансовыми корпорациями	Выпущены нефинансовыми корпорациями	Выпущены госсектором
Еврозона	105.4	44.7	6.6	54.1
США	153.7	88.1	22.8	42.8
Япония	160.1	27.5	17.9	114.8

Источник: ЕЦБ и БМР.

Отдельные сегменты рынка долговых обязательств в Еврозоне остаются на низком уровне развития

Несмотря на значительный рост рынка долговых обязательств в странах Еврозоны, некоторые его сегменты, такие, как рынки долговых обязательств с низким кредитным рейтингом или без рейтинга, по-прежнему находятся на относительно низком уровне развития. По сравнению с Соединенными Штатами, лишь относительно небольшое число корпораций в 2002 году имели кредитные рейтинги, что ограничивало их доступ на рынок корпоративных облигаций.

Фондовый рынок

Уровень капитализации фондового рынка Еврозоны повышается,...

Переходя к рассмотрению фондового рынка, следует отметить, что показателем уровня его развития принято считать степень капитализации рынка, которая определяется как совокупная стоимость проданных на нем акций в процентном выражении от объемов ВВП. Степень капитализации фондового рынка Еврозоны выросла с 21% ВВП в конце 1990 года до 47% ВВП в конце 2002 года (см. Таблицу 2.8). Однако, как следует из Таблицы 2.8, в конце 2000 года показатель капитализации фондового рынка в Еврозоне доходил до 87%. Столь резкие колебания в показателях

капитализации фондового рынка были вызваны стремительным ростом цен на акции в период до начала 2000 года, после чего они заметно понизились.

По уровню капитализации фондового рынка Еврозона значительно отставала от Соединенных Штатов, и в процентном выражении к объемам ВВП отставание Еврозоны от США по этому показателю увеличилось с 30 процентных пунктов в 1990 году до почти 60 пунктов в 2002 году. В Японии, наоборот, уровень капитализации фондового рынка понизился с 90% ВВП в 1990 году до 58% ВВП в 2002 (что, в основном, отражает значительное понижение цен на акции, которое наблюдалось в этот период времени).

...но он по-прежнему ниже, чем в США

Другой важный показатель роста фондового рынка в Еврозоне – это увеличение числа компаний, акции которых котируются на бирже. Их число выросло с 4276 в конце 1990 года до 6271 в конце 2002 года (см. Таблицу 2.9). Для сравнения, число таких компаний по состоянию на конец 2002 года в США и Японии составляло 6586 и 2153, соответственно.

Число компаний, зарегистрированных на биржах Еврозоны, увеличивается

Таблица 2.8 Уровень капитализации фондового рынка в Еврозоне, США и Японии

(по состоянию на конец года, в процентах от ВВП)						
	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Еврозона	21	28	76	87	72	47
США	53	92	141	153	136	104
Япония	90	73	54	67	56	58

Источник: Всемирная федерация бирж.

Интеграция фондовых рынков Еврозоны

После введения евро неоднократно предпринимались попытки создания биржевых альянсов или интеграции деятельности фондовых бирж отдельных стран Еврозоны. Участники фондового рынка также все больше принимают в расчет экономические факторы, которые определяют общее состояние экономики всей Еврозоны в целом. Одним из очевидных признаков растущей интеграции фондовых рынков Еврозоны служит тот факт, что все большее внимание уделяется общеевропейским индексам фондового рынка, таким как индекс Доу Джонса ЕВРО СТОКС.

2.7 ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ

Кредитные и другие кредитно-финансовые учреждения (КФУ)

Главными финансовыми посредниками в Еврозоне являются кредитные учреждения.

банковской деятельности⁶. Такие учреждения должны соблюдать единые общеевропейские стандарты в области банковского надзора. Кредитные учреждения являются контрагентами центробанков при проведении последними операций в рамках денежно-кредитной политики (см. Главу 4). Поскольку кредитные учреждения занимаются кредитованием домашних хозяйств и фирм, в том числе, за счет средств, получаемых в виде кредитов от центральных банков, они имеют важнейшее значение для передачи сигналов, которые посылает центробанк через свою денежно-кредитную политику всем экономическим субъектам (см. Главу 3). Выражение «кредитно-финансовое учреждение» появилось в связи с тем, что все большее число учреждений, не являющихся кредитными организациями, – в частности, фонды денежного рынка⁷, – стали выполнять функции и предлагать финансовые продукты, которые традиционно считались прерогативой банков.

Определение кредитных учреждений и КФУ

Определение кредитных учреждений приводится в двух Директивах о координации

⁶ Выражение «кредитное учреждение» применяется в отношении любых учреждений, подпадающих под определение в Статье 1(1) Директивы 2000/12/ЕС Европейского парламента и Совета от 20 марта 2000 года в отношении начала и ведения коммерческой деятельности кредитными учреждениями, с учетом поправок, содержащихся в Директиве 2000/28/ЕС Европейского парламента и Совета от 18 сентября 2000 года. Согласно определению, кредитным учреждением считается «любое коммерческое предприятие, коммерческая деятельность которого связана с приемом депозитов и других подлежащих возврату средств от населения и выдачей кредитов из своих собственных средств». См. Глоссарий.

⁷ Фондами денежного рынка считаются коллективные инвестиционные предприятия, доли в которых, с точки зрения ликвидности, являются близкими аналогами депозитов и которые в основном инвестируют средства в инструменты денежного рынка и/или в другие переводные долговые инструменты с остаточным сроком обращения до одного года включительно, и/или в банковские депозиты, приближающиеся по показателям доходности к процентным ставкам инструментов денежного рынка.

Таблица 2.9 Отечественные и иностранные компании, зарегистрированные на фондовых биржах в Еврозоне, США и Японии

(данные по состоянию на конец года)

	1990	1995	1998	2000	2001	2002
Еврозона	4276	5106	4546	5516	6357	6271
США	6765	8160	8449	7851	7069	6586
Япония	1752	1791	1890	2096	2141	2153

Источник: Всемирная федерация бирж.

В результате консолидации КФУ их число уменьшилось

В конце 2002 года кредитные учреждения составляли 81% всех КФУ Еврозоны (см. Таблицу 2.10). Второй по величине группой КФУ были фонды денежного рынка. Всего в Еврозоне по состоянию на конец 2002 года насчитывалось 8544 КФУ. Сюда же входит и огромное количество сберегательных и кооперативных банков, действующих зачастую только на местном уровне, а также специализированные кредитные учреждения, имеющиеся в нескольких странах. С 1998 по 2002 год число КФУ заметно сократилось, что отражает продолжавшийся процесс консолидации в банковском секторе европейских стран. Тенденция к консолидации, которая наблюдалась в секторе кредитных учреждений, возникла как реакция данного сектора на изменения в рыночной конъюнктуре, вызванные целым рядом факторов, таких, как технический прогресс, ослабление регулирования, либерализация и глобализация. Введение евро, по видимому, также способствовало этим изменениям за счет обеспечения большей прозрачности в отношениях между государствами.

Сводный и консолидированный балансы КФУ

ЕЦБ и НЦБ получают от действующих в Еврозоне КФУ ежемесячные и ежеквартальные

статистические отчеты и на их основе составляют сводный и консолидированный балансы КФУ для всей Еврозоны. Сводный баланс сектора КФУ – эта сумма составленных по единому стандарту балансов всех КФУ, являющихся резидентами Еврозоны. В сводном балансе содержатся данные о валовых позициях по сделкам между КФУ. В нем также приводится информация о трансграничных операциях между КФУ, причем как внутри Еврозоны, так и за ее пределами. На основании этой информации можно судить о степени интеграции финансовых систем и уровне развития рынка межбанковского кредита. Консолидированный баланс сектора КФУ рассчитывается путем сальдирования позиций КФУ Еврозоны, указанных в сводном балансе. Консолидированный баланс служит основой для регулярного анализа новых тенденций на валютных и кредитных рынках в Еврозоне, включая также финансовые агрегаты (см. Справочный бокс 2.3).

На схеме 2.7 показано, из каких позиций складывался консолидированный баланс КФУ Еврозоны (включая Евросистему) по состоянию на конец 2002 года. На долю депозитов приходилось

Наиболее важное место в балансе КФУ занимают депозиты и ссуды

Таблица 2.10 Кредитно-финансовые учреждения Еврозоны

(данные по состоянию на конец года)

	1998	2000	2001	2002
Кредитные учреждения	8320	7464	7218	6906
Фонды денежного рынка	1516	1604	1631	1620
Центральные банки и другие учреждения	20	20	19	18
Всего КФУ	9856	9088	8868	8544

Источник: ЕЦБ.

45% общего объема обязательств, в то время как другие важные позиции по обязательствам включали внешние обязательства и долговые ценные бумаги, доли которых от общего объема обязательств КФУ составляли 19% и 13%, соответственно. Самую большую долю от общего объема активов составляли ссуды (по состоянию на конец 2002 года их доля равнялась 56%). Доля внешних активов составляла 20% от общего объема активов КФУ, в то время как предоставление ссуд через покупку долговых обязательств, акций и других долевого инструментов – всего лишь 15%.

Банковские депозиты в странах Еврозоны составляли на конец 2002 года 81% ВВП (см. Таблицу 2.12). Этот показатель был выше, чем у США (44% ВВП), но ниже, чем у Японии (119% ВВП). В то же время совокупный объем банковских ссуд в странах Еврозоны составлял 108% ВВП, а в США и Японии этот показатель был на уровне 51% и 101%, соответственно.

Приведенная выше статистика показывает, насколько важную роль в странах Еврозоны, в особенности, по сравнению с США, играют в качестве финансовых посредников банки.

**Объемы
банковских
депозитов и
ссуд в Еврозоне,
США и Японии**

Справочный бокс 2.3 Финансовые агрегаты

Отправной точкой при определении финансовых агрегатов Еврозоны служит консолидированный баланс сектора КФУ. Вообще, правильность определения финансового агрегата во многом зависит от того, для чего он предназначен. Учитывая то обстоятельство, что многие финансовые активы имеют свои аналоги в виде других активов, а также, что финансовые активы, операции и платежные средства с течением времени меняют свой характер и свойства, возникают определенные трудности при определении самого понятия «деньги» и отнесении различных видов финансовых активов к определенным категориям денежных средств. По этой причине центральные банки обычно различают несколько типов финансовых агрегатов и следят за происходящими внутри них изменениями.

ЕЦБ определяет финансовые агрегаты для Еврозоны на основе согласованных определений сектора, осуществляющего эмиссию денег; сектора, владеющего денежными средствами; а также согласованных категорий обязательств КФУ. Сектор, осуществляющий эмиссию денег, состоит из КФУ, которые являются

Таблица 2.11 Определения финансовых агрегатов Еврозоны

Обязательства ¹⁾	M1	M2	M3
Валюта в обращении	x	x	x
Депозиты «овернайт»	x	x	x
Срочные депозиты со сроками возврата до двух лет		x	x
Депозиты, возвращаемые с уведомлением менее, чем за 3 месяца		x	x
Соглашения РЕПО			x
Акции/доли в фондах денежного рынка			x
Долговые ценные бумаги со сроком погашения до 2 лет			x

Источник: ЕЦБ.

1) Денежные обязательства КФУ и центрального правительства (почтовые банки, казначейство) в отношении клиентов-резидентов Еврозоны иных, чем КФУ, за исключением центрального правительства.

резидентами Еврозоны. Сектор, владеющий денежными средствами, включает в себя все организации-резиденты Еврозоны иные, чем КФУ, но при этом не включает сектор центрального правительства. Хотя сектор центрального правительства не входит в состав сектора, осуществляющего эмиссию денег, его обязательства в части, касающейся денежно-кредитных отношений (например, депозиты, которые хранят домашние хозяйства на счетах в почтовых банках), проходят отдельной строкой в определении финансовых агрегатов, поскольку обладают высокой ликвидностью.¹

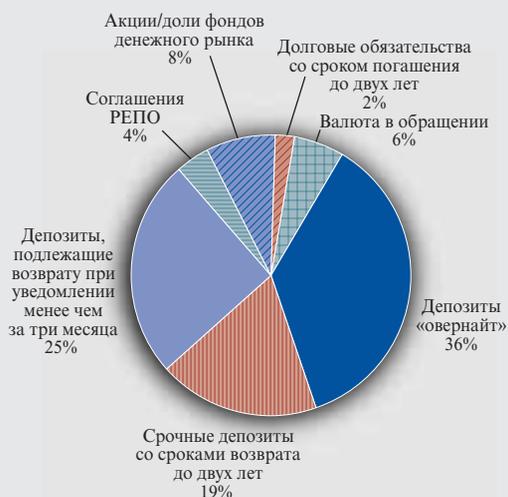
Исходя из концептуальных соображений и данных технико-экономических исследований, а также международных стандартов, Евросистема выделяет агрегат M1 (деньги в «узком смысле»), агрегат M2 («промежуточный») и агрегат M3 (деньги в «широком смысле»). Агрегаты различаются между собой по степени ликвидности относящихся к ним активов (которая оценивается на основе таких критериев, как возможность передачи другому лицу, конвертируемость, предсказуемость цены и возможность реализации на рынке). В Таблице 2.11 приводятся определения финансовых агрегатов для Еврозоны.

Финансовый агрегат M1 включает валюту (т.е. банкноты и монеты) и депозиты «овернайт». Эти депозиты могут быть в любой момент конвертированы в наличные деньги или использованы для безналичных расчетов.

Финансовый агрегат M2 включает M1 и, кроме того, срочные депозиты со сроками возврата до двух лет включительно или депозиты до востребования с уведомлением до трех месяцев включительно. Эти депозиты могут быть конвертированы в компоненты агрегата M1 (деньги в «узком смысле»), но с некоторыми ограничениями, такими, как необходимость предварительного уведомления, пени и сборы.

¹ Депозиты, которые держит центральное правительство на счетах в секторе КФУ, не включаются в финансовые агрегаты, поскольку центральное правительство не считается относящимся к сектору, владеющему денежными средствами, ибо отсутствует прямая связь между принадлежащими правительству средствами на банковских счетах и планами правительственных расходов.

Схема 2.6 Соотношение долей различных компонентов М3 на конец 2002 года



Источник: ЕЦБ.

Финансовый агрегат М3 включает М2 и некоторые другие обращающиеся на рынке инструменты, которые выпускают организации-резиденты, относящиеся к сектору КФУ Еврозоны. К таким обращающимся на рынке инструментам относятся соглашения РЕПО, акции/доли в фондах денежного рынка, а также долговые обязательства со сроком погашения до двух лет включительно (в том числе, ценные бумаги денежного рынка). С учетом высокой степени ликвидности и предсказуемости цен на эти инструменты, они являются близкими аналогами депозитов. В результате включения этих инструментов в М3, «деньги в широком смысле» в меньшей степени подвержены влиянию последствий использования альтернативных классов ликвидных активов и отличаются большей стабильностью по сравнению с М1 и М2 (см. также Главу 3).

Средства, вложенные резидентами Еврозоны в ликвидные активы в иностранной валюте, могут считаться близкими аналогами активов в евро. Поэтому финансовые агрегаты включают такие активы, если они хранятся на счетах КФУ, расположенных на территории Еврозоны.

Поскольку, согласно принятому в ЕЦБ определению финансовых агрегатов, включаемые в них средства ограничиваются обязательствами действующих на территории Еврозоны КФУ по отношению к резидентам Еврозоны, активы иностранных резидентов, такие, как i) краткосрочные депозиты на счетах КФУ Еврозоны, ii) акции/паевые доли фондов денежного рынка, находящихся на территории Еврозоны, а также iii) долговые обязательства со сроком погашения до двух лет включительно, выпущенные действующими на территории Еврозоны КФУ, в состав финансовых агрегатов не включаются. Вся находящаяся в обращении валюта включается в финансовые агрегаты, не зависимо от того, находится она на руках у резидентов или нерезидентов Еврозоны, поскольку

определить, сколько находится у нерезидентов банкнот и монет в тот или иной момент, не представляется возможным.

На Схеме 2.6 показано, как соотносились между собой доли различных компонентов МЗ в декабре 2002 года. Наибольшую долю составляли депозиты «овернайт» – 36% от МЗ. Доля подлежащих возврату депозитов с уведомлением до трех месяцев включительно составляла 25%, а доля срочных депозитов со сроком возврата до двух лет включительно – 19%. «Удельный вес» акций/долей фондов денежного рынка в составе МЗ равнялся 8%, а валюты в обращении – всего 6%. И, наконец, доли соглашений РЕПО и долговых ценных бумаг с изначальным сроком погашения до двух лет включительно не превышали 4% и 2% объема МЗ, соответственно.

И в странах Еврозоны, и в США объемы банковских ссуд нефинансовым корпорациям составляли в конце 2002 года около 40% ВВП. В отличие от Еврозоны и США, в Японии этот показатель в конце 2002 года доходил до 64% ВВП. Столь заметная разница в показателях отражает важное значение рынков капитала в качестве источников финансирования корпоративного сектора в странах Еврозоны и США,

в отличие от Японии, где нефинансовый корпоративный сектор в качестве источника финансирования чаще использует обычный банковский кредит.

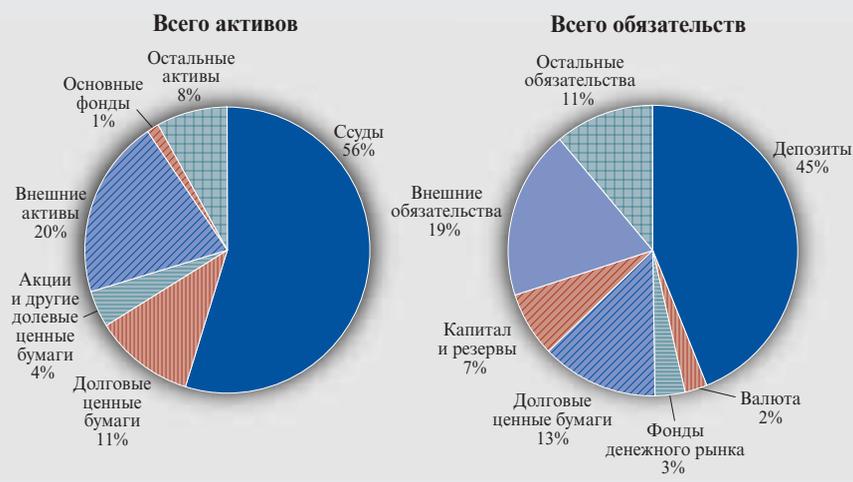
Другие финансовые посредники

Косвенным образом финансирование домашних хозяйств и частного сектора осуществляется не только по линии КФУ, но и по линии других финансовых посредников, таких,

Роль других финансовых посредников по-прежнему невелика

Схема 2.7 Консолидированный баланс КФУ Еврозоны (включая Евросистему) по состоянию на конец 2002 года

(доли в процентах в общем балансе)



Источник: ЕЦБ.

как страховые компании и пенсионные фонды, вспомогательные финансовые механизмы, паевые инвестиционные фонды, дилерские конторы, предлагающие к продаже ценные бумаги и деривативные продукты, а также финансовые корпорации, занимающиеся кредитованием. Одно из главных отличий данной группы финансовых посредников от кредитных учреждений заключается в том, что в их балансах отсутствуют обязательства по депозитам. По имеющимся оценкам, в 90-е годы эта группа

финансовых посредников заметно активизировалась, но, по сравнению с КФУ, их роль по-прежнему остается незначительной. В конце 2002 года стоимость совокупных активов страховых компаний, паевых инвестиционных и пенсионных фондов оценивалась в сумму, равную 90% ВВП, в то время как активы КФУ составляли 267% объема ВВП. Тем не менее, совокупная стоимость активов этой группы финансовых посредников в странах Еврорезоны существенно выросла, в особенности, по сравнению с концом 1990-х годов.

Таблица 2.12 Банковские депозиты и ссуды в странах Еврорезоны, США и Японии по состоянию на конец 2002 года

(в процентах от ВВП)

	Банковские депозиты	Банковские ссуды	Банковские ссуды нефинансовым корпорациям
Еврорезона	81.3	107.9	42.1
США	44.0	51.2	39.3
Япония	118.8	101.0	63.9

Источники: ЕЦБ, Федеральная резервная система и Банк Японии.

3 СТРАТЕГИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЕВРОПЕЙСКОГО ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА

В данной главе рассматривается стратегия Европейского центрального банка (ЕЦБ) в сфере денежно-кредитной политики, т. е. общий подход ЕЦБ к решению своей главной задачи по поддержанию ценовой стабильности. В первом разделе объясняется, почему эту задачу следует решать с помощью денежно-кредитной политики. Во втором разделе перечислены основные особенности передаточного механизма денежно-кредитной политики (т.е. каким образом денежно-кредитная политика влияет на изменения цен) и показано, как эти особенности влияют на проведение денежно-кредитной политики. В заключительных разделах более подробно рассматриваются основные элементы стратегии ЕЦБ.

3.1 РОЛЬ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ПРЕИМУЩЕСТВА ЦЕНОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Что может и чего не может денежно-кредитная политика

Влияние денежно-кредитной политики на экономику можно охарактеризовать следующим образом: центральный банк – единственный эмитент банкнот и единственный источник банковских резервов, т.е. он обладает монополией на пополнение денежной базы. Благодаря этой монополии, центральный банк может влиять на конъюнктуру денежного рынка и регулировать краткосрочные процентные ставки.

В краткосрочной перспективе, когда своими действиями центральный банк вызывает изменения процентных ставок денежного рынка, включаются соответствующие механизмы и начинают реагировать экономические субъекты, что, в конечном итоге, оказывает влияние на динамику таких экономических показателей, как объем производства

и цены. Этот процесс, известный также как «передаточный механизм денежно-кредитной политики», представляет собой сложное явление, и, хотя порядок работы этого механизма в общих чертах понятен, некоего единого понимания всех его аспектов не существует.

Однако среди экономистов бытует мнение, что в долгосрочной перспективе, т.е. после того, как экономика полностью перенастроилась на новый ритм, изменение количества денег в экономике (при прочих равных условиях) проявится в изменении общего уровня цен, но не вызовет постоянных изменений таких реальных показателей, как реальный объем производства или уровень безработицы. Изменение объема денежных средств в обращении в конечном итоге представляет собой изменение единицы измерения (а, следовательно, общего уровня цен), которое никак не влияет на все остальные показатели, по аналогии с тем, как при изменении меры длины (допустим, если расстояние

Путем регулирования притока денег...

...центральный банк может влиять на происходящие в экономике процессы

В долгосрочной перспективе изменения объема денежной массы повлияют на общий уровень цен,...

измерять не в километрах, а в милях) само расстояние не меняется.

... но не на
уровень
реальных
доходов
населения или
занятость

Этот общий принцип, известный как «нейтральность денег в долгосрочной перспективе», лежит в основе всех общепринятых макроэкономических теорий и концепций. Уровень реальных доходов и уровень занятости в стране в долгосрочной перспективе в основном определяются реальными факторами (т.е. факторами предложения). К ним относятся технический прогресс, рост численности населения, предпочтения экономических субъектов, а также нормативная база экономики во всех ее аспектах (в частности, права собственности, налоговая политика, политика в области социального обеспечения и другие меры нормативно-правового регулирования, которые определяют степень свободы рынка и стимулируют предложение рабочей силы и капитала, а также инвестиции в человеческий капитал).

В конечном
счете, инфляция
– монетарный
феномен

В долгосрочной перспективе центральный банк не может влиять на темпы экономического роста путем изменения объема денежной массы. Из этого следует, что в конечном итоге инфляция представляет собой явление монетарного характера. Более того, сохранение высокого уровня инфляции в течение продолжительного времени обычно сопровождается стремительным наращиванием денежной массы. Хотя в краткосрочной перспективе на динамику цен могут оказывать влияние другие факторы (такие, как изменения совокупного спроса,

технический прогресс или резкое повышение цен на сырьевые товары), со временем их воздействие можно нейтрализовать с помощью регулирования объемов денежной массы. С этой точки зрения, центральный банк в состоянии контролировать более долгосрочные тенденции в области цен и инфляции.

Наличие тесной связи между ростом денежной массы и инфляцией в экономике, равно как и нейтральность денежно-кредитной политики в долгосрочной перспективе подтверждаются результатами многочисленных исследований, которые охватывают разные периоды экономического развития в разных странах. В то же время, и практические, и теоретические исследования подтверждают, что инфляция (равно как и дефляция) оборачивается огромными потерями. Все большее число стран сегодня признают тот факт, что ценовая стабильность способствует повышению экономического благосостояния и росту экономики.

Ценовая
стабильность
создает более
благоприятные
условия для
экономического
роста

Преимущества ценовой стабильности

Цель обеспечения ценовой стабильности связана с поддержанием общего уровня цен в экономике и недопущением как затяжной инфляции, так и затяжной дефляции. Ценовая стабильность способствует росту экономической активности и занятости несколькими путями.

Ценовая
стабильность
способствует
повышению
уровня жизни
населения за
счет...

Во-первых, ценовая стабильность позволяет населению лучше видеть изменения относительных цен, поскольку они «не растворяются» на фоне колебаний общего уровня

...большей
транспарентнос-
ти
относительных
цен,...

цен. В результате фирмы и потребители не будут смешивать изменения общих и относительных цен и смогут более осознанно принимать решения по вопросам потребления и вложения средств. В свою очередь, это позволит рынку обеспечивать более эффективное распределение ресурсов. Помогая рынку направлять ресурсы туда, где они будут использоваться с наибольшей отдачей, ценовая стабильность способствует повышению благосостояния домашних хозяйств, а, следовательно, развитию производственного потенциала всей экономики.

...уменьшения доли «премии за инфляционный риск» в составе процентных ставок,...

Во-вторых, когда кредитор уверен, что цены будут оставаться стабильными, он не будет требовать от заемщика «премию за инфляционный риск» в качестве вознаграждения за риск, который несет такой кредитор как держатель активов с номинальной стоимостью в течение длительного времени. За счет уменьшения доли премии за риск в составе действующих процентных ставок денежно-кредитная политика своим авторитетом способствует более эффективному распределению ресурсов на рынках капитала и таким образом создает дополнительные стимулы для инвестирования. Это, в свою очередь, способствует росту экономического благосостояния.

...устранения необходимости ненужного хеджирования, ...

В-третьих, последовательное поддержание ценовой стабильности уменьшает также вероятность того, что частные лица и фирмы будут изымать средства из производственной сферы, чтобы застраховать себя от инфляции.

Например, при высоком уровне инфляции имеет смысл накапливать товарно-материальные запасы, которые в таких условиях лучше сохраняют стоимость, чем наличные деньги или некоторые виды финансовых активов. Однако вкладывание денег в товарные запасы представляет собой далеко не самый эффективный способ инвестирования средств, а это означает, что он ведет к сдерживанию экономического роста.

В-четвертых, системы налогообложения и социального обеспечения могут создавать ложные стимулы, которые приводят к перекосам в поведении экономических субъектов. В большинстве случаев под воздействием инфляции или дефляции эти перекосы становятся еще больше, поскольку фискальная система обычно не предусматривает индексирования налоговых ставок и отчислений в фонды социального страхования до уровня инфляции. Ценовая стабильность позволяет избежать реальных потерь, возникающих в тех случаях, когда инфляция усиливает искажающий эффект системы налогообложения и социального страхования.

...снижения искажающего эффекта, который создают налоговые системы и системы социального страхования,...

В-пятых, инфляция выступает в роли своеобразного налога на наличные сбережения. В результате падает спрос домашних хозяйств на наличные средства, и повышаются транзакционные издержки (связанные, например, с поиском банка, который предлагает наиболее выгодные условия).

...обеспечения больших выгод для держателей наличных средств...

...и предотвращения произвольного перераспределения накопленного богатства и доходов

В-шестых, поддержание ценовой стабильности исключает возможность произвольного перераспределения значительного объема материальных/денежных активов и доходов, которое имеет место в условиях инфляции и дефляции, когда динамика цен меняется совершенно непредсказуемым образом (например, последствия перераспределения капитала или активов от кредиторов дебиторам). Как правило, от инфляции больше всего страдают самые незащищенные слои общества, ибо их возможности оградить себя от последствий инфляции крайне ограничены. Поддержание устойчивых цен способствует, таким образом, предотвращению расслоения общества и социальных катаклизмов. В XX веке не раз возникали ситуации, когда высокий уровень инфляции или дефляции приводил к социально-политической нестабильности.

Обеспечивая ценовую стабильность, центральный банк помогает решать более крупные экономические задачи

Все приведенные выше доводы указывают на то, что центральный банк, если он обеспечивает ценовую стабильность, тем самым в значительной мере способствует решению более широких экономических задач, таких, как повышение уровня жизни, рост экономической активности и создание новых рабочих мест. Данный вывод подтверждается результатами экономического анализа (на примере многих стран в разное время и с использованием разных методик), который показывает, что в долгосрочной перспективе для стран с низким уровнем инфляции, как правило, характерны более высокие темпы реального экономического роста.

Распределение целей и задач в соответствии с Договором

Перечисленные выше основополагающие общие принципы нашли свое отражение в закреплённом в Договоре порядке распределения целей и задач между различными руководящими органами. Главная задача Евросистемы и единой денежно-кредитной политики, за которую она отвечает, определяется в Договоре как поддержание ценовой стабильности. Кроме того, «без ущерба для выполнения задачи по обеспечению ценовой стабильности» Евросистема «оказывает поддержку проведению в Сообществе общей экономической политики в интересах содействия достижению Сообществом его целей», в том числе по обеспечению «высокого уровня занятости» и «устойчивого неинфляционного роста» (см. Главу 1).

Положения Договора отражают эти общие принципы,...

Договор придает первостепенное значение поддержанию Евросистемой ценовой стабильности по вполне обоснованным с экономической точки зрения причинам. Поскольку денежно-кредитная политика может лишь воздействовать на уровень цен в экономике, ее единственной и естественной задачей является поддержание ценовой стабильности. Пытаться решать с помощью денежно-кредитной политики другие задачи – по повышению уровня реальных доходов или занятости – было бы проблематично, ибо, помимо позитивного воздействия на ценовую стабильность, денежно-кредитная политика не располагает возможностями, чтобы в течение длительного времени влиять на

...поскольку в качестве главной задачи денежно-кредитной политики они определяют поддержание ценовой стабильности

реальные экономические показатели. Задачами стимулирования экономического роста призваны заниматься другие экономические субъекты, в частности, те, кто отвечает за проведение фискальной и структурной политики. Установленная Договором четкая иерархия целей Евросистемы отражает накопленный десятилетиями практический опыт и результаты целого ряда экономических исследований, которые указывают на то, что наиболее эффективным образом денежно-кредитная политика способствует улучшению перспектив развития экономики и повышению уровня жизни населения за счет поддержания ценовой стабильности на долгосрочной основе.

Вместе с тем, при выполнении своей главной задачи Евросистема не может не учитывать более широкие экономические задачи Сообщества

Вместе с тем, установленное Договором распределение целей и задач предполагает, что в ходе практического осуществления решений в области денежно-кредитной политики, направленных на поддержание ценовой стабильности, и без ущерба для выполнения этой задачи, Евросистема должна также учитывать более широкие экономические задачи Сообщества. В частности, поскольку денежно-кредитная политика может в краткосрочной перспективе негативно повлиять на уровень реальной экономической активности, ЕЦБ, как правило, необходимо следить за тем, чтобы своими действиями не вызвать резких колебаний объема производства и уровня занятости, при условии, что это соответствует его главной задаче.

3.2 ПЕРЕДАТОЧНЫЙ МЕХАНИЗМ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Поскольку Совет управляющих ЕЦБ отвечает за принятие решений по вопросам денежно-кредитной политики для поддержания ценовой стабильности, крайне важно, чтобы ЕЦБ правильно представлял себе, каким образом денежно-кредитная политика влияет на изменения цен. Процесс, при помощи которого решения по вопросам денежно-кредитной политики оказывают практическое воздействие на экономику, в целом, и уровень цен, в частности, называется передаточным механизмом денежно-кредитной политики. Отдельные звенья, по которым (как правило) передаются «импульсы» денежно-кредитной политики, получили название каналов передаточного механизма.

Передаточный механизм и его каналы

Каналы передаточного механизма денежно-кредитной политики

Основные каналы передаточного механизма денежно-кредитной политики в упрощенной и схематичной форме показаны на Схеме 3.1, в ее левой части.

Передаточный механизм...

Длинная цепочка причинно-следственных связей, которая выстраивается между решениями в сфере денежно-кредитной политики и ценами, начинается с изменения официальных процентных ставок, устанавливаемых центральным банком для собственных операций. При проведении таких операций центральный банк, как правило, предоставляет средства банкам (см. Главу 4, в которой содержится подробное описание инструментов денежно-кредитной политики Евросистемы). Банковская система

...включается тогда, когда изменяются официальные процентные ставки,...

нуждается в денежных средствах, эмитируемых центральным банком («денежной базе»), для того, чтобы удовлетворять потребности населения в наличных средствах, производить межбанковские расчеты и выполнять требования, касающиеся хранения банками минимальных резервов на счетах в центральном банке. Коль скоро центральный банк обладает монопольным правом формировать денежную базу, он может устанавливать для своих операций такие процентные ставки, какие он считает нужным. Поскольку своими решениями центральный банк влияет на стоимость ликвидных средств для банковской системы, банкам приходится перекладывать эти издержки на клиентов путем повышения процентных ставок на выдаваемые им кредиты.

ставки по финансовым инструментам с длительными сроками погашения (например, на доходность государственных облигаций со сроком погашения 10 лет или на банковские ставки по долгосрочным кредитам) изменения процентных ставок денежного рынка не оказывают. Эти ставки в значительной мере определяются рыночными ожиданиями в отношении долгосрочных темпов роста и инфляционных тенденций в экономике. Иными словами, изменения официальных ставок центрального банка обычно не влияют на ставки по долгосрочным кредитам, если только при помощи новых официальных ставок сам центральный банк не пытался изменить рыночные ожидания в отношении долгосрочных тенденций экономического развития.

Поскольку денежно-кредитная политика влияет не только на конъюнктуру финансового рынка, но и на рыночные ожидания, она также может оказывать влияние на другие финансовые показатели, такие, как цены на активы (например, биржевые котировки) и валютные курсы.

Изменения процентных ставок и цен на финансовые активы, в свою очередь, влияют на поведение домашних хозяйств и фирм в плане накопления или расходования имеющихся у них средств, или вложения их в финансовые активы. Например, при сохранении высоких процентных ставок домашним хозяйствам и фирмам, при прочих равных условиях, становится не выгодно брать кредиты для потребления товаров и услуг или

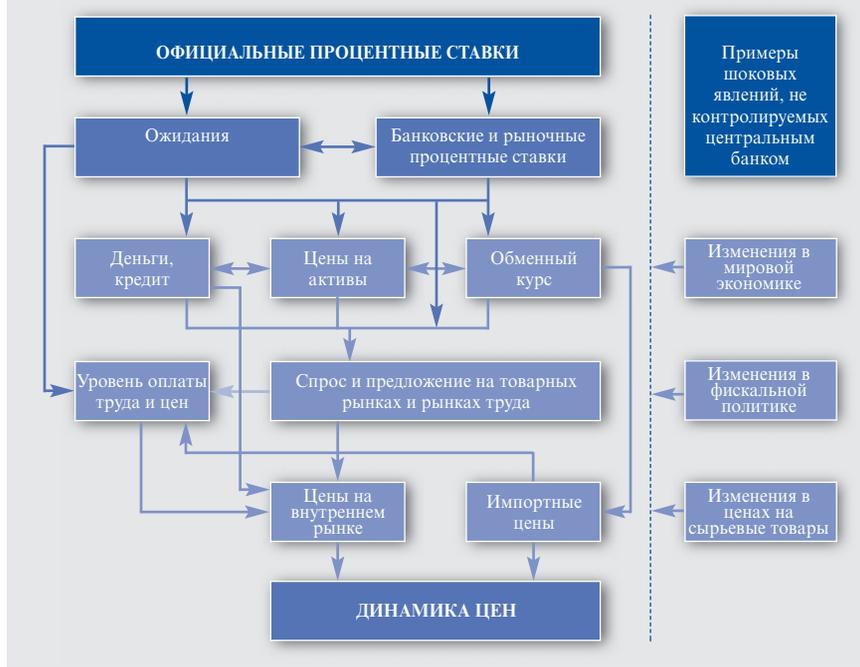
...это влияет на уровень процентных ставок на денежном рынке,...

Благодаря существованию этого механизма центральный банк может, по существу, «определять погоду» на денежном рынке, а, следовательно, регулировать действующие на нем процентные ставки. Изменения ставок денежного рынка, в свою очередь, влияют на другие процентные ставки, хотя и в разной степени. Например, изменения ставок денежного рынка влияют на процентные ставки банков по краткосрочным кредитам и депозитам. Кроме того, ожидания изменений официальных процентных ставок в будущем влияют на рыночные процентные ставки по более долгосрочным кредитам, поскольку в них как бы «заложены» ожидания будущих изменений процентных ставок по краткосрочным кредитам. Однако прямого влияния на процентные

...на стоимость активов, ...

...а также кредиты, сбережения и решения о том, во что лучше вложить деньги

Схема 3. | Как работает передаточный механизм – от процентных ставок к ценам



финансирования инвестиций. При сохранении высоких процентных ставок домашним хозяйствам выгоднее не тратить, а накапливать текущие доходы на сберегательных счетах, поскольку сбережения начинают приносить более высокие доходы. Кроме того, изменение официальной процентной ставки может также повлиять на предложение кредита. Например, после повышения процентных ставок вероятность того, что некоторые заемщики не смогут гарантировать возврат кредитов, может возрасти настолько, что банки больше не будут выдавать кредиты таким заемщикам. В результате такие заемщики – домашние хозяйства или фирмы – будут вынуждены отложить свои планы в отношении потребления новых товаров и услуг или вложения средств до лучших времен.

Наконец, колебания цен на активы могут косвенным образом – через доходы и стоимость накопленного богатства – влиять на уровень потребления и инвестиций. Например, при повышении стоимости акций на фондовом рынке домашние хозяйства, которые вложили свои деньги в акции, становятся богаче и могут увеличить объемы потребления. И, наоборот, при понижении стоимости акций домашние хозяйства вполне могут сократить потребление. Кроме того, цены на активы могут влиять на уровень совокупного спроса через стоимость залога, благодаря которому заемщики могут получать более крупные кредиты и/или сокращать сумму премии за риск, которую требуют с них кредиторы и банки. Решение о выдаче кредита зачастую во многом определяется

стоимостью залога. При снижении стоимости залога кредит дорожает, а иногда вообще становится недоступен, что ведет к сокращению объема потребления.

Это ведет к изменению совокупного спроса и цен

В результате изменения объема потребления и инвестиций меняется уровень внутреннего спроса на товары и услуги по отношению к внутреннему предложению. Если спрос превышает предложение, то в этом случае, при прочих равных условиях, цены могут пойти вверх. Более того, изменение уровня совокупного спроса может привести к ужесточению или смягчению условий на рынках труда и промежуточной продукции, что, в свою очередь, может повлиять на уровень заработной платы и цен на этих рынках.

Как изменения валютного курса влияют на цены

Колебания валютного курса обычно влияют на уровень инфляции тремя путями. Во-первых, колебания валютного курса могут непосредственно влиять на цены импортных товаров на внутреннем рынке. При повышении валютного курса цены на импортные товары обычно падают, что непосредственным образом способствует понижению уровня инфляции при условии, что эти товары используются исключительно для потребления. Во-вторых, если такие импортные товары используются в процессе производства в качестве комплектующих или сырья, то снижение на них закупочных цен может со временем привести к снижению цен на готовую продукцию. В-третьих, последствия колебаний валютного курса могут также проявляться через влияние на конкурентоспособность товаров

отечественного производства на мировом рынке. Если в результате повышения валютного курса товары отечественного производства становятся менее конкурентоспособными с учетом уровня цен на мировом рынке, то это, как правило, ведет к снижению на них внешнего спроса и, соответственно, общего уровня спроса в масштабах всей экономики. При всех прочих равных условиях, повышение валютного курса способствует, таким образом, сдерживанию инфляционных тенденций. Насколько сильно колебания валютного курса будут влиять на уровень цен, зависит от степени открытости экономики для международной торговли. Для крупных и относительно закрытых валютных зон, таких как Еврозона, последствия колебаний валютного курса имеют, как правило, меньшее значение, чем для небольшой страны с открытой экономикой. Очевидно, что цены на финансовые активы определяются не только денежно-кредитной политикой, но и многими другими факторами, причем эти же факторы зачастую определяют и изменения самого валютного курса.

Другие пути, с помощью которых денежно-кредитная политика может влиять на динамику цен, связаны, главным образом, с регулированием долгосрочных инфляционных ожиданий частного сектора. Если действия центрального банка по осуществлению своих целей пользуются высокой степенью доверия населения, то в этом случае денежно-кредитная политика может стать мощным инструментом, способным оказывать

Фиксирование инфляционных ожиданий

непосредственное влияние на динамику цен, ориентируя ожидания экономических субъектов на определенный уровень инфляции в будущем и влияя, таким образом, на уровень заработной платы и цен. В этом смысле уверенность в способности центрального банка обеспечивать поддержание ценовой стабильности на продолжительной основе имеет решающее значение. Только при наличии у экономических субъектов уверенности в том, что центральный банк может и намерен поддерживать ценовую стабильность, рост инфляционных ожиданий будет жестко ограничиваться стабильными ценами. В свою очередь, это будет влиять на уровень заработной платы и цен в экономике, ибо в условиях ценовой стабильности экономическим субъектам нет необходимости повышать цены и ставки заработной платы, чтобы таким образом застраховать себя от возможного роста инфляции. С этой точки зрения, доверие к центробанку создает благоприятные условия для выполнения целей денежно-кредитной политики.

Для передаточного процесса характерны задержки, которые могут быть продолжительными, не ограничены по срокам и плохо поддаются прогнозированию

Рассмотренный выше динамичный процесс происходит с участием целого ряда различных механизмов и экономических субъектов, совершающих определенные действия на разных его этапах. В результате, с момента принятия решения в рамках денежно-кредитной политики и до того момента, когда начинают проявляться последствия этого решения в поведении цен, обычно проходит достаточно продолжительный отрезок времени.

Кроме того, эти последствия могут проявляться с различной силой и интенсивностью в зависимости от общего состояния экономики, поэтому просчитать заранее с высокой степенью точности все возможные последствия таких решений довольно трудно. Вообще, центральные банки обычно исходят из того, что при проведении денежно-кредитной политики им неизбежно придется сталкиваться с проблемой задержек, которые носят продолжительный характер, не ограничены по срокам и с трудом поддаются прогнозированию.

Выяснение закономерностей работы передаточного механизма денежно-кредитной политики осложняется тем обстоятельством, что в реальной жизни ситуация в экономике постоянно меняется под воздействием шоковых последствий огромного количества самых разных факторов. Например, изменения цен на нефть или другие сырьевые товары, или изменения регулируемых цен в краткосрочном плане могут непосредственным образом влиять на уровень инфляции. Аналогичным образом, изменения в мировой экономике или фискальной политике могут влиять на совокупный спрос, а, следовательно, на уровень цен. Кроме того, уровень цен на финансовые активы и валютный курс зависят не только от денежно-кредитной политики, но и от многих других факторов. Поэтому при проведении денежно-кредитной политики необходимо не только следить за тем, как передаточный механизм обеспечивает практическую реализацию изменений в самой политике, но и учитывать все другие изменения,

На передаточный процесс влияют внешние факторы

которые могут повлиять на уровень инфляции в будущем. Это необходимо, чтобы предотвратить возможное негативное влияние этих изменений на долгосрочные инфляционные тенденции и ожидания, которое не отвечало бы интересам ценовой стабильности. При выборе курса денежно-кредитной политики всегда нужно учитывать характер, масштабы и продолжительность воздействия негативных факторов на экономику, и одна из постоянных задач центрального банка как раз и состоит в том, чтобы понять, под воздействием каких факторов в данный момент складывается конъюнктура цен с тем, чтобы с учетом этого принять необходимые меры в рамках денежно-кредитной политики.

Хотя применение технико-экономических методов для определения количественных показателей эффективности работы передаточного механизма и его каналов принесло в последние десятилетия огромную пользу, полученные с их помощью результаты лишь отчасти прояснили, как происходит этот сложный процесс. Кроме того, по сравнению со многими другими центральными банками, ЕЦБ приходится действовать в условиях еще большей неопределенности, поскольку он принял на себя ответственность за абсолютно новую валютную зону. Более того, изменения в институциональной структуре и функциях различных звеньев передаточного механизма после введения единой валюты в начале 1999 года могли привести к нарушению взаимосвязей между различными экономическими показателями. Однако с течением времени появились новые данные и результаты исследований о работе передаточного механизма в Еврозоне, и сложилось более полное представление об особенностях его функционирования (краткий обзор результатов последних технико-экономических исследований по вопросам функционирования передаточного механизма денежно-кредитной политики в Еврозоне приводится в Справочном боксе 3.1). Тем не менее, необходимо продолжать изучать как сам передаточный механизм, так и внимательно следить за его работой.

Сведения о передаточном процессе, полученные в результате технико-экономических исследований

Сложный характер передаточного процесса

Таким образом, центральным банкам обычно приходится иметь дело со сложными хитросплетениями различных экономических факторов. По этой причине при выработке решений и в целях самоконтроля они также довольно часто руководствуются простыми практическими правилами. Согласно одному из них, в средне-долгосрочной перспективе инфляция всегда представляет собой явление монетарного характера. Соответственно, центральным банкам рекомендуется следить за развитием ситуации в денежно-кредитной сфере, чтобы оценивать инфляционные тенденции.

Справочный бокс 3.1 | **Данные технико-экономических исследований по вопросам функционирования передаточного механизма денежно-кредитной политики в Еврозоне**

Чтобы правильно строить денежно-кредитную политику, очень важно представлять себе, как работает ее передаточный механизм. Поэтому не удивительно, что в ряде исследований, подготовленных как представителями научных кругов, так и персоналом Евросистемы, предпринимались попытки пролить дополнительный свет на систему сложных взаимосвязей, лежащих в основе этого механизма. И хотя результаты этих исследований воспринимаются далеко не однозначно (в том числе, потому, что преимущественно в них использовались данные, относящиеся к периоду до 1999 года), их основные выводы подтверждают, что целый ряд признанных и доказанных фактов, касающихся работы передаточных механизмов, в равной мере относятся к Еврозоне.

Технико-экономические методы оценки последствий изменений краткосрочной процентной ставки на реальную экономику и цены

Для оценки последствий изменения краткосрочной процентной ставки на объем производства и цены использовались несколько эконометрических моделей Еврозоны. Например, в Таблице 3.1 приводятся результаты изменений краткосрочной процентной ставки на основе трех разных моделей Еврозоны, в которых использованы различные варианты экономической структуры и/или эконометрические методики. В таблице показано, как изменяются объем ВВП и уровень цен при временном повышении процентной ставки центральным банком в рамках проводимой им денежно-кредитной политики на один процентный пункт, которая затем остается неизменной в течение двух лет.

Качественные параметры, характеризующие изменения ВВП и цен в связи с повышением процентной ставки, совпадают во всех трех моделях. При повышении краткосрочной процентной ставки наблюдается временное сокращение объема производства, который достигает своего низшего уровня примерно через два года после прохождения первоначального сигнала о повышении ставок по каналам передаточного механизма, а затем вновь возвращается в исходное положение. Одновременно цены тоже постепенно «приспосабливаются» к более низкому постоянному уровню.

В целом, аналогичная динамика наблюдается и в рамках более широкой группы технико-экономических моделей, которые не приводятся в Таблице 3.1. Полученные результаты также совпадают с данными по другим странам и подтверждаются выкладками на основе наиболее известных теоретических моделей передаточных механизмов. Иными словами, полученные результаты указывают на нейтральность денежно-кредитной политики в долгосрочной перспективе. Ее влияние на объем производства носит временный характер, а на цены – постоянный.

Однако по масштабам и срокам реагирования показателей на повышение процентных ставок приведенные в таблице модели различаются, причем весьма

Таблица 3.1 Оценка изменения динамики реального ВВП и потребительских цен в связи с повышением на один процентный пункт процентной ставки в рамках проводимой денежно-кредитной политики в Еврозоне

	Реальный ВВП				Потребительские цены			
	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4	Год 1	Год 2	Год 3	Год 4
Модель 1	- 0,34	- 0,71	- 0,71	- 0,63	- 0,15	- 0,30	- 0,38	- 0,49
Модель 2	- 0,22	- 0,38	- 0,29	- 0,14	- 0,09	- 0,21	- 0,31	- 0,40
Модель 3	- 0,34	- 0,47	- 0,37	- 0,28	- 0,06	- 0,10	- 0,19	- 0,31

Источник: «Новые данные о передаточном механизме денежно-кредитной политики», Ежемесячный бюллетень ЕЦБ, октябрь 2002 года.

Примечания: Приведенные показатели отражают изменения в процентах по сравнению с изначальными значениями ВВП и индекса цен. Модель 1 представляет собой модель, охватывающую все пространство Еврозоны. Модель 2 – это сводная модель на базе макроэкономических моделей национальных центральных банков Еврозоны. Модель 3 – это универсальная модель, разработанная Национальным институтом социально-экономических исследований Великобритании. В качестве исходной предпосылки в приведенных моделях используется теория о том, что повышение процентной ставки обуславливает определенное увеличение долгосрочной процентной ставки и укрепление валютного курса.

существенно, что отражает ограниченность наших познаний в области конкретных особенностей работы передаточного механизма. Например, приведенные в Таблице 3.1 пиковые значения объемов производства по всем трем моделям колеблются в пределах от -0,38% до -0,71%, а соответствующие изменения цен - спустя два года после первоначального шока, вызванного повышением процентной ставки - не выходят за рамки -0,10% до -0,30%. В целом же, приведенные расчеты подтверждают, что механизм воздействия денежно-кредитной политики на уровень цен работает с «задержками» (временными лагами), которые могут быть продолжительными и не имеют каких-либо четко определенных сроков.

Сведения о работе каналов передаточного механизма денежно-кредитной политики в Еврозоне

Если сравнить реакцию отдельных компонентов ВВП на изменения процентной ставки, то авторы ряда исследований обращают внимание на то, что денежно-кредитная политика больше влияет на инвестиции, чем на потребление и другие составляющие совокупного спроса. На объемы инвестиций коммерческих предприятий, в основном, влияет изменение стоимости капитала для его пользователя (этот показатель тесно связан с уровнем процентных ставок). Объемы инвестиций также зависят, хотя и в меньшей степени, от таких факторов, как уровень ликвидности или интенсивность потоков наличных средств (т.е. способности компаний размещать долговые обязательства на финансовых рынках или брать ссуды в банках).

Имеющиеся результаты технико-экономических исследований также указывают на то, что изменения валютного курса могут иметь весьма важные последствия для Еврозоны. Следовательно, реагирование потребительских цен на изменение официальных процентных ставок центрального банка будет также зависеть от того, как повлияет это изменение на валютный курс. Например, чем выше будет расти курс евро в результате изменения процентных ставок, тем быстрее и сильнее будет снижаться уровень инфляции. Однако центральный банк не может с полной

уверенностью рассчитывать на то, что изменение процентных ставок обязательно вызовет повышение валютного курса, причем на заранее известное число пунктов, поскольку эта реакция валютного курса зависит от других факторов, например, изменений в денежно-кредитной политике иностранных государств, на которые центральный банк повлиять не в силах.

3.3 ОБЩИЕ ПРИНЦИПЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЕЦБ

Задачи денежно-кредитной политики

Исходя из того, что нам известно о передаточном механизме, задачу ЕЦБ можно сформулировать следующим образом: в целях поддержания ценовой стабильности в среднесрочной перспективе Совет управляющих ЕЦБ должен влиять на конъюнктуру денежного рынка и, следовательно, на уровень краткосрочных процентных ставок. При этом центральному банку постоянно приходится действовать в условиях практически полной непредсказуемости, причем как в отношении потенциальных источников шоковых явлений в экономике, так и в отношении существования причинно-следственных связей, прямых и косвенных, между различными макроэкономическими переменными. С учетом всех перечисленных выше обстоятельств можно попробовать выделить несколько главных особенностей успешной денежно-кредитной политики.

Денежно-кредитная политика должна жестко фиксировать инфляционные ожидания,...

Во-первых, как подчеркивалось в Разделе 3.2, денежно-кредитная политика будет намного эффективнее, если она будет жестко фиксировать инфляционные ожидания. Для этого центральному банку нужно определить свою цель, разработать и последовательно применять на практике порядок проведения денежно-кредитной

политики, а также четко и ясно информировать об этом общественное мнение. Только таким путем можно завоевать высокий уровень доверия, без которого невозможно воздействовать на ожидания экономических субъектов.

Во-вторых, поскольку передаточный механизм срабатывает с определенной задержкой, изменения, которые вносятся в денежно-кредитную политику сегодня, проявятся в уровне цен лишь по прошествии нескольких кварталов или даже лет. Это означает, что центральные банки должны ясно понимать, какую политику им нужно проводить сегодня, чтобы обеспечивать ценовую стабильность в будущем, когда передаточный механизм сработает. В этом смысле денежно-кредитная политика должна быть рассчитана на перспективу.

...смотреть в будущее...

Поскольку из-за задержек в работе передаточного механизма денежно-кредитная политика не в состоянии амортизировать непредвиденные краткосрочные последствия шоковых явлений для ценовой стабильности (вызванные, например, изменением цен на сырьевые товары на мировом рынке), определенная волатильность краткосрочных показателей инфляции становится неизбежной. Кроме того, с учетом

...и быть нацелена на среднесрочную перспективу

сложной механики передаточного процесса при прогнозировании последствий денежно-кредитной политики всегда присутствует большая доля неопределенности. По этим причинам денежно-кредитная политика должна быть нацелена на среднесрочную перспективу, чтобы не допускать излишнего вмешательства в развитие реальной экономики и не привносить в нее ненужную волатильность.

Она должна строиться на широкой основе

И, наконец, как и в случае с любым другим центральным банком, в деятельности ЕЦБ неизбежно присутствует значительный элемент неопределенности, в том числе, в отношении достоверности экономических показателей, структуры экономики и порядка работы передаточного механизма денежно-кредитной политики. Поэтому успешная денежно-кредитная политика должна строиться на широкой основе, с использованием всей необходимой информации, позволяющей составить правильное представление о том, под влиянием каких факторов происходят те или иные изменения в экономике. Успешная денежно-кредитная политика не может опираться на какую-то одну экономическую модель.

Роль стратегии – создание комплексного механизма для принятия решений в сфере денежно-кредитной политики

ЕЦБ утвердил и провозгласил стратегию денежно-кредитной политики, призванную обеспечить последовательный и систематический подход к принятию решений в области денежно-кредитной политики. В основе данной стратегии лежат вышеперечисленные общие принципы с тем, чтобы

центральный банк мог выполнить поставленные перед ним задачи. Цель стратегии – обеспечить всеобъемлющую нормативно-правовую базу для принятия решений о необходимом уровне процентной ставки по краткосрочным кредитам.

Первый элемент стратегии ЕЦБ в области денежно-кредитной политики касается количественного определения ценовой стабильности. Кроме того, эта стратегия также предусматривает определенный порядок, согласно которому Совет управляющих обязан провести оценку всей необходимой информации и аналитических отчетов для принятия решений о перспективах денежно-кредитной политики и, таким образом, обеспечить поддержание ценовой стабильности. С этой целью стратегия также предусматривает определенный порядок разъяснения принимаемых решений общественности в простой и доступной форме. В последующих разделах данной главы эти элементы стратегии рассматриваются более подробно.

Основные элементы стратегии денежно-кредитной политики ЕЦБ

3.4 КОЛИЧЕСТВЕННОЕ ОПРЕДЕЛЕНИЕ ЦЕНОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ

Хотя в Договоре недвусмысленно заявлено, что поддержание ценовой стабильности является главной задачей Евросистемы, в нем не приводится точного определения понятия ценовой стабильности. В целях конкретизации поставленной задачи, в 1998 году Совет управляющих ЕЦБ определил количественные показатели ценовой стабильности следующим образом:

ЕЦБ определил количественные показатели ценовой стабильности

«Под ценовой стабильностью понимается ежегодное повышение Согласованного индекса потребительских цен (СИПЦ) на территории Еврозоны не более чем на 2%. Предполагается, что в этом случае в среднесрочной перспективе будет обеспечиваться ценовая стабильность». После проведения в 2003 году всесторонней оценки стратегии денежно-кредитной политики Совет управляющих сделал дополнительное разъяснение о том, что в рамках данного определения он намерен в среднесрочной перспективе поддерживать инфляцию на уровне ниже, но при этом приближающемся к 2%.

произошло и какие меры намерен принять банк, чтобы восстановить ценовую стабильность в приемлемые сроки. И, наконец, данное определение помогает общественности более правильно выстроить свои ожидания в отношении изменений цен в будущем. После заявления Совета управляющих о том, что в соответствии с данным определением он намерен удерживать инфляцию на уровне около 2%, все преимущества данного определения проявились с новой силой.

Как следует из определения ценовой стабильности, полномочия Евросистемы распространяются на всю территорию Еврозоны. Соответственно, стабильность цен определяется на основе анализа изменений цен в масштабах всей Еврозоны в целом, что означает, что решения по вопросам единой денежно-кредитной политики тоже принимаются с целью достижения ценовой стабильности в масштабах всей Еврозоны. Восприятие Еврозоны как единого пространства логически вытекает из того обстоятельства, что в рамках валютного союза с помощью денежно-кредитной политики можно лишь регулировать средний уровень процентной ставки денежного рынка в пределах территории такого союза, т.е. нужно использовать такой инструмент, который одинаково применим на всей территории валютного союза.

В определении также упоминается специальный индекс цен – индекс СИПЦ для Еврозоны, уровень

В центре
внимания вся
Еврозона

Это дает
возможность
фиксировать
инфляционные
ожидания и
одновременно
обеспечивает
большую
транспарент-
ность и
подотчетность
ЕЦБ

Решение Совета управляющих о том, чтобы довести до сведения широкой общественности определение количественных показателей ценовой стабильности, объясняется несколькими причинами. Во-первых, разъяснив свое видение возложенной на него в соответствии с Договором задачи, Совет управляющих с помощью данного определения помогает лучше понять, какие вопросы относятся к его компетенции в области денежно-кредитной политики (т.е. таким образом, обеспечивается большая транспарентность денежно-кредитной политики). Во-вторых, определение ценовой стабильности устанавливает вполне конкретный и поддающийся количественному измерению стандарт, за соблюдение которого ЕЦБ будет отвечать перед общественностью. Если динамика цен не будет соответствовать определению ценовой стабильности, ЕЦБ придется давать объяснения о том, почему это

Индекс СИПЦ

которого указывает на наличие или отсутствие ценовой стабильности. Индекс СИПЦ был разработан в качестве единого индекса для всех стран, входящих в Еврозону. Индекс СИПЦ наиболее точно отражает происходящие изменения цен на товары и услуги в представительной «корзине» европейских потребителей (см. Справочный бокс 3.2). Применение такого согласованного индекса ясно указывает на то, что ЕЦБ намерен самым решительным и эффективным образом обеспечивать сохранение покупательной способности евро.

Почему уровень инфляции должен быть ниже, но при этом приближаться к 2%...

Установив в определении верхнюю границу роста СИПЦ на уровне «менее 2%», Совет управляющих тем самым ясно дает понять, что целям поддержания ценовой стабильности не соответствовала бы не только инфляция более 2%, но и дефляция (т.е. снижение уровня цен). С этой точки зрения, заявленное ЕЦБ намерение удерживать инфляцию на уровне чуть ниже 2% – т.е. приближающемся к верхней границе, установленной в определении, – указывает на то, что банк хочет обеспечить себе достаточный «буфер», который защитит его от опасности дефляции.

...издержки, связанные с дефляцией,...

Помимо того, что дефляция оборачивается для экономики примерно такими же издержками, как и инфляция (см. Раздел 3.1), ее следует избегать и по другой причине: единожды начавшись, дефляцию будет трудно искоренить по той причине, что номинальные процентные ставки не могут опускаться ниже нуля. В условиях

дефляции денежно-кредитная политика может оказаться не способной обеспечить необходимое стимулирование совокупного спроса за счет регулирования процентных ставок. Любые попытки довести номинальную процентную ставку до уровня ниже нуля неизбежно закончились бы неудачей, ибо при отрицательном значении процентной ставки население скорее предпочтет хранить наличные деньги у себя дома, нежели давать их в долг или держать на депозитных счетах. Хотя в рамках денежно-кредитной политики предусматривается возможность принятия определенных мер даже тогда, когда номинальная процентная ставка равна нулю, эффективность таких альтернативных мер вызывает сомнения. По этой причине бороться с дефляцией средствами денежно-кредитной политики труднее, чем с инфляцией.

Установив верхний предел допустимого значения инфляции заметно выше нулевого уровня и одновременно поставив перед собой задачу удерживать ее на уровне чуть менее 2%, ЕЦБ также отдавал себе отчет в том, что индекс СИПЦ может несколько завышать реальный уровень инфляции из-за незначительной положительной погрешности, которая возникает в том случае, если для измерения колебаний цен используется данный индекс. В силу разных причин из-за недостаточной точности измерений при исчислении индексов потребительских цен погрешности случаются. Причины их возникновения могут быть связаны с тем, что в ценах не были в достаточной мере учтены изменения

...возможные погрешности расчетов...

Справочный бокс 3.2 Разработка индекса СИПЦ и его характеристики

Совет управляющих ЕЦБ определил ценовую стабильность как соответствующее значение Согласованного индекса потребительских цен (СИПЦ) для Еврозоны. Концептуальная часть работы, связанной с компиляцией данных для этого ценового индекса, осуществляется Европейской Комиссией (Евростатом) в тесном взаимодействии с национальными статистическими управлениями. В качестве главных пользователей Европейский центробанк, а до него Европейский валютный институт (ЕВИ) также принимали активное участие в этой работе.

Опубликованные Евростатом данные по СИПЦ охватывают период с января 1995 года. Полученные при помощи математических расчетов данные за более ранний период (они лишь в определенной мере сопоставимы с данными по СИПЦ за 1995 и последующие годы) касаются общего показателя СИПЦ и его основных компонентов и охватывают период с 1990 года. Исходя из соотношения между различными статьями потребительских расходов за 2003 год, доля товаров в СИПЦ составляла 59,1%, а доля услуг – 40,9% (см. Таблицу 3.2). Разбивка общего показателя СИПЦ на отдельные компоненты проводилась в первую очередь с тем, чтобы определить, под воздействием каких экономических факторов происходят изменения потребительских цен. Например, изменение цен на энергоносители как одного из компонентов тесно связано с движением цен на нефть. Продукты питания делятся на две группы – прошедшие и не прошедшие переработку, поскольку цены на переработанные продукты питания формируются, в том числе, под влиянием таких факторов, как погодные условия и сезонные колебания. Цены на переработанные продукты питания зависят от этих факторов в меньшей степени. В сфере услуг выделяется пять компонентов, каждый из которых в силу различий в рыночных условиях имеет, как правило, свою собственную ценовую динамику.

Меры по согласованию практики применения индекса СИПЦ принимались разными странами на основе ряда положений и инструкций ЕС, одобренных

Таблица 3.2 Соотношение долей основных компонентов СИПЦ в Еврозоне (2003 год)

Общий показатель	100,0
Цены на товары	59,1
Непереработанные продукты питания	7,6
Переработанные продукты питания	11,7
Промышленные товары, исключая энергоносители	31,6
Энергоносители	8,2
Услуги	40,9
Жилищно-коммунальные услуги	10,4
Транспорт	6,3
Связь	2,9
Отдых и бытовые услуги	14,9
Прочее	6,4

Источник: Евростат.

государствами-членами. В частности, они касались учитываемых потребительских расходов, базовых нормативов учета разницы в качестве, включения в индекс новых товаров и услуг и порядка изменения долей различных компонентов. Выражение «базовые» означает, что в некоторых областях предусматривается дальнейшее согласование. Кроме того, согласована подробная единая классификация субиндексов, которая дает возможность на единообразной основе сравнивать динамику цен в более мелких подгруппах потребительских расходов в разных странах. Благодаря принятым мерам по согласованию практики применения и повышению качества статистики за счет обеспечения более точной, достоверной и своевременной информации, СИПЦ превратился в высококлассный ценовой индекс на уровне мировых стандартов, который получил широкое применение в разных странах. В настоящее время дорабатываются нормативы учета разницы в качестве, правила формирования статистических выборок, а также порядок учета жилищных расходов собственников жилья, которые проживают в принадлежащих им домах и квартирах.

качества товаров, или с тем, что какие-то важные операции систематически не попадали в выборку, которая использовалась при расчетах этого индекса.

Ранее в результате экономических исследований было установлено, что в расчетах национальных индексов потребительских цен присутствует незначительная положительная погрешность. На этом основании можно предположить, что если (допустим, в связи с повышением качества товаров), согласно индексу, темпы роста инфляции равны нулю, то на практике это может означать некоторое понижение уровня цен. В случае с Еврозоной, сведения о наличии погрешности в СИПЦ практически отсутствуют, поскольку сам индекс появился сравнительно недавно. Однако результаты некоторых исследований уже показали, что такая погрешность, скорее всего, будет минимальной, даже если сделать скидку на то, что сильное влияние на все эти расчеты по-прежнему оказывает фактор

неопределенности. Кроме того, поскольку Евростат (орган Европейской Комиссии, который отвечает за данную область статистики на уровне ЕС) постоянно совершенствует методику расчетов СИПЦ, любая такая погрешность с течением времени будет только уменьшаться.

Когда перед денежно-кредитной политикой в рамках валютного союза ставятся конкретные цели, в них также учитываются различия в уровнях инфляции в разных регионах внутри этого союза. Благодаря этому, отдельным регионам не приходится, в силу структурных причин, жить в условиях искусственно заниженных или отрицательных темпов инфляции. В принципе, различия в уровнях инфляции в разных регионах – это вполне нормальное явление для любого валютного союза. Их выравнивание входит в круг обязанностей корректировочного механизма, который потому и существует, что экономика разных регионов развивается разными темпами. С

...и последствия
разницы в
уровнях
инфляции
внутри
Еврозоны

помощью денежно-кредитной политики можно лишь влиять на общий уровень цен в целом по Еврозоне, но не устранять различия в уровнях инфляции между регионами или городами.

Различия в уровнях инфляции могут быть обусловлены воздействием временных факторов и, следовательно, будут сохраняться лишь в течение непродолжительного периода времени. Такие различия не представляют опасности для экономики. Однако если реальная конвергенция регионов в рамках валютного союза еще не закончилась, различия в уровнях инфляции между ними могут быть обусловлены структурными причинами. Например, внутри экономического пространства с единой валютой могут различаться начальные уровни дохода и наблюдаться постоянное стремление отдельных регионов «догнать» остальные регионы по уровню жизни. Если внутри Еврозоны различия в уровнях инфляции будут обусловлены структурными причинами, то это может создать экономические проблемы в тех странах или регионах, где уровень инфляции ниже среднего, в особенности, если этим странам уже приходилось по причинам структурного характера жить в условиях отрицательных показателей инфляции. (Подобные проблемы возникают, например, тогда, когда при снижении инфляции происходит снижение заработной платы и цен, но лишь до некоего номинального уровня, ниже которого они не опускаются (в силу так называемой «жесткости номинальной заработной платы и цен»), т.е.

когда практически невозможно добиться дальнейшего снижения уровня заработной платы и цен, вследствие чего нельзя произвести необходимую корректировку относительных цен и обеспечить более эффективное распределение ресурсов).

Коль скоро избежать подобных различий в уровнях инфляции не удастся, было предложено использовать возможности денежно-кредитной политики ЕЦБ для поддержания в среднесрочной перспективе на всей территории Еврозоны такого уровня инфляции, который не вынуждал бы регионы с низким уровнем структурной инфляции «оплачивать» искусственно завышенную стоимость рабочей силы и завышенные цены и, одновременно, исключал бы возможность наступления периодов затяжной дефляции. Как показали результаты всех проведенных исследований, уровень инфляции в Еврозоне чуть менее 2% также обеспечивает в этом смысле достаточное пространство для маневра.

И, наконец, одна из главных особенностей денежно-кредитной политики ЕЦБ – в ее нацеленности на поддержание ценовой стабильности «в среднесрочной перспективе». Как уже отмечалось выше, данный тезис отражает общее мнение по поводу того, что денежно-кредитная политика не предназначена и, следовательно, не должна использоваться для корректировки колебаний цен или инфляции в краткосрочной перспективе, т.е. в пределах нескольких недель или месяцев. Изменения денежно-кредитной

Нацеленность
на
среднесрочную
перспективу

Справочный бокс 3.3 **Нацеленность денежно-кредитной политики ЕЦБ на среднесрочную перспективу**

Экономика постоянно испытывает на себе воздействие в значительной мере непредсказуемых шоковых явлений, которые также влияют на динамику цен. С другой стороны, денежно-кредитная политика тоже может влиять на динамику цен, но со значительными задержками, причем их продолжительность может быть самой различной, а сами они, как и большинство других причинно-следственных связей в экономике, характеризуются высокой степенью неопределенности. В таких условиях ни один центральный банк не может постоянно удерживать инфляцию на каком-то одном определенном уровне или за короткий срок возвращать ее на этот уровень. Следовательно, денежно-кредитная политика должна действовать с опережением и может поддерживать ценовую стабильность лишь в течение более продолжительных периодов времени. Именно эта логика лежит в основе нацеленности политики ЕЦБ на среднесрочную перспективу.

Выражение «среднесрочная перспектива» намеренно допускает определенную гибкость в части, касающейся точных временных сроков. Объясняется это нецелесообразностью устанавливать заранее точные сроки, в течение которых будет проводиться данная денежно-кредитная политика, поскольку передаточному механизму тоже требуется время, причем в каждом случае разное, а, сколько ему потребуется времени, заранее сказать нельзя. Более того, чтобы правильно среагировать на шоковые явления, которые дестабилизируют экономику, денежно-кредитная политика всегда должна учитывать характер и масштабы таких явлений. Для большинства шоковых явлений (например, резкие изменения спроса, в результате которых показатели уровня производства и уровня цен начинают двигаться в одном направлении) часто бывает достаточно простого оперативного реагирования, которое не только обеспечит поддержание ценовой стабильности, но поможет стабилизировать ситуацию в экономике. Но известны и другие виды шоковых явлений (например, резкое повышение цен на нефть, которое вызывает рост цен на все другие виды товаров), после которых показатели уровня производства и уровня цен начинают двигаться в противоположных направлениях. Слишком резкие ответные меры с целью восстановления ценовой стабильности в короткие сроки могут в этих условиях обернуться значительными издержками в виде роста волатильности производства и занятости, что в более отдаленной перспективе может также пагубно отразиться на динамике цен. Согласно общему мнению, в подобных случаях реакция денежно-кредитной политики должна быть плавной, что позволило бы избежать нежелательного роста волатильности в реальной экономике и обеспечить ценовую стабильность в более долгосрочной перспективе. Таким образом, нацеленность на среднесрочную перспективу также обеспечивает ЕЦБ необходимую гибкость для правильного реагирования на всевозможные шоковые явления, которые могут происходить в экономике.

политики влияют на цены лишь по прошествии определенного периода времени, причем в каких масштабах проявится это влияние, заранее предугадать практически невозможно (см. Раздел 3.2). Это означает, что при помощи денежно-кредитной политики невозможно устранять непредвиденные последствия воздействия дестабилизирующих факторов на уровень цен. Поэтому в краткосрочной перспективе определенная волатильность показателей инфляции становится неизбежной. Как следует из объяснений в Справочном боксе 3.3, нацеленность денежно-кредитной политики на среднесрочную перспективу также позволяет учитывать проблемы, связанные с колебаниями объема производства, без ущерба для достижения ее главной цели.

3.5 АНАЛИЗ РИСКОВ ДЛЯ ЦЕНОВОЙ СТАБИЛЬНОСТИ В СТРАТЕГИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЕЦБ

Чтобы наилучшим образом обеспечить выполнение своей задачи по поддержанию ценовой стабильности, ЕЦБ, как и любому другому центральному банку, требуется тщательно анализировать происходящие в экономике изменения.

«Несущие опоры» стратегии денежно-кредитной политики ЕЦБ

Подход ЕЦБ к анализу, изучению и сопоставлению информации, касающейся оценки рисков ценовой стабильности, основан на применении двух исследовательских методик, позволяющих оценивать поступающую информацию с

разных сторон. Эти исследовательские методики часто называют «несущими опорами» всей конструкции стратегии ЕЦБ. Данный подход был подтвержден и дополнительно разъяснен Советом управляющих ЕЦБ в мае 2003 года.

Согласно стратегии ЕЦБ, принятие решений по вопросам денежно-кредитной политики осуществляется на основе всестороннего анализа рисков для ценовой стабильности. Данный анализ построен таким образом, что обуславливающие изменения цен факторы оцениваются в двух разных и, одновременно, дополняющих друг друга плоскостях. Анализ в одной плоскости предполагает оценку факторов, определяющих динамику цен в кратко- и среднесрочной перспективе. Особое внимание при этом уделяется состоянию реальной экономики и сложившейся в ней финансовой конъюнктуре. В ходе анализа учитывается также и то обстоятельство, что при такой продолжительности перспективы ценовая динамика в значительной мере определяется конъюнктурой спроса и предложения на рынках товаров, услуг и факторов производства. В ЕЦБ такой анализ называют «экономическим». Анализ в другой плоскости, который получил название «монетарного анализа», рассчитан на более длительную перспективу и посвящен исследованию хорошо известной зависимости между денежной массой и уровнем цен. Монетарный анализ предназначен, в основном, для проверки и оценки кратко- и среднесрочных показателей денежно-кредитной политики, полученных при помощи

...предполагает применение двух исследовательских методик...

Двухкомпонентный анализ как концепция обработки данных...

Справочный бокс 3.4 Альтернативные стратегии денежно-кредитной политики

Известны также иные стратегии денежно-кредитной политики, которые применяются или применялись ранее другими центральными банками. Некоторые из них рассматривались ЕВИ и ЕЦБ до того, как их выбор был сделан в пользу двухкомпонентной стратегии, нацеленной на поддержание ценовой стабильности.

Одной из таких альтернативных стратегий является, так называемое, «монетарное таргетирование». На практике это означает, что центральный банк, изменяя процентные ставки, пытается ускорять или замедлять темпы роста денежной массы, приближая их к конкретному, заранее объявленному уровню. Этот целевой уровень определяется с таким расчетом, чтобы цены при нем оставались стабильными. Такая стратегия строится на двух предположениях. Во-первых, что в среднесрочной перспективе должно сохраняться стабильное соотношение между денежной массой и уровнем цен (например, в виде соответствующего уравнения денежного спроса). Если это так, то тогда можно рассчитать кривую изменения денежной массы, при которой обеспечивалось бы сохранение ценовой стабильности. Во-вторых, что средствами денежно-кредитной политики можно контролировать массу денег в обращении, в том числе, в течение сравнительно коротких отрезков времени. При одновременном выполнении этих двух условий центральный банк может путем изменения официальной учетной ставки успешно удерживать рост денежной массы в рамках заранее установленных пределов и, благодаря сохранению устойчивого соотношения между денежной массой и уровнем цен, косвенным образом поддерживать ценовую стабильность.

Хотя опыт центральных банков, применявших подобный подход, учитывался при разработке стратегии ЕЦБ, тем не менее, Европейский центральный банк не пошел по пути монетарного таргетирования. Данное решение ЕЦБ служит косвенным признанием того факта, что денежная масса – важный, но не единственный макроэкономический показатель, который следует учитывать при принятии решений по вопросам денежно-кредитной политики, направленной на обеспечение ценовой стабильности. Более того, определенные сомнения в эмпирических свойствах денег были вызваны изменениями на институциональном и психологическом уровнях в связи со вступлением европейских стран в валютный союз, и, вообще, осознанием того, что под воздействием особых факторов монетаристские законы могут давать сбой. По этой причине полагаться на результаты только монетарного анализа было бы нецелесообразно.

Другая стратегия – это, так называемое, непосредственное «инфляционное таргетирование». В данном случае денежно-кредитная политика реагирует не на изменения объема денежной массы, а следит за тем, насколько отклоняется сам уровень инфляции от целевого показателя, который публикуется в печати. Применяющие данный подход центральные банки, как правило, доводят принятые ими решения по вопросам денежно-кредитной политики до сведения остальных участников рынка путем более или менее механического реагирования в том случае, если по их прогнозам уровень инфляции будет отклоняться на несколько пунктов от запланированного на определенный срок целевого показателя. По этой причине главное внимание при проведении анализа и обсуждений политики

центрального банка – как внутри самого банка, так и с участием общественности – уделяется его инфляционным прогнозам.

Хотя стратегия ЕЦБ во многом схожа со стратегиями других центробанков, применяющих инфляционное таргетирование, ЕЦБ решил не использовать приведенный выше метод непосредственного фиксирования целевых инфляционных показателей в силу целого ряда причин. Во-первых, если все внимание сосредоточено исключительно на инфляционных прогнозах, то не учитывается масса других важных показателей и факторов, которые требуется использовать при выявлении источников угроз для ценовой стабильности. Чтобы правильно реагировать на возникающие угрозы для ценовой стабильности средствами денежно-кредитной политики, нужно знать, откуда они исходят. Для этого, как минимум, требуется более глубокий, чем при составлении инфляционных прогнозов, анализ экономической ситуации и действий, которые привели к возникновению угроз. Во-вторых, различные особенности «классического» инфляционного таргетирования, в частности, жестко фиксированные сроки, на которые рассчитан данный прогноз (например, два года) и исходя из которых принимаются меры денежно-кредитного регулирования, устанавливаются в значительной мере произвольно и во многих случаях не самым удачным образом. (Например, некоторые факторы, способные вызвать рост инфляции в будущем, т.е. после того, как срок действия инфляционного прогноза истечет, – такие, как диспропорции в финансовой сфере или несбалансированность цен на активы, – необходимо учитывать в рамках денежно-кредитной политики уже сегодня.) В-третьих, при составлении инфляционных прогнозов на основе традиционных макроэкономических моделей трудно использовать информацию, которую несут в себе финансовые агрегаты. Наконец, с учетом того, что для самой структуры экономики Еврозоны характерна большая степень неопределенности, ЕЦБ считает, что было бы неразумно строить денежно-кредитную политику исходя лишь из какого-то одного прогноза. Более предпочтительным, по мнению ЕЦБ, было бы анализировать экономическую информацию с разных сторон с применением различных методов анализа.

Третья стратегия, которая предполагает установление целевых показателей для валютного курса, применялась несколькими европейскими странами в рамках курсового механизма Европейской валютной системы до создания Валютного союза. Для малых стран с открытой экономикой, важное место в которой занимают производство и потребление товаров, обращающихся на мировом рынке, колебания валютного курса могут оказывать сильное влияние на общий уровень цен за счет изменений цен на импорт. Стратегия, основанная на установлении целевых показателей валютного курса, была отклонена на том основании, что экономика Еврозоны отличается большими масштабами и относительной замкнутостью, а в этом случае колебания валютного курса не оказывают существенного влияния на уровень цен.

экономического анализа, с точки зрения средне- и долгосрочной перспективы.

...чтобы не была упущена никакая важная информация

Основанный на применении двух исследовательских методик, данный подход призван обеспечить, чтобы при проведении оценки рисков для ценовой стабильности учитывалась вся важная информация, чтобы она оценивалась с разных точек зрения и перепроверялась в рамках перекрестных проверок. Это необходимо для получения целостного представления о рисках для ценовой стабильности. Данный подход служит воплощением и наглядным примером всестороннего анализа и обеспечивает принятие продуманных решений на основе различных аналитических оценок (см. обсуждение альтернативных стратегий в Справочном боксе 3.4).

Экономический анализ

Анализ кратко- и среднесрочных угроз ценовой стабильности...

При проведении экономического анализа основное внимание уделяется оценке текущей финансово-экономической ситуации и связанных с ней факторов риска для ценовой стабильности в кратко- и среднесрочной перспективе. В рамках такого анализа рассматриваются следующие финансово-экономические показатели: динамика общих объемов производства; совокупный спрос и его компоненты; фискальная политика; конъюнктура рынков труда и капитала; широкий спектр ценовых и стоимостных показателей; изменения валютного курса, состояние мировой экономики и платежных балансов; а также балансовые позиции различных секторов экономики

Еврозоны. Все эти факторы помогают оценивать динамику реального сектора и предсказывать вероятные изменения уровня цен, исходя из конъюнктуры спроса и предложения на рынках товаров, услуг и факторов производства.

При проведении такого анализа должное внимание уделяется выяснению природы шоковых явлений в экономике, их влиянию на поведение цен и затрат, а также степени вероятности распространения их последствий в кратко- и среднесрочной перспективе на всю экономику. Для принятия надлежащих мер Совет управляющих должен иметь полное представление о сложившейся ситуации в экономике и понимать специфику и масштабы шоковых явлений, создающих угрозу для ценовой стабильности. Например, денежно-кредитная политика должна по-разному реагировать на инфляционные последствия временного повышения мировых цен на нефть и на рост потребительских цен, обусловленный повышением заработной платы без соответствующего увеличения производительности. В первом случае имеет место всплеск инфляции, который быстро проходит, и ситуация снова нормализуется. Если подобные шоковые явления не приводят к росту инфляционных ожиданий, то они не представляют серьезной угрозы для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. Во втором случае, при неоправданном увеличении заработной платы, возникает реальная опасность того, что может включиться «инфляционный маховик» – когда

...помогает определить природу шоковых явлений

рост затрат вызывает очередное повышение цен, а повышение цен приводит к требованиям об очередном увеличении заработной платы. Чтобы этого не произошло, центральному банку может потребоваться проявить твердость и с помощью проводимой им денежно-кредитной политики доказать, что он решительно настроен поддерживать стабильный уровень цен и, таким образом, предотвратить рост инфляционных ожиданий.

Анализ показателей реального сектора экономики

С учетом этого ЕЦБ на регулярной основе проводит оценку изменений в общей динамике производства, уровне спроса и конъюнктуре рынка труда, а также широкого спектра ценовых и стоимостных показателей фискальной политики и состояния платежных балансов в

Евросоюзе. Эти показатели, в том числе, помогают оценить изменения в уровнях совокупного спроса и предложения, а также загрузки производственных мощностей. В Справочном боксе 3.5 рассматриваются некоторые экономические показатели, которые анализирует ЕЦБ, и подчеркивается важное значение высококачественной статистики.

Под пристальным наблюдением также находится динамика показателей финансового рынка и цен на финансовые активы – не в последнюю очередь из-за их возможного воздействия на общую ценовую ситуацию (см. Раздел 3.2). Из анализа цен и доходности финансовых активов также можно почерпнуть сведения об ожиданиях участников финансового рынка, в том

Анализ развития финансового рынка

Справочный бокс 3.5 Статистика, характеризующая развитие финансово-экономической ситуации в Евросоюзе

Как было показано в Главе 3, механизм причинно-следственных связей, благодаря которому решения в рамках денежно-кредитной политики вызывают изменения в уровне цен, устроен не просто и срабатывает с задержками, порой весьма продолжительными. Поэтому, чтобы оценить перспективы поддержания ценовой стабильности, требуется анализировать широкий спектр различных показателей.

Во-первых, если вести речь о динамике цен и производственных затрат, то, наряду с СИПЦ и его компонентами, изменения цен в производственном секторе, которые проявляются в ценах производителей, могут стать важным индикатором предстоящих изменений цен в потребительском секторе, поскольку изменения в производственных затратах в конечном итоге проявляются и в потребительских ценах. Большое влияние на ценообразование оказывает стоимость рабочей силы как одна из важных статей общепроизводственных затрат. Кроме того, статистика по заработной плате также позволяет судить о конкурентоспособности экономики стран, входящих в Евросоюз.

Во-вторых, данные об объеме производства и уровне спроса (статистика национальных счетов, краткосрочные показатели деловой активности в производственном секторе и секторе услуг, сведения о портфелях заказов и результаты исследования качественных показателей) позволяют определить, на какой стадии экономического цикла находится в настоящее время экономика, что

является важной составной частью проводимого ЕЦБ анализа будущей динамики цен. Кроме того, данные о состоянии рынка труда (т.е. уровнях занятости и безработицы, количестве вакансий и участии населения в рабочей силе) имеют важнейшее значение для анализа развития конъюнктуры и для оценки структурных изменений в функционировании экономики Еврозоны. Следует также помнить о том, что существенно важное место в экономике Еврозоны занимает государственный сектор; поэтому нужна информация как о финансовых, так и нефинансовых корпорациях госсектора.

В-третьих, источником важных сведений об изменениях в объемах экспорта и импорта, которые, оказывая воздействие на спрос, могут повышать или понижать уровень инфляционного давления, служит статистика платежного баланса и внешней торговли. Эти данные также позволяют следить за уровнем цен во внешней торговле, которые «привязаны» в настоящее время к индексам удельной стоимости экспортных и импортных товаров. Такие индексы помогают, в частности, оценить, как колебания валютного курса и цен на сырье (например, на нефть) могут повлиять на цены импортных товаров. Хотя экономика Еврозоны считается более замкнутой по сравнению с экономиками входящих в нее отдельных стран, привнесенная «извне» инфляция не может не повлиять на динамику внутренних цен как для производителей, так и для потребителей.

Что же касается тенденций в финансовой сфере, то статистика балансов кредитно-финансовых учреждений (КФУ) содержит информацию, которая может использоваться для определения объема средств в составе финансовых агрегатов и их аналогов в Еврозоне (см. Справочный бокс 2.3). На их основе также рассчитываются объемы минимальных резервов, которые КФУ обязаны держать на счетах в национальных центральных банках государств Еврозоны. В дополнение к этому, ЕЦБ собирает информацию о применяемых КФУ процентных ставках по кредитам и депозитам. Кроме того, в финансовых отчетах содержатся сведения о финансовых операциях и балансовых позициях по всем секторам экономики, в том числе домашним хозяйствам, а также финансовым и нефинансовым корпорациям. Эта статистика показывает, сколько средств вложено различными секторами в финансовые активы и финансирование, как изменилось соотношение накопленных ими активов и долговых обязательств и какие существуют между ними отношения в финансовой области.

В целях получения более подробной информации о том, в каком направлении происходит эволюция условий финансирования, ЕЦБ разработал методику проведения обзоров кредитной деятельности банков в Еврозоне. Получаемая в результате таких обзоров информация дополняет уже имеющиеся статистические данные о процентных ставках и условиях кредита, предлагаемых банками индивидуальным клиентам, сведениями о состоянии спроса и предложения на кредитных рынках в Еврозоне и о кредитной политике действующих на ее территории банков. Наконец, ЕЦБ публикует ежемесячные статистические отчеты по долговым ценным бумагам и котирующимся на фондовом рынке акциям, а также ежеквартальные отчеты по инвестиционным фондам Еврозоны и по структуре финансирования и финансовым инвестициям действующих в Еврозоне страховых компаний и пенсионных фондов. Он также публикует статистику о

движении цен на финансовых рынках. Все эти статистические данные активно используются при проведении системного анализа изменений структуры и динамики финансовых рынков, включая ожидания экономических субъектов, касающиеся будущих тенденций в финансово-экономической области.

Высококачественная статистика имеет важнейшее значение для получения правильного представления о состоянии экономики. За политические ошибки, допущенные из-за отсутствия полной или достоверной статистики, можно заплатить дорогой ценой в виде роста инфляции и дестабилизации экономики. Качество статистической информации оценивается по нескольким критериям, значение которых будет меняться в зависимости от вида самой статистики. Во-первых, данные должны охватывать все производственные и институциональные секторы экономики. Помимо традиционной статистики, характеризующей состояние индустрии и торговли, также необходимо располагать данными о развитии сектора услуг, значение которого постоянно возрастает. Во-вторых, необходимо оперировать общими понятиями и методологиями с тем, чтобы любой статистический показатель, приведенный в национальных статистических отчетах государств Еврозоны, мог использоваться при принятии решений по вопросам денежно-кредитной политики. В-третьих, для проведения нацеленной на перспективу денежно-кредитной политики очень важно, чтобы данные предоставлялись своевременно и как можно чаще. В-четвертых, необходимо наличие достаточно обширных баз данных за предыдущие периоды, чтобы на их основе проводить эконометрический анализ, который помогает лучше понять, в каком состоянии находится экономика Еврозоны.

Система сбора статистической информации о Еврозоне постоянно развивается и совершенствуется. Для многих видов европейской статистики уже разработаны единые методологические стандарты. С этой целью был принят целый комплекс мер. В последние годы по нескольким категориям статистической информации для Еврозоны были специально разработаны новые показатели, в результате чего обеспечивается более своевременное представление данных и повышается их сопоставимость. Например, в Плане действий по обеспечению статистических потребностей ЕВС, подготовленном Европейской Комиссией (Евростат) совместно с ЕЦБ и опубликованном в сентябре 2000 года, приводится подробный перечень первоочередных мер по совершенствованию экономической статистики. В дополнение к Плану был составлен перечень обязательных показателей, которые должны учитываться при проведении краткосрочного экономического анализа. В этом документе, озаглавленном «Основные показатели европейской экономики», также устанавливаются жесткие требования в отношении своевременной публикации агрегированных показателей развития экономики Еврозоны, которые начинают действовать с 2005 года.

числе, относительно будущего движения цен. Например, заключая на тех или иных условиях сделки о купле и продаже облигаций, их участники косвенным образом сообщают о своих ожиданиях в отношении предстоящих изменений реальных процентных ставок и инфляции. При помощи различных аналитических методик центральный банк может на основании данных о ценах финансового рынка косвенным путем определять, как его участники представляют себе будущее развитие событий.

Рынки финансовых активов и, соответственно, цены на такие активы по самой своей природе ориентированы на будущее. Поэтому изменения в ценах на эти активы в значительной мере несут в себе «новую информацию», то есть предупреждают о наступлении событий, которых участники рынка заранее не предвидели. В этом смысле наблюдение за динамикой таких цен может быть полезным для определения характера потрясений, переживаемых экономикой в данный момент, включая резкую смену ожиданий относительно перспектив ее дальнейшего развития. При анализе состояния финансовых рынков оценивается статистическая информация о ценах на активы, поступающая из различных источников. Кроме того, ЕЦБ и сам ведет сбор некоторых видов статистики (см. Справочный бокс 3.5).

Динамика валютного курса также внимательно изучается на предмет ее последствий для стабильности цен. Как уже отмечалось в разделе 3.2, колебания валютных курсов непосредственно воздействуют на ценовую ситуацию, так как от них

зависят цены на импортные товары. Изменения валютного курса также могут влиять на ценовую конкурентоспособность производимых страной товаров на международном рынке, которая в свою очередь воздействует на динамику спроса и, потенциально – на будущий уровень цен. Если подобные последствия курсовых колебаний приводят к изменению ожиданий и поведения субъектов, определяющих ставки заработной платы и уровень цен, то это может приводить к возникновению уже вторичных последствий, в основе которых лежат все те же изменения обменного курса.

Со временем экономический анализ, который проводит ЕЦБ, стал значительно более углубленным и разносторонним. Во многом это объясняется успехами в совершенствовании методов сбора и обработки статистической информации в секторах реальной экономики и финансов Еврозоны. Кроме того, был разработан целый ряд аналитических и технико-экономических моделей, позволяющих лучше оценить и понять динамику прошлых и текущих изменений, повысить точность краткосрочных прогнозов и создать основу для проведения регулярного макроэкономического анализа перспектив развития экономики Еврозоны. Контроль за поступающей информацией и ее обработка с применением всего современного арсенала методов анализа позволяют составлять и постоянно обновлять всесторонние оценки как текущего состояния, так и перспектив развития экономики Еврозоны.

Методика экономического анализа стала со временем более совершенной

Анализ динамики валютного курса

В этой связи важную роль при проведении экономического анализа играют макроэкономические прогнозы, составлением которых занимается персонал Евросистемы. Эти прогнозы, подготовкой которых занимаются сотрудники Евросистемы в рамках своих служебных обязанностей, помогают выстроить и рассчитать большое число экономических показателей и обеспечить сопоставимость данных, поступающих из разных источников. В этом смысле они играют ключевую роль в повышении качества оценок перспектив развития экономики, а также кратко- и среднесрочных колебаний уровня инфляции в пределах обозначенной тенденции.

Выражение "прогнозы" употребляется для того, чтобы подчеркнуть, что опубликованные оценки строятся на основе некоего сценария, который исходит из целого ряда предпосылок, в том числе неизменности уровня краткосрочных процентных ставок. Именно такой подход применяется при составлении прогнозов во многих центральных банках с тем, чтобы как можно более наглядно показать отвечающим за проведение денежно-кредитной политики органам возможные варианты развития событий в том случае, если предусмотренные в рамках данной политики процентные ставки будут оставаться неизменными.

Следовательно, нужно ясно отдавать себе отчет в том, что прогнозы, как правило, не могут точно предсказывать будущие события, особенно если речь идет

об отдаленной перспективе. Собственно говоря, в прогнозах описываются сценарии, которым, скорее всего, не суждено материализоваться на практике, поскольку денежно-кредитная политика будет постоянно реагировать на все возникающие угрозы для ценовой стабильности. Поэтому макроэкономические прогнозы темпов инфляции, составляемые персоналом Евросистемы, ни при каких обстоятельствах не следует расценивать как попытку поставить под сомнение решимость Совета управляющих ЕЦБ обеспечивать поддержание ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. Участники рынка, которые определяют уровень заработной платы и цен (т.е. правительство, предприятия и домашние хозяйства), должны исходить из того, что применяемое ЕЦБ количественное определение ценовой стабильности и, в частности, поставленная им задача по удержанию инфляции на уровне чуть ниже 2%, представляют собой оптимальную основу для выстраивания ожиданий относительно средне- и долгосрочных изменений цен.

При составлении макроэкономических прогнозов персонал Евросистемы пользуется определенным набором методов и исходных данных. Для Еврозоны и входящих в нее стран был разработан ряд макроэкономических моделей. В тех случаях, когда применение какой-то одной модели не дает определенного ответа на поставленную задачу, лучше применять несколько разных

моделей, отражающих различные концептуальные подходы к экономике и использующие различные методики, нежели полагаться на некую единственную теорию, пригодную на все случаи жизни. Полученные при помощи этих моделей результаты затем корректируются с учетом профессиональных знаний и опыта экспертов ЕЦБ и НЦБ.

У прогнозов, однако, имеются свои недостатки,...

Хотя составляемые персоналом ЕЦБ макроэкономические прогнозы приносят пользу, у них также имеются свои недостатки. Во-первых, любой прогноз в его окончательном виде во многом определяется лежащей в его основе теорией и применявшимися при его составлении методиками. Любая такая теория неизбежно основывается на упрощенном восприятии действительности, а в некоторых случаях может не учитывать некие ключевые моменты, имеющие самое непосредственное отношение к денежно-кредитной политике.

Во-вторых, экономический прогноз дает лишь общую характеристику будущего состояния экономики и не включает всю необходимую информацию. В частности, в рамках применяемой при составлении прогнозов методологии бывает трудно учесть важные сведения, которые дает анализ финансовых агрегатов, или же какие-то новые сведения, которые появились после того, как прогноз уже составлен.

В-третьих, в прогнозах неизбежно присутствуют субъективные оценки экспертов, а с некоторыми из них вполне можно поспорить. В-четвертых, прогнозы всегда

основываются на определенных предпосылках – скажем, определенном уровне цен на нефть или обменном курсе – которые могут вызывать сомнения или отличаться высокой степенью волатильности, вследствие чего прогноз становится неактуален.

Следует также учитывать и тот факт, что надежность прогнозов заметно снижается по мере увеличения продолжительности охватываемого ими периода. В некоторых случаях, например, когда не понятно, насколько устойчивый характер носит обозначившаяся тенденция в области цен на финансовые активы, центральному банку лучше сразу отреагировать на такие изменения цен путем изменения своих процентных ставок, ибо в противном случае их негативные последствия для ценовой стабильности могут проявиться намного позже, после того, как сроки действия обычных прогнозов уже закончатся.

Наконец, если вести речь об исходных предпосылках, на которых обычно построены применяемые при составлении прогнозов модели, то центральному банку следует ориентироваться на разные источники, чтобы оценивать и сопоставлять их с точки зрения достоверности поступающей из них информации. Чтобы составить полное представление об экономической ситуации и перспективах сохранения ценовой стабильности, Совет управляющих должен использовать разные методы для получения исходной информации и разные параметры при моделировании денежно-кредитной политики, равно как и

... что указывает на необходимость использования различных источников и методик

полагаться на собственные оценки, в особенности, когда речь заходит о том, какова вероятность того, что тот или иной гипотетический сценарий реализуется на практике. Поэтому использование прогнозов всегда должно подкрепляться четким и достаточно обширным анализом действующих в экономике факторов.

В целом, прогнозы играют важную, но не определяющую роль

По всем этим причинам макроэкономические прогнозы персонала ЕЦБ играют важную, но не определяющую роль при выборе стратегии денежно-кредитной политики. Совет управляющих оценивает их наряду со многими другими информационно-аналитическими материалами, которые готовятся в рамках проводимого в ЕЦБ двухкомпонентного анализа. К ним относятся монетарный анализ, а также анализ цен на финансовые активы, анализ конкретных показателей и прогнозов других учреждений. При этом Совет управляющих не несет ответственности за составляемые персоналом прогнозы и использует другие формы документов, в которых излагает и разъясняет свои оценки.

Деньги как номинальный «якорь»

Монетарный анализ

Среди ключевых показателей, динамику которых внимательно анализирует и изучает ЕЦБ, особо следует выделить денежную массу. В основе данного решения лежит признание того факта, что в средн- и долгосрочной перспективе между ростом денежной массы и инфляцией существует тесная связь (в Справочном боксе 3.6 приводится краткий обзор результатов исследований на эту тему). Поскольку наличие такой связи

сомнений не вызывает, у денежно-кредитной политики появляется прочный и надежный номинальный «якорь», который имеет более продолжительные, по сравнению с инфляционными прогнозами, сроки действия. Таким образом, важная роль, которая отводится показателю денежной массы как инструменту стратегии, одновременно обуславливает среднесрочный характер самой стратегии. Более того, принимая решения в рамках своей денежно-кредитной политики и оценивая их последствия не только с точки зрения краткосрочных изменений, поддающихся прогнозированию с помощью финансово-экономического анализа, но и с точки зрения таких факторов, как денежная масса и уровень ликвидности, центральный банк получает возможность «видеть дальше» непосредственных последствий различных шоковых явлений и воздерживаться от излишней активности.

Референтные значения темпов роста денежной массы

Чтобы продемонстрировать свою приверженность монетарному анализу и установить ориентир для оценки изменений в сфере денежного обращения, ЕЦБ объявил о введении референтного значения для «широкого» финансового агрегата М3. Этим референтным значением являются темпы роста М3, которые отвечали бы задаче поддержания среднесрочной ценовой стабильности (в Справочном боксе 3.7 объясняется порядок расчета этого референтного значения).

Таким образом, указанное референтное значение служит «естественным» ориентиром при

Справочный бокс 3.6 Деньги и цены в долгосрочной перспективе

Взаимосвязь между денежной массой и уровнем инфляции в Еврозоне в средне- и долгосрочной перспективе стала темой целого ряда исследований (см. Список литературы). Она рассматривается в этих исследованиях под разными углами зрения и с применением различных методов технико-экономического анализа.

Одна группа работ посвящена изучению взаимосвязи между денежной массой и инфляцией на основе данных, имеющих разную периодичность. Используя различные статистические методики и способы фильтрации данных, авторы этих работ приходят к общему выводу о том, что долгосрочная динамика финансовых агрегатов весьма тесно коррелирует с долгосрочными тенденциями в области цен.

Во второй группе исследований рассматривается вопрос о том, возможно ли на основе данных о денежной массе предсказывать изменения динамики цен (т.е. обладают ли деньги некими свойствами ведущего показателя). Результаты, полученные с помощью различных методов прогнозирования, со всей очевидностью указывают на то, что по темпам роста совокупной денежной массы можно предсказывать инфляцию, особенно с опережением на два года и более. Кроме того, различные монетарные показатели могут содержать в себе косвенную информацию о факторах, представляющих угрозу для ценовой стабильности, поскольку от этих показателей зависят экономические переменные неценового характера, способные со временем влиять на ценообразование. Например, финансовые агрегаты M1 (деньги «в узком смысле») обладают свойствами ведущих показателей по отношению к уровню спроса и связанным с ним циклическим явлениям в экономике. При этом ускорение роста денежной массы и объемов кредитования по сравнению с темпами, достаточными для поддержания неинфляционного экономического роста, может при определенных условиях указывать на усиливающуюся разбалансированность финансовой системы или спекулятивное взвинчивание цен на финансовые активы. Подобная информация может быть одним из ранних признаков нарастания дестабилизирующих факторов в экономике, с потенциально неблагоприятными последствиями для деловой активности и – в среднесрочном плане – для уровня цен.

Наконец, третья группа исследований пыталась объяснить поведение денежной массы, увязав его с целым рядом базовых экономических параметров – таких, как реальный ВВП (являющийся показателем объема сделок) и различные процентные ставки (являющиеся показателем упущенной доходности в результате хранения капитала в денежной форме). Это не только позволяет определить направление и масштабы воздействия вышеуказанных факторов на размеры денежных запасов, но и нередко дает возможность отличить преходящие явления от более долговременных. Поэтому такие модели особенно полезны при изучении природы и последствий шоковых явлений в экономике, влияющих на размеры денежных запасов.

Результаты всех этих исследований носят, в целом, позитивный характер и могут рассматриваться как подтверждающие наличие устойчивой взаимозависимости между номинальными балансами наличных средств и уровнем цен в Еврозоне в средне- и долгосрочной перспективе.

анализе информации об изменениях денежной массы в Еврозоне. Оно служит постоянным напоминанием центральному банку о необходимости соблюдения основополагающего принципа, который гласит, что, реагируя на изменения в экономике, всегда нужно следить за тем, чтобы в долгосрочной перспективе темпы роста денежной массы соответствовали задаче поддержания ценовой стабильности. Однако, поскольку денежно-кредитная политика рассчитана на средне- и долгосрочную перспективу, прямая связь между краткосрочными изменениями в сфере денежного обращения и решениями в рамках денежно-кредитной политики отсутствует. Следовательно, при отклонении темпов роста МЗ от референтного уровня никакой автоматической реакции со стороны денежно-кредитной политики не возникает.

Анализ «особых» факторов

Одно из объяснений данного явления состоит в том, что временами на ситуацию в сфере

денежного обращения воздействуют, так называемые, «особые» факторы, связанные с изменениями в организационно-правовой сфере – например, с изменением порядка налогообложения доходов в виде процентов или прироста капитала. Эти особые факторы могут влиять на размеры денежных запасов постольку, поскольку население и фирмы будут реагировать на изменение условий, касающихся банковских депозитов (включаемых в определение денежной массы), сравнивая их привлекательность с другими формами вложения денег. Однако обусловленные этими особыми факторами изменения в уровне денежной массы не всегда помогают при анализе перспектив ценовой стабильности. Поэтому при проведении монетарного анализа ЕЦБ в первую очередь уделяет внимание основным тенденциям в области денежного обращения и всесторонне оценивает влияние особых факторов и других шоковых явлений на уровень спроса на деньги.

Справочный бокс 3.7 Устанавливаемое ЕЦБ референтное значение роста денежной массы

О важной роли денег в стратегии ЕЦБ свидетельствует тот факт, что банк устанавливает референтное значение темпов роста «широкого» финансового агрегата МЗ. Выбор в пользу данного финансового агрегата подтверждается результатами нескольких технико-экономических исследований о том, что именно агрегат МЗ обладает всеми необходимыми в данном случае свойствами: он прочно увязан с уровнем спроса на деньги и может служить ведущим показателем будущей динамики цен в Еврозоне. Референтное значение роста МЗ определено с таким расчетом, чтобы оно соответствовало целям обеспечения ценовой стабильности. При обычных условиях значительные или долговременные отклонения роста денежной массы от референтного значения указывают на появление факторов, угрожающих ценовой стабильности в среднесрочной перспективе.

Референтное значение определяется исходя из взаимозависимости (динамики) показателей роста денежной массы (ΔM), инфляции (ΔP), реального роста ВВП

(ΔYR) и скорости денежного обращения (ΔV). Согласно этой формуле, известной как «уравнение количественной теории денег», изменение количества денег в экономике равняется изменению номинального объема сделок (что соответствует изменению реального ВВП плюс изменению уровня инфляции) минус изменение скорости денежного обращения. Этот последний параметр можно определить как скорость перехода денег от одного их держателя к другому; он показывает, какой нужен объем денежной массы, чтобы обеспечить тот или иной объем номинальных сделок.

$$\Delta M = \Delta YR + \Delta P - \Delta V$$

Референтное значение рассчитывается исходя из определения ценовой стабильности, которое предполагает, что темпы роста СИПЦ в Еврозоне не должны превышать 2% в год. Кроме того, расчеты референтного значения строятся на основе неких исходных предпосылок, касающихся потенциальных темпов роста объемов производства и тенденций изменения скорости обращения МЗ в среднесрочной перспективе. В 1998 году, на базе оценок международных организаций и ЕЦБ, среднесрочный показатель потенциального роста реального ВВП в Еврозоне был установлен на уровне 2-2½% в год. Для расчета предполагаемой скорости обращения применялись различные подходы, учитывающие как простые (одномерные) тенденции, так и информацию, основанную на более сложных моделях денежного спроса. Полученные результаты в совокупности указывали на снижение скорости обращения МЗ примерно на ½-1% в год. Исходя из этих предположений, Совет управляющих в декабре 1998 года установил референтный показатель ЕЦБ на уровне 4½% в год. Кроме того, он также постановил, что для сопоставления с референтным уровнем будет использоваться скользящее среднее значение темпов роста «широкого» показателя денежной массы за три месяца в рамках 12-месячного цикла. Такая методика призвана «нивелировать» месячные колебания, которые могут быть довольно значительными.

В течение 1999-2002 годов Совет управляющих в конце каждого года проверял, насколько правильными оказались использованные им предположения относительно среднесрочных тенденций роста потенциальных объемов производства и скорости обращения МЗ, которые были положены в основу расчетов референтного значения. Поскольку каких-либо новых фактов, указывающих на необходимость проведения существенной корректировки этих исходных предположений, выявлено не было, референтное значение оставалось неизменным в течение всего этого времени. В мае 2003 года Совет управляющих решил отказаться от практики ежегодного пересмотра референтного значения для МЗ, ибо опыт показал, что исходные предпосылки, касающиеся среднесрочных тенденций, меняются не так часто.

В то же время Совет управляющих дал понять, что он намерен и впредь следить за тем, чтобы условия и предпосылки, на основе которых рассчитывается референтное значение, соответствовали действительности, и сообщать о любых их изменениях, как только в них возникнет необходимость.

Как отмечалось выше, анализ тенденций в сфере денежного обращения не ограничивается контролем за тем, чтобы темпы роста МЗ соответствовали референтному значению. В этом смысле методика проведения монетарного анализа учитывает особенности организации и порядка работы валютно-финансового сектора. Регулярно анализируя состояние денежного обращения в Еврозоне, ЕЦБ также использует моделирование денежного спроса и динамики монетарных показателей при помощи целой серии микромоделей, которые были разработаны и рекомендованы в опубликованных исследованиях сотрудников ЕЦБ и ученых-теоретиков.

В процессе монетарного анализа используется всесторонняя оценка состояния ликвидности на основе информации о сопутствующих росту МЗ изменениях балансовых счетов (т.е. о соответствующих МЗ статьях консолидированного баланса сектора КФУ, включая кредиты частному сектору), а также о структуре роста МЗ (т.е. о его компонентах). Подробный анализ балансовых показателей и структуры роста МЗ помогает вычленил из информации о процессах в денежно-кредитной сфере сигналы, указывающие на долгосрочные инфляционные тенденции. Особое внимание в этой связи уделяется наиболее ликвидным компонентам МЗ, и, прежде всего, агрегату М1, так как они лучше всего отражают мотивации участников сделок, не желающих вкладывать имеющиеся у них денежные средства в активы, и, таким образом, наиболее точно

характеризуют суммарные объемы расходов.

В то же время правильное понимание взаимозависимости между МЗ и его «аналогами» помогает лучше разобраться в том, обусловлены ли происходящие изменения темпов роста денежной массы изменениями в структуре инвестиционных портфелей и в какой мере они могут повлиять на уровень цен.

Наконец, если денежная масса и объемы кредитов растут опережающими темпами, т.е. быстрее, чем это требуется для поддержания неинфляционного экономического роста, то при определенных условиях это может стать упреждающим сигналом, вместе с другими характерными признаками, о надвигающейся дестабилизации в финансовой области. Такая информация имеет прямое отношение к денежно-кредитной политике, ибо разбалансированность в финансовой области или спекулятивное взвинчивание цен на фондовых рынках могут вызвать дестабилизацию деловой активности, а затем – дестабилизацию цен в среднесрочной перспективе.

Перекрестная проверка информации, полученной с помощью обоих видов анализа

Когда Совет управляющих принимает решение о соответствующей позиции в рамках денежно-кредитной политики, применение двух разных методик анализа позволяет ему производить сверку показателей, полученных с помощью краткосрочного

Сверка
результатов
двух анализов

Схема 3.2 Стратегия ориентированной на поддержание стабильности денежно-кредитной политики ЕЦБ



экономического и долгосрочного монетарного анализов. Как уже объяснялось выше, благодаря такой перепроверке обеспечивается надлежащий учет всей необходимой информации, имеющей важное значение для определения будущих тенденций в области цен. При этом активно используется взаимодополняющий характер обеих методик, что позволяет наилучшим образом обеспечить последовательное и эффективное использование всей информации, необходимой для прогнозирования динамики цен в будущем и, одновременно, способствует принятию продуманных решений и их разъяснению общественности (см. Схему 3.2). Таким образом, снижается опасность просчетов в политике, которые могут возникать, когда центральный банк явно переоценивает значение какого-то одного показателя, слишком сильно доверяет какому-то одному типу прогнозов или эконометрической

модели. Избрав диверсифицированный подход к оценке факторов, определяющих состояние экономики, ЕЦБ руководствуется такой стратегией, которая нацелена на выработку обоснованной денежно-кредитной политики в труднопредсказуемых условиях.

3.6 ПОДОТЧЕТНОСТЬ, ТРАНСПАРЕНТНОСТЬ И ИНФОРМИРОВАНИЕ ОБЩЕСТВЕННОСТИ

Независимость, подотчетность и транспарентность центрального банка

Как уже отмечалось в Главе 1, имеются веские основания в пользу того, чтобы задача по поддержанию ценовой стабильности возлагалась на независимый центральный банк, который был бы огражден от возможного политического давления. Вместе с тем, в условиях демократии независимость центробанка должна сочетаться с его подотчетностью

Независимость и подотчетность

обществу и его выборным органам. Под подотчетностью понимается юридическое и политическое обязательство независимого центрального банка надлежащим образом разъяснять и обосновывать свои решения перед гражданами и их выборными представителями, которые спрашивают с него за достижение поставленных целей. Подотчетность – это важнейшая составляющая демократической легитимности. Основой демократической легитимности делегирования независимому центральному банку ответственности за проведение денежно-кредитной политики является наличие у него четко сформулированных полномочий, нацеливающих деятельность банка, в первую очередь, на поддержание ценовой стабильности, что позволяет обществу лучше контролировать выполнение банком своих обязанностей. В этом смысле подотчетность оказывает на центральный банк дисциплинирующее воздействие, заставляя его работать как можно лучше.

Порядок подотчетности центрального банка зависит от существующей организационно-правовой системы и от характера его полномочий. Уставные задачи ЕЦБ как органа, учрежденного в соответствии с Договором и действующего в рамках предоставленных ему полномочий, заключаются в поддержании ценовой стабильности и выполнении других присущих центральному банку функций в масштабах всей Еврозоны. Соответственно, ЕЦБ подотчетен в первую очередь гражданам

Европейского Союза, на волеизъявлении которых зиждется легитимность Договора, а с формальной точки зрения – Европейскому парламенту как единственному институту объединенной Европы, который формируется путем прямого голосования гражданами ЕС.

Характер отношений между ЕЦБ и Европейским парламентом определен положениями Договора и полностью согласуется с независимым статусом Евросистемы. Договор устанавливает для ЕЦБ различные виды отчетности (например, представление годового отчета Европейскому парламенту, Комиссии и Совету ЕС) и требует, чтобы руководители Банка регулярно выступали с сообщениями и представляли информацию Европейскому парламенту (см. Главу 1).

Другая концепция, которая тесно связана с подотчетностью, но имеет при этом самостоятельное значение – это принцип «транспарентности» в работе центрального банка. Под «транспарентностью» понимается соблюдение центральным банком требований о предоставлении общественности и участникам рынка любой существенно важной информации, касающейся стратегии, оценок, политики и порядка работы банка, причем такая информация должна предоставляться открыто, своевременно и в доступной форме. Большинство современных центробанков, включая и ЕЦБ, считают транспарентность важнейшей составной частью денежно-кредитной политики,

Отношения ЕЦБ с Европейским парламентом

Транспарентность

ЕЦБ подотчетен гражданам Европейского Союза

подчеркивая важное значение эффективного информирования общественности и взаимодействия с нею. Все усилия по обеспечению большей прозрачности, в конечном счете, направлены на то, чтобы сделать денежно-кредитную политику более понятной гражданам, а это значит, что она будет вызывать к себе большее доверие с их стороны и будет более эффективной.

Как обеспечивается прозрачность центрального банка?

Прозрачность предусматривает, что центральный банк должен в первую очередь четко разъяснить, как он понимает свои задачи, и ясно изложить цели своей политики. Это помогает общественности лучше контролировать и оценивать его работу. Кроме того, центральный банк должен разъяснять аналитический подход, которым он руководствуется при принятии своих внутренних решений и при оценке экономической ситуации, а также достаточно часто выступать перед общественностью с экономическим обоснованием проводимого им курса. С этой точки зрения, уровень прозрачности в работе центрального банка может возрасти, если принятие решений внутри банка и ведение информационной работы с общественностью будут осуществляться на единой основе, в частности, на основе публично объявленной банком стратегии осуществления его денежно-кредитной политики.

Благодаря прозрачности повышается эффективность денежно-кредитной политики, поскольку...

В вопросах прозрачности главная задача ЕЦБ состоит в том, чтобы обеспечивать эффективное выполнение денежно-кредитной политикой ее официально провозглашенных целей.

Прозрачность способствует повышению эффективности денежно-кредитной политики несколькими путями.

Во-первых, если центральный банк ясно понимает, в чем состоят его задачи и как их надо решать, то это повышает доверие к нему со стороны населения. Если население считает, что центральный банк может и намерен добиваться своих программных целей, то это поставит надежный заслон росту инфляционных ожиданий. Особенно полезными в этой связи представляются периодические сообщения о том, как центральный банк оценивает состояние экономики. Центральные банки должны честно и откровенно сказать, какие проблемы поддаются – а, главное, какие не поддаются – решению средствами денежно-кредитной политики (см. Раздел 3.1).

...она способствует укреплению доверия,...

Во-вторых, если банк строго соблюдает принцип прозрачности, то его руководство более жестко контролирует свои собственные действия, что помогает обеспечить большую последовательность при принятии решений и их разъяснении общественности. Если за проведением денежно-кредитной политики осуществляется общественный контроль, то это служит дополнительным стимулом к тому, чтобы руководящие органы старались как можно лучше выполнять свои обязанности.

...заставляет руководство банка лучше контролировать свои собственные действия...

В-третьих, обеспечивая гласность стратегических направлений своей денежно-кредитной политики и регулярно сообщая свою оценку экономической ситуации,

...и помогает участникам рынка лучше ориентироваться в ситуации на финансовых рынках

центральный банк тем самым помогает сориентироваться участникам рынка с тем, чтобы они более точно и правильно выстраивали свои ожидания. Благодаря этому рынок начинает лучше понимать, как денежно-кредитная политика реагирует на различные экономические изменения и шоковые явления, и более отчетливо представлять себе общий вектор этой политики в среднесрочной перспективе, что делает принимаемые решения более предсказуемыми.

В процессе денежно-кредитного регулирования такая предсказуемость имеет большое значение: если центральные банки непосредственным образом контролируют лишь уровень краткосрочных процентных ставок, то для осуществления денежно-кредитной политики в масштабах всей экономики не менее важное значение имеют ожидания участников рынка в отношении того, в каком направлении будут изменяться эти ставки в более долгосрочной перспективе и каким будет размер «премии за риск», которую им придется платить кредиторам. Если экономические субъекты более или менее отчетливо представляют себе, как будет реагировать политика на происходящие события в экономике, то любые (ожидаемые) изменения в этой политике быстро проявятся в финансовых показателях. Это в свою очередь ускоряет процесс воздействия денежно-кредитной политики на поведение инвесторов и потребителей и обеспечивает более оперативную корректировку экономической ситуации, т.е. делает

денежно-кредитную политику потенциально более эффективной.

Роль денежно-кредитной стратегии в информировании общественности

Для того чтобы денежно-кредитная политика была более понятной населению, оно должно иметь хотя бы общее представление о том, как она формируется. Однако на практике бывает нелегко в доступной форме донести до общественности внятную, исчерпывающую и детальную информацию обо всех стадиях и технических аспектах внутреннего процесса определения этой политики.

Поэтому при информировании общественности о денежно-кредитной политике нередко приходится идти на компромиссы. Транспарентность подразумевает нечто большее, чем простое раскрытие информации. Она требует изложения информации в доступной для граждан форме.

Однако ясность изложения не должна достигаться за счет того, что в разъяснениях выпускаются важные нюансы, связанные с процессом формирования денежно-кредитной политики. Любые такие разъяснения должны отражать тот факт, что денежно-кредитная политика проводится в сложной, труднопредсказуемой и постоянно меняющейся обстановке. Когда заходит речь о подготовке информационно-справочных материалов, предназначенных для внешней аудитории, следует помнить о том, что их ценность будет тем больше, чем более точным будет содержащийся в них анализ этой обстановки. При разъяснении

При
разъяснении
денежно-
кредитной
политики
общественности
...

... необходимо в
доступной
форме
рассказать о
том, как
происходит ее
формирование,
...

...не исказив
при этом
содержание и
смысл принятых
ЕЦБ решений

стратегии ЕЦБ для внешней аудитории ее описание может показаться более сложным, чем в случае с другими, аналогичными стратегиями (такими как, например, монетарное или инфляционное таргетирование – см. Справочный бокс 3.2), но оно, тем не менее, будет правдиво отражать диверсифицированный подход к денежно-кредитной политике, который применяет Европейский центральный банк при принятии своих решений.

Эффективное информирование общественности также требует от центрального банка умения общаться с различными аудиториями и использовать для этого самые разные средства. Поэтому ЕЦБ в своей информационной работе идет дальше формальных требований Договора и принимает дополнительные меры с целью обеспечения подотчетности и транспарентности (см. Справочный бокс 3.8).

Справочный бокс 3.8 Основные каналы, используемые ЕЦБ для информирования общественности

Двумя важнейшими каналами, которые ЕЦБ использует для распространения информации, являются ежемесячные пресс-конференции, проводимые его Председателем и Заместителем председателя непосредственно по окончании первого в текущем месяце заседания Совета управляющих, и Ежемесячный бюллетень ЕЦБ. Во вступительных заявлениях Председателя ЕЦБ на таких пресс-конференциях дается всесторонний анализ текущей экономической ситуации в разрезе денежно-кредитной политики. Тексты этих заявлений воспроизводят структуру денежно-кредитной стратегии ЕЦБ и предварительно согласовываются с членами Совета управляющих. В рамках ежемесячных пресс-конференций, на которых присутствуют представители различных СМИ из всех стран Еврозоны и других государств, отводится время на вопросы и ответы. Такие пресс-конференции дают возможность своевременно и беспристрастно разъяснить общественности очередные решения в области денежно-кредитной политики. Стенограммы пресс-конференций размещаются на вебсайте ЕЦБ через несколько часов после их завершения. Таким образом, пресс-конференция представляет собой эффективный канал для оперативного информирования общественности и разъяснения вопросов, обсуждаемых в Совете управляющих, и, соответственно, процесса принятия решений, касающихся денежно-кредитной политики.

В Ежемесячном бюллетене вниманию общественности и участников финансовых рынков предлагается подробный и всеобъемлющий анализ экономической ситуации. Обычно Бюллетень выходит через неделю после заседания Совета управляющих и содержит сведения, которыми располагал Совет на момент принятия им политических решений. В Ежемесячном бюллетене также публикуются статьи, посвященные анализу долгосрочных тенденций, рассмотрению общих проблем и аналитических методик, которые применяются Евросистемой в рамках денежно-кредитной стратегии.

Кроме того, четыре раза в год Председатель ЕЦБ выступает на заседаниях Комитета Европейского парламента по экономическим и валютным вопросам.

Обычно Председатель разъясняет принятые ЕЦБ решения по вопросам политики и отвечает на вопросы членов Комитета. Заседания Комитета открыты для общественности, а стенограммы выступлений Председателя Банка публикуются после окончания заседания на вебсайтах Европейского парламента и ЕЦБ. На заседаниях Комитета также выступают другие члены Исполнительного совета ЕЦБ.

Члены Совета управляющих часто выступают перед общественностью. Выступления Председателя и других членов Исполнительного совета и Совета управляющих обеспечивают хорошую возможность разъяснить общественности позицию ЕЦБ. Другой важный канал для выхода на международную или целевую местную аудиторию – это интервью с членами Совета управляющих. Кроме того, ЕЦБ часто принимает у себя многочисленные группы представителей общественности и специалистов из самых различных организаций. Банк проводит политику открытого диалога с научными кругами. Результаты исследований технического характера и исследования по вопросам политики, представляющие интерес для более широкого круга читателей, публикуются сотрудниками ЕЦБ, соответственно, в сборниках рабочих документов и неперидических тематических изданиях.

Наконец, транспарентный характер денежно-кредитной политики также предполагает своевременную публикацию в полном объеме собранных ЕЦБ статистических данных после того, как подтверждена их достоверность. При содействии национальных центробанков ЕЦБ осуществляет сбор статистики по валюте, банкам и другим, связанным с финансами вопросам, информации о платежных балансах и объемах международных инвестиций, а также ведет статистику финансовых счетов по странам Еврозоны (см. Справочный бокс 3.5). Путем своевременной публикации этих данных ЕЦБ знакомит общественность с имеющейся у него информацией о развитии экономики стран Еврозоны и тем самым способствует лучшему пониманию решений Совета управляющих в области денежно-кредитной политики.

Поскольку Евросистеме приходится строить свою работу в условиях культурного многообразия и многоязычной среде, важная роль в информировании участников рынка и общественности в разных странах принадлежит НЦБ. Они поддерживают тесные контакты с местной и региональной аудиториями и разъясняют принятые в рамках денежно-кредитной политики решения на разных языках и с учетом национальных особенностей.

4 ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В данной главе объясняется механизм осуществления решений в области денежно-кредитной политики с помощью имеющихся в ее распоряжении инструментов. В первом разделе перечислены цели и принципы, которые положены в основу функционирования операционных механизмов Евросистемы. Во втором разделе приводится краткое описание основных инструментов денежно-кредитной политики (операции на открытом рынке, постоянно действующие механизмы и система минимальных резервов). В последующих разделах более подробно рассматриваются сами эти инструменты и то, как они применяются для удовлетворения потребностей банков в ликвидных средствах на примере баланса центрального банка. В последнем разделе содержится краткий анализ результатов функционирования операционных механизмов за первые четыре с половиной года осуществления единой денежно-кредитной политики.

4.1 ОБЩИЕ ПРИНЦИПЫ И ЗАДАЧИ, ПОЛОЖЕННЫЕ В ОСНОВУ РАЗРАБОТКИ ОПЕРАЦИОННЫХ МЕХАНИЗМОВ

Денежный рынок и передаточный механизм денежно-кредитной политики

Как уже отмечалось в Главе 3, краткосрочные ставки денежного рынка играют важную роль в обеспечении функционирования передаточного механизма денежно-кредитной политики. Денежно-кредитная политика оказывает значительное влияние на краткосрочные номинальные процентные ставки на денежном рынке. Фиксируя процентные ставки, денежно-кредитная политика различными путями влияет на экономику и, в конечном счете, на уровень цен.

Операционные механизмы...

Для выполнения своей основной задачи Евросистема имеет в своем распоряжении ряд инструментов и процедур денежно-кредитной политики. Они образуют операционные механизмы, применяемые для реализации денежно-кредитной политики.

Как у операционных механизмов, так и у стратегии денежно-кредитной политики имеются свои конкретные задачи. Стратегия определяет, какой уровень процентных ставок нужен на денежном рынке, чтобы обеспечить ценовую стабильность в среднесрочной перспективе, в то время как операционные механизмы определяют, как обеспечить такой уровень процентных ставок при помощи имеющихся инструментов денежно-кредитной политики.

...и стратегия денежно-кредитной политики

Центральный банк управляет краткосрочными ставками на денежном рынке, посылая ему сигналы о том, какую позицию банк занимает в рамках денежно-кредитной политики, и регулируя уровень ликвидности на денежном рынке. Являясь единственным эмитентом банкнот и банковских резервов, центральный банк полностью контролирует валютную базу. Валютная база Еврозоны включает в себя валюту (банкноты и

Операционные механизмы регулируют процентные ставки и управляют ликвидностью, ...

монеты) в обращении, резервы контрагентов Евросистемы, а также средства, привлекаемые через депозитный механизм. В балансе Евросистемы эти статьи проходят как обязательства. Резервы далее подразделяются на требуемые (минимальные) и избыточные. В рамках системы минимальных резервов контрагенты обязаны держать свои резервные средства на счетах в национальных центральных банках (см. Раздел 4.3). Дополнительно к таким требуемым резервам кредитные учреждения обязаны держать в рамках Евросистемы избыточные резервы, которые обычно составляют небольшие суммы.

В силу своего монопольного положения центральный банк способен управлять уровнем ликвидности на денежном рынке и влиять на уровень действующих на нем процентных ставок.

Помимо управления процентными ставками за счет регулирования уровня ликвидности, центральный банк может также обозначать на денежном рынке свою позицию в рамках денежно-кредитной политики. Это обычно делается путем изменения условий, на которых центральный банк готов заключать сделки с кредитными учреждениями.

Центральный банк также ставит перед собой задачу обеспечивать стабильное функционирование денежного рынка и содействовать удовлетворению потребностей кредитных учреждений в ликвидных средствах. Это достигается путем регулярного предоставления кредитным

учреждениям возможностей рефинансирования и кредитов, которые позволяют им регулировать сальдо на конец дня и сглаживать временные колебания объемов ликвидности.

Операционные механизмы Евросистемы основаны на принципах, закрепленных в Договоре об учреждении Европейского союза. Статья 105 Договора гласит, что при решении своих задач Евросистема «действует в соответствии с принципами открытой рыночной экономики со свободной конкуренцией, способствуя при этом рациональному распределению ресурсов».

Помимо принципов, сформулированных в Договоре о Евросоюзе, операционные механизмы призваны обеспечивать соблюдение ряда других основополагающих принципов. Важнейшим и самым главным из них является принцип «операционной эффективности». Операционную эффективность можно определить как способность операционных механизмов быстро и четко обеспечивать воздействие решений, принимаемых в рамках денежно-кредитной политики, на краткосрочные процентные ставки денежного рынка, которые, в свою очередь, влияют на уровень цен через передаточный механизм денежно-кредитной политики.

Другие важные принципы работы операционных механизмов включают создание одинаковых условий для кредитно-финансовых учреждений и обеспечение единых правил и процедур. Все кредитные учреждения должны быть

Руководящими принципами операционных механизмов являются принципы открытой рыночной экономики,...

...операционной эффективности, ...

...равноправия кредитно-финансовых учреждений и унификации правил и процедур,...

...обозначают направление денежно-кредитной политики...

...и обеспечивают стабильное функционирование денежного рынка

поставлены в одинаковые условия, независимо от того, какими объемами средств они оперируют и в какой стране Еврозоны они находятся. Унификация правил и процедур способствует обеспечению равноправия путем создания одинаковых условий для заключения сделок всеми кредитными учреждениями в рамках Евросистемы.

...децентрализации осуществления, ...

Другой важной отличительной особенностью Евросистемы является децентрализация денежно-кредитной политики. Соответственно, операции в рамках денежно-кредитной политики, как правило, осуществляются через национальные центральные банки; это означает, что ЕЦБ координирует операции, а национальные центральные банки их осуществляют.

...а также простоты, транспарентности, преемственности, безопасности и экономичности

Кроме того, операционные механизмы должны отвечать следующим требованиям: они должны быть простыми и обеспечивать транспарентность, преемственность, безопасность и экономичность. Простота и транспарентность способствуют правильному пониманию намерений, лежащих в основе операций в рамках денежно-кредитной политики. Принцип преемственности предполагает отсутствие резких изменений в инструментах и процедурах, чтобы участвующие в операциях денежно-кредитной политики центральные банки и их контрагенты могли опираться на имеющийся у них опыт. Принцип безопасности требует, чтобы финансовый и операционный риски Евросистемы были сведены к минимуму, а

экономичность предполагает низкий уровень связанных с функционированием операционных механизмов затрат Евросистемы и ее контрагентов.

4.2 ОБЩИЙ ОБЗОР ОПЕРАЦИОННЫХ МЕХАНИЗМОВ ЕВРОСИСТЕМЫ

Подробное описание операционных механизмов Евросистемы приводится в публикации ЕЦБ под названием «Осуществление денежно-кредитной политики в Еврозоне: общая документация по инструментам и процедурам денежно-кредитной политики Евросистемы».

В Таблице 4.1 перечислены основные характеристики двух видов операций, которые предусмотрены в Евросистеме для осуществления денежно-кредитной политики: операции на открытом рынке и постоянно действующие механизмы. Наиболее важными являются операции на открытом рынке. Это название применяется к операциям, которые осуществляются по инициативе центрального банка, обычно на денежном рынке. Как указывалось в Разделе 2.5, «денежный рынок» означает рынок, где сделки заключаются на срок, как правило, не более одного года. Операции на открытом рынке играют важную роль в управлении процентными ставками, обозначая позицию ЕЦБ в рамках денежно-кредитной политики и регулируя уровень ликвидности на денежном рынке.

Операции на открытом рынке

Таблица 4.1 Операции на открытом рынке и постоянно действующие механизмы Евросистемы

Операции в рамках денежно-кредитной политики	Типы сделок ¹⁾		Сроки	Периодичность
	Выделение ликвидности	Поглощение ликвидности		
Операции на открытом рынке				
Основные операции по рефинансированию	• Обратные сделки	-	• Одна неделя ²⁾	• Ежедневно
Долгосрочные операции по рефинансированию	• Обратные сделки	-	• Три месяца	• Ежемесячно
Корректировочные операции	• Обратные сделки	• Валютные свопы	• Не стандартизированы	• Нерегулярно
	• Валютные свопы	• Привлечение срочных депозитов		
	• Обычные сделки покупки	• Обратные сделки • Обычные сделки продажи		
Структурные операции	• Обратные сделки	• Выпуск долговых сертификатов	• Стандартизированы/не стандартизированы	• Регулярно и нерегулярно
	• Обычные сделки покупки	• Обычные сделки продажи		
Постоянно действующие механизмы				
Резервный механизм ломбардного кредитования	• Обратные сделки	-	• До начала следующего рабочего дня	• Доступ по усмотрению контрагента
Депозитный механизм		• Депозиты	• До начала следующего рабочего дня	• Доступ по усмотрению контрагента

1) См. описание типов сделок на открытом рынке в Справочном боксе 4.3.

2) С 10 марта 2004 г. Ранее сроки составляли две недели (см. Справочный бокс 4.2).

Основные операции по рефинансированию

Основные операции по рефинансированию (ООР) являются главными операциями на открытом рынке и представляют собой важнейший инструмент денежно-кредитной политики Евросистемы. Посредством основных операций по рефинансированию Евросистема предоставляет заемные средства своим контрагентам. Займы всегда

предоставляются под залог, чтобы защитить Евросистему от финансовых рисков. В Справочном боксе 4.1 содержится информация о контрагентах операций денежно-кредитной политики Евросистемы и о залоге, который требуется в рамках сделок по предоставлению ликвидности.

Обратные сделки

Кредитование посредством операций на открытом рынке обычно осуществляется в форме обратных сделок. При совершении сделок такого рода центральный банк приобретает активы по соглашению о выкупе активов или выделяет заем под активы, предоставленные в качестве залога (см. Справочный бокс 4.3). Таким образом, обратные сделки – это операции, которые предполагают лишь временное отчуждение активов и проводятся на открытом рынке с целью предоставления ликвидных средств на заранее определенный и ограниченный срок.

Постоянно действующие механизмы

Для того чтобы управлять краткосрочными процентными ставками на денежном рынке и, в частности, ограничивать их колебания, Евросистема создала для своих контрагентов два постоянно действующих механизма: резервный механизм ломбардного («овернайт») кредитования и депозитный механизм. Оба механизма действуют

в течение строго ограниченного периода времени – до начала следующего рабочего дня, а доступ к ним предоставляется контрагентам по их желанию. Процентная ставка, установленная для резервного механизма ломбардного кредитования, как правило, значительно выше соответствующей рыночной ставки, а для депозитного механизма – значительно ниже рыночной ставки. В результате кредитные учреждения обычно прибегают к постоянно действующим механизмам только в самом крайнем случае. Поскольку ограничения на доступ к этим механизмам отсутствуют (за исключением требования залога в случае использования механизма ломбардного кредитования), их процентные ставки обычно представляют собой верхний и нижний пределы ставки по однодневным депозитам на денежном рынке. Более подробно эти инструменты рассматриваются в Разделе 4.5.

Справочный бокс 4.1 | Контрагенты и залог

1. Контрагенты

Механизмы денежно-кредитной политики Евросистемы устроены таким образом, чтобы обеспечить участие в них максимально большого числа контрагентов. Контрагенты по операциям в рамках денежно-кредитной политики в Евросистеме должны отвечать определенным квалификационным критериям. Эти критерии формулируются таким образом, чтобы обеспечить соблюдение принципа равноправия учреждений во всей Еврозоне и выполнение контрагентами определенных операционных и пруденциальных требований. Общие квалификационные критерии являются едиными на всей территории Еврозоны.

Для того чтобы стать контрагентом, кредитное учреждение должно быть участником системы минимальных резервов Евросистемы и быть стабильным с финансовой точки зрения. Кроме того, контрагенты обязаны соблюдать все операционные критерии, которые предусмотрены в соответствующих контрактных и нормативных документах и применяются национальным центральным банком (или Европейским центральным банком) для обеспечения эффективного осуществления операций в рамках денежно-кредитной политики

Евросистемы. По состоянию на конец июня 2003 года, в Евроне на считывалось 6 776 кредитных учреждений. Однако только 2 243 учреждения соответствовали операционным критериям участия в операциях на открытом рынке. Операционным критериям доступа к резервному механизму ломбардного кредитования и депозитному механизму отвечали 2 749 и 3 188 учреждений, соответственно. Однако контрагентов, реально участвующих в операциях на открытом рынке, обычно бывает значительно меньше, чем учреждений, отвечающих этим требованиям. В первой половине 2003 года общее число контрагентов, участвовавших в аукционах в рамках основных операций по рефинансированию, составляло в среднем 252. В то же самое время число контрагентов, участвовавших в долгосрочных операциях по рефинансированию, составляло в среднем 136.

Кредитное учреждение, отвечающее общим квалификационным критериям, может получить доступ к постоянно действующим механизмам Евросистемы и принять участие в операциях на открытом рынке в рамках стандартных аукционов через центральный банк того государства-члена, в котором оно находится. Если кредитное учреждение имеет организации (головной офис и отделения) в нескольких государствах-членах, каждая организация имеет доступ к этим операциям через центральный банк того государства-члена, в котором она находится. Однако в внутри каждого государства-члена заявку на участие учреждения в аукционе может подавать только одна из входящих в его состав организаций (либо головной офис, либо конкретное отделение).

Операции в рамках денежно-кредитной политики Евросистемы осуществляются в децентрализованном порядке. Децентрализованный подход отличается высокой эффективностью и не дает сбоев благодаря тщательной подготовке и хорошо налаженной работе информационных систем. Евросистема по-прежнему пользуется преимуществами, которые приносят ей тесные контакты, установившиеся за многие годы между национальными центральными банками и местными контрагентами.

2. Залог

Статья 18.1 Устава Европейской системы центральных банков позволяет Европейскому центральному банку и национальным центральным банкам совершать сделки на финансовых рынках посредством продажи и покупки реальных активов напрямую или по соглашениям об обратном выкупе активов, а также требует, чтобы все кредитные операции в рамках Евросистемы обеспечивались достаточным залогом. Это требование призвано защитить Евросистему от финансового риска. Поэтому все операции по предоставлению ликвидности в рамках Евросистемы обеспечены реальными активами, которые вносят контрагенты.

Чтобы защитить Евросистему от потерь, обеспечить соблюдение принципа равноправия контрагентов и повысить операционную эффективность, реальные активы должны соответствовать определенным требованиям, что делает возможным их использование в операциях денежно-кредитной политики Евросистемы. Чтобы обеспечить соблюдение принципа равноправия, Евросистема

разрешает принимать в качестве залога финансовые инструменты и частных, и государственных заемщиков.

В связи с тем, что в разных государствах-членах действуют разные финансовые структуры, Евросистема различает (в основном, по причинам внутреннего характера) две категории активов, которые могут использоваться в операциях в рамках денежно-кредитной политики. Эти две категории именуются, соответственно, активами первого и второго уровней. К активам первого уровня относятся ликвидные долговые инструменты, которые соответствуют единым для всей Еврозоны квалификационным критериям, установленным ЕЦБ. Активы второго уровня включают в себя дополнительные ликвидные и неликвидные активы, которые имеют особое значение для национальных финансовых рынков и банковских систем. Квалификационные критерии применительно к этим активам определяются НЦБ при условии, что они отвечают минимальным требованиям, установленным ЕЦБ. Контрагенты Евросистемы могут использовать отвечающие требованиям активы «за границей», т.е. могут получать средства от НЦБ государства-члена, в котором они расположены, а в качестве обеспечения использовать активы, находящиеся в другом государстве-члене. Этот трансграничный механизм обеспечивает учреждениям на всей территории Еврозоны возможность использовать весь перечень активов первого уровня, установленный ЕЦБ, и национальные активы второго уровня. Наконец, на все отвечающие требованиям активы распространяется действие конкретных мер по минимизации рисков, которые определяются с учетом рыночной практики.

Процентный коридор постоянно действующих механизмов

Определяя уровень процентных ставок для постоянно действующих механизмов, Совет управляющих устанавливает коридор, в пределах которого может колебаться процентная ставка по однодневным кредитам на денежном рынке. График 4.1, на котором отражена динамика ключевых процентных ставок ЕЦБ с января 1999 года, также показывает, как процентные ставки постоянно действующих механизмов определяли максимальное и минимальное значения рыночной процентной ставки по кредитам «овернайт» (ЭОНИЯ).⁸

Как можно заметить на Графике 4.1, значение индекса ЭОНИЯ, в общем и целом, приближалось к ставке по основным операциям рефинансирования, что подтверждает важность этих операций как главного инструмента денежно-кредитной политики в рамках Евросистемы. На Графике 4.1 можно также заметить, что периодически происходят скачки индекса ЭОНИЯ. Оба эти явления объясняются особенностями функционирования системы минимальных резервов Евросистемы, порядок работы которой подробно рассматривается в Разделе 4.3. Наконец, на Графике 4.1 видно, что разница в ставках,

ЭОНИЯ, ключевые процентные ставки ЕЦБ и система минимальных резервов

⁸ Средний индекс процентных ставок по кредитам «овернайт» (ЭОНИЯ) в Еврозоне распространяет Европейская банковская федерация. Это средневзвешенный показатель всех обеспеченных однодневных ссуд, предоставленных группе наиболее активных на денежном рынке банков.

График 4.1 Ключевые процентные ставки ЕЦБ и индекс ЭОНИЯ

(% в год; ежедневные данные)



Источник: ЕЦБ.

1) До 28 июня 2000 года основные операции по рефинансированию проводились в форме аукционов с фиксированными ставками. Начиная с 28 июня 2000 года, основные операции по рефинансированию проводились в форме аукционов с плавающими ставками, при этом заранее объявлялась минимальная ставка. Минимальная ставка на аукционе означает минимальную процентную ставку, которая может указываться в заявках контрагентов (см. Раздел 4).

применяемых постоянно действующими механизмами и в основных операциях рефинансирования, с апреля 1999 года по июнь 2003 года оставалась неизменной (плюс-минус один процентный пункт).⁹

4.3 МИНИМАЛЬНЫЕ РЕЗЕРВЫ

Описание системы

Согласно требованиям ЕЦБ, кредитные учреждения должны в обязательном порядке держать депозиты на счетах в ЕЦБ; они называются минимальными или требуемыми резервами.¹⁰ Сумма требуемых резервов каждого кредитного учреждения определяется его базой для расчета резервов. База для расчета резервов кредитного учреждения вычисляется на основании позиций по соответствующим статьям его

Требуемые резервы и база для расчета резервов

⁹ В качестве переходной меры в период с 4 по 21 января 1999 года был установлен узкий коридор в размере плюс-минус 0,25 процентного пункта с целью содействия адаптации к единому операционному механизму.

¹⁰ Юридические рамки системы минимальных резервов основаны на положениях Статьи 19 Статута ЕЦБ. Конкретные положения, касающиеся системы резервов, содержатся в нескольких нормативных документах, наиболее важными из которых являются Постановление Евросовета № 2531/98 о применении системы резервов ЕЦБ и Постановление ЕЦБ № 2818/98 о применении системы резервов (ЕСВ/1998/15) с поправками.

баланса. В Таблице 4.2 перечислены основные статьи обязательств, которые включаются в базу для расчета резервов.¹¹

Норматив по резервированию

Чтобы рассчитать объем требуемых резервов кредитного учреждения, значение базы умножается на норматив по резервированию. ЕЦБ применяет единый норматив по отношению к большинству показателей, которые входят в базу для расчета резервов. Норматив по резервированию был установлен на уровне 2% в начале Этапа III в создании Экономического и валютного союза. К большинству краткосрочных обязательств на балансе кредитных учреждений применяется норматив по резервированию с положительным значением. Как видно из Таблицы 4.2, такой «положительный»

норматив не применяется в отношении долгосрочных обязательств и соглашений о выкупе активов.

Учреждения имеют право на получение единовременной скидки за счет уменьшения объема требуемых резервов на строго определенную и единую для всех сумму. С момента введения евро она составляет сто тысяч евро. Она предназначена для покрытия административных расходов, которые возникают в связи с управлением требуемыми резервами и составляют весьма незначительные суммы.

Чтобы выполнить предъявляемые к ним требования по резервированию, кредитные учреждения обязаны поддерживать положительные

Единовременный вычет

Усреднение позиций

Таблица 4.2 Обязательства кредитных учреждений, включаемые в базу для расчета резервов

(уровень резервов по состоянию на конец июня 2003 года в млрд. евро)

(А) Обязательства, к которым применяется положительный норматив по резервированию	
Депозиты (включая однодневные депозиты, депозиты с согласованными сроками возврата продолжительностью до двух лет и депозиты до востребования сроком до двух лет)	6 216
Долговые ценные бумаги со сроком погашения до двух лет (включая ценные бумаги денежного рынка)	412
Итого (А)	6 628
(В) Обязательства, к которым применяется нулевой норматив по резервированию	
Депозиты (включая депозиты на срок более двух лет и депозиты до востребования сроком более двух лет)	1 421
Долговые ценные бумаги со сроком погашения до двух лет	2 536
Соглашения об выкупе активов	783
Итого (В)	4 741
Совокупная база для расчета резервов (А+В)	11 369

Источник: ЕЦБ.

¹¹ Обязательства по отношению к другим кредитным учреждениям, фигурирующим в списке учреждений, на которые распространяется система минимальных резервов, а также обязательства по отношению к ЕЦБ и национальным ЦБ не включаются в базу для расчета резервов.

График 4.2 Функционирование системы требуемых резервов в рамках Евросистемы



Источник: ЕЦБ.

сальдо своих текущих счетов в НЦБ. В этой связи система минимальных резервов позволяет контрагентам прибегать к усреднению позиций. Это означает, что выполнение требований по обязательным резервам определяется на основе среднего ежедневного сальдо резервных счетов контрагентов в течение отчетного периода продолжительностью приблизительно в один месяц.

Отчетный период

В 2003 году Совет управляющих принял решение о том, что с марта 2004 года отчетные периоды начинаются в день расчетов по первым операциям по рефинансированию, совершенным после заседания Совета управляющих, на котором по графику запланировано рассмотрение вопроса о текущей позиции в рамках денежно-кредитной политики (см. Справочный бокс 4.2). Отчетные периоды заканчиваются в день, предшествующий соответствующему

расчетному дню в следующем месяце. Чтобы кредитные учреждения могли лучше оперировать своими резервами, за три месяца до начала года публикуется график отчетных периодов (вместе с предварительным графиком основных операций по рефинансированию на календарный год).

Евросистема старается сделать так, чтобы система минимальных резервов не становилась для банковской системы «тяжким бременем» и не мешала эффективному распределению ресурсов. По этой причине предусматривается компенсация за отчисление кредитными учреждениями требуемых резервов. Компенсация соответствует средней предельной ставке распределения по основным операциям рефинансирования за отчетный период, взвешенной с учетом количества календарных дней (см. также Раздел 4.4). Поскольку предельные ставки на аукционах,

Компенсация за отчисление требуемых резервов

как правило, приближаются к краткосрочным процентным ставкам денежного рынка, компенсация осуществляется по ставке, близкой к рыночной.

Определение требуемых резервов

На Графике 4.2 показан пример расчета требуемых резервов. В этом примере база для расчета резервов кредитных учреждений определяется балансовой стоимостью их обязательств по состоянию на 31 марта 2003 года. Умножив «базу» на величину норматива по резервированию (2%) и осуществив затем единовременный вычет, мы получаем сумму требуемых резервов на следующий отчетный период (который в данном случае начался 24 июня 2003 года и закончился 23 июля 2003 года).

Темно-синяя линия на Графике 4.2 показывает, как функционирует механизм усреднения резервов в системе минимальных резервов. Остаток средств кредитных учреждений на текущих счетах может свободно колебаться вокруг суммы требуемых резервов, но средняя сумма резервов на текущем счете должна быть, по крайней мере, равна сумме требуемых резервов за отчетный период. В этом примере средние объемы резервов кредитных учреждений на текущих счетах в Евросистеме составили 132,1 млрд. евро. Это означает, что 0,6 млрд. евро избыточных резервов были накоплены сверх требуемой суммы в размере 131,5 млрд. евро.

Функции системы

Стабилизация процентных ставок на денежном рынке

Одна из основных функций системы минимальных резервов состоит в обеспечении стабильности процентных ставок денежного

рынка. Эта функция осуществляется при помощи механизма усреднения. Механизм усреднения позволяет кредитным учреждениям выравнять ежедневные колебания ликвидности (вызванные, например, колебаниями спроса на банкноты), поскольку временный дефицит баланса резервов можно компенсировать за счет излишков резервов, возникающих в пределах одного и того же отчетного периода.

Механизм усреднения означает, что кредитные учреждения могут получать выгоду от предоставления займов и иметь дефицит резервов во всех случаях, когда процентные ставки по инструментам денежного рынка с наиболее коротким сроком погашения превышают уровень, прогнозируемый на остаток отчетного периода. В противном случае они могут заимствовать средства на рынке и образовывать излишки резервов. Теоретически, эта «игра на разнице в сроках» должна обеспечивать, чтобы на протяжении всего отчетного периода уровень действующих ставок по инструментам денежного рынка с наименьшим сроком погашения был равен их прогнозируемому уровню на конец отчетного периода. Этот механизм стабилизирует процентную ставку по однодневным ссудам в течение отчетного периода и избавляет центральный банк от необходимости частых интервенций на денежном рынке.

Механизм усреднения действует безотказно в течение отчетного периода. Однако в конце этого периода требуемые резервы становятся обязательными, и банки

теряют возможность осуществлять перенос дефицита или излишка резервов. Этим объясняются скачки индекса ЭОНИА ближе к окончанию отчетного периода, которые показаны на Графике 4.1.

Увеличение структурного дефицита ликвидности

Вторая важная функция системы минимальных резервов – это увеличение структурного дефицита ликвидности в банковской системе. Тот факт, что кредитные учреждения должны держать свои резервы на счетах в НЦБ, стимулирует повышение спроса на финансирование, предоставляемое центральным банком, что, в свою очередь, помогает ЕЦБ управлять рыночными ставками за счет проведения регулярных операций по насыщению рынка ликвидностью.

4.4 ОПЕРАЦИИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

Четыре категории операций на открытом рынке

Операции на открытом рынке в Евросистеме можно разделить на следующие четыре категории в соответствии с их целями, периодичностью и порядком проведения: основные операции по рефинансированию, долгосрочные операции по рефинансированию, корректировочные и структурные операции (см. Таблицу 4.1 и Справочный бокс 4.3).

Функции основных операций по рефинансированию

Как уже отмечалось выше, основные операции по рефинансированию являются главными операциями Евросистемы на открытом рынке. Они играют ключевую роль в управлении процентными ставками, регулировании уровня ликвидности на рынке и обозначении позиции банка в рамках денежно-кредитной политики (при помощи основной

ставки рефинансирования, устанавливаемой Советом управляющих). Они также являются основным источником ликвидности для банковской системы. Основные операции по рефинансированию осуществляются в децентрализованном порядке силами национальных центральных банков.

Основные операции по рефинансированию – это операции по предоставлению ликвидности, которые проводятся каждую неделю. В 2003 году Совет управляющих решил с марта 2004 года сократить сроки этих операций с двух недель до одной недели (см. Справочный бокс 4.2).

Периодичность и сроки

Основные операции по рефинансированию осуществляются путем проведения стандартных аукционов. С учетом специфики работы операционных механизмов Евросистемы, «стандартными» называются аукционы, проводимые в соответствии с заранее объявленным графиком, причем продолжительность аукциона с момента его объявления до подведения итогов составляет 24 часа. Все контрагенты, удовлетворяющие квалификационным критериям, могут принимать участие в этих операциях. В принципе, все кредитные учреждения, находящиеся на территории Еврозоны, являются потенциальными контрагентами Евросистемы (см. Справочный бокс 4.1).

Стандартные аукционы

Аукционы в Евросистеме могут проводиться с фиксированными или плавающими ставками. В первом

Аукционы с фиксированными и плавающими ставками

случае процентная ставка заранее фиксируется Советом управляющих, а контрагенты заявляют те суммы, на которые они готовы заключить сделки по фиксированной ставке. Во втором случае контрагенты заявляют как суммы сделок, так и процентные ставки, по которым они готовы заключить такие сделки. При проведении аукциона с плавающими ставками Совет управляющих может установить минимальную ставку, чтобы обозначить направление денежно-кредитной политики.

При проведении обоих видов аукционов ЕЦБ определяет объем предоставляемых ликвидных средств. На аукционах с фиксированной ставкой эта сумма обычно распределяется пропорционально между всеми участниками аукциона с учетом объема заявок и выделяемых ликвидных средств. При проведении аукционов с плавающими ставками в первую очередь удовлетворяются заявки по наивысшей ставке, а затем остальные заявки в порядке убывания ставок, пока их сумма не достигнет общего объема выделяемой ликвидности. Заявки по наименьшей приемлемой ставке, «предельной ставке распределения», удовлетворяются частично, в соответствии с решением ЕЦБ об общем объеме предоставляемой ликвидности. При этом ликвидность предоставляется по ставке, указанной в каждой частично удовлетворяемой заявке.

С начала 1999 года до июня 2000 года основные операции по рефинансированию в Евросистеме

проводились в форме аукционов с фиксированными ставками. С 27 июня 2000 года основные операции по рефинансированию проводятся в форме аукционов с плавающими ставками, при этом устанавливается минимальная ставка аукциона и применяется процедура нескольких ставок. Причиной изменения послужило значительное превышение спроса над предложением при проведении операций по рефинансированию с фиксированной ставкой, что привело к возникновению существенной постоянной курсовой разницы между ставками денежного рынка и фиксированной ставкой операций по рефинансированию в начале 2000 года. Эта курсовая разница в свою очередь поддерживалась в немалой степени ожиданиями дальнейшего повышения процентных ставок ЕЦБ, особенно весной 2000 года. Из-за курсовой разницы между рыночными ставками и основной ставкой рефинансирования ЕЦБ банкам стало выгодно получать средства у центрального банка, что привело к значительному увеличению объемов их заявок. При проведении аукционов с плавающими ставками у банков, наоборот, нет оснований завышать объемы заявок, поскольку, чем больше объем ликвидности они получают, тем больше им придется за это заплатить.

Однако в случае аукционов с плавающими ставками возникла другая проблема в связи с определением уровня минимальной ставки. В некоторых случаях общая сумма сделанных на аукционах заявок была ниже суммы, необходимой для постоянного

поддержания требуемых резервов (занижение объемов заявок). Поскольку такие случаи также были вызваны широкомасштабными спекуляциями на процентных ставках, Совет управляющих решил изменить с марта 2004 года порядок работы своих операционных механизмов (см. Справочный бокс 4.2).

Справочный бокс 4.2 Изменения в сроках основных операций по рефинансированию и отчетного периода с марта 2004 года

Как отмечалось в Разделе 4.4, в прошлом периодически возникала напряженность, когда в связи с ожидаемыми изменениями процентных ставок контрагенты при подаче заявок в рамках основных операций по рефинансированию исходили, в основном, из спекулятивных интересов. Весной 2000 года было несколько случаев, когда в связи с ожидаемым повышением ключевых процентных ставок ЕЦБ контрагенты подавали явно завышенные заявки в рамках основных операций по рефинансированию, которые в то время проводились в форме аукционов с фиксированными ставками (т.е. наблюдалось завышение объемов заявок). С другой стороны, ожидания предстоящего снижения ключевых процентных ставок ЕЦБ периодически приводили к тому, что совокупные суммы заявок контрагентов оказывались недостаточными для поддержания требуемых резервов (занижение объемов заявок).

Причины возникновения обеих проблем были связаны, в первую очередь, с тем, что отчетные периоды, которые начинались 24 числа каждого месяца и заканчивались 23 числа следующего месяца, не зависели от графика заседаний Совета управляющих, на которых принимались решения об изменениях ключевых процентных ставок ЕЦБ. Таким образом, изменения ключевых процентных ставок ЕЦБ могли происходить в течение отчетного периода. Кроме того, сроки еженедельных операций по рефинансированию (в то время они составляли две недели) были такими, что, по крайней мере, последняя операция каждого отчетного периода частично захватывала следующий отчетный период. В результате на заявки, подаваемые в рамках основных операций по рефинансированию в конце отчетного периода, могли влиять ожидания изменений ключевых процентных ставок ЕЦБ в следующем отчетном периоде.

В этой связи в 2003 году Совет управляющих постановил, что с марта 2004 года вводятся два изменения, цель которых – не допустить, чтобы спекуляции на процентных ставках в течение отчетного периода влияли на условия рынка долговых инструментов с предельно короткими сроками погашения: (1) изменена дата начала отчетного периода; (2) сроки проведения основных операций по рефинансированию сокращены до одной недели¹. В частности, было решено, что с марта 2004 года отчетные периоды будут начинаться в день расчета по первым операциям по рефинансированию, проведенным после заседания Совета управляющих, на котором определено направление денежно-кредитной политики на предстоящий месяц; такие периоды будут заканчиваться в день, предшествующий соответствующему расчетному дню в следующем месяце. Такая

¹ До марта 2004 года отчетные периоды начинались 24 числа каждого месяца и заканчивались 23 числа следующего месяца.

увязка даты заседания Совета управляющих с началом отчетного периода должна была помочь решить проблему, связанную с ожиданиями изменений ключевых процентных ставок ЕЦБ в течение отчетного периода. Сокращение сроков основных операций по рефинансированию имело своей целью предотвратить дальнейшие спекуляции на процентных ставках в течение следующего отчетного периода. Цель предложенных мер состояла в том, чтобы содействовать стабилизации условий подачи заявок кредитных учреждений в рамках основных операций по рефинансированию.

Публикация прогнозов потребностей в ликвидных средствах

После введения аукционов с плавающими ставками Евросистема начала еженедельно публиковать объявления о прогнозируемых потребностях банковской системы в ликвидности на период до дня, предшествующего расчетам по следующей основной операции по рефинансированию. Публикация таких прогнозов помогает контрагентам подготовить заявки на участие в предстоящих основных операциях по рефинансированию. В Разделе 4.6 рассматриваются факторы, которые определяют потребности банковской системы в ликвидности.

Долгосрочные операции по рефинансированию

Долгосрочные операции по рефинансированию

Помимо еженедельных операций по рефинансированию, в рамках Евросистемы проводятся ежемесячные операции по рефинансированию со сроками в три месяца. Эти операции предназначены для обеспечения ликвидности банковской системы в течение более длительных сроков. Смысл подобных операций в том, чтобы, с одной стороны, устранить необходимость поддерживать общий уровень ликвидности на денежном рынке каждую неделю или каждые две недели, а, с другой, – обеспечить контрагентам доступ к долгосрочному рефинансированию. Как и основные операции по

рефинансированию, эти долгосрочные операции проводятся в децентрализованном порядке в виде стандартных аукционов, в которых могут принимать участие все контрагенты, отвечающие квалификационным критериям (см. Справочный бокс 4.1).

Поскольку признано нежелательным, чтобы Евросистема оказывала влияние на денежные рынки в разное время в течение срока обращения, долгосрочные операции по рефинансированию должны дать возможность Евросистеме выступать в качестве «получателя» учетной ставки по этим операциям. Чтобы «сигнал», который посылает ЕЦБ своими основными операциями по рефинансированию, воспринимался четко и ясно, долгосрочные операции проводятся в форме аукционов с плавающими ставками, а об объемах распределения сообщается заранее. Совет управляющих заблаговременно информирует контрагентов о том, какой объем ликвидных средств будет разыгрываться на предстоящем аукционе.

Евросистема как «получатель» учетной ставки

В среднем, в период с января 1999 года по июнь 2003 года, долгосрочные операции по рефинансированию составили 26% объема операций на открытом

Выделение дополнительной ликвидности

Справочный бокс 4.3 Виды сделок на открытых рынках

Обратные сделки являются в Евросистеме основным инструментом при работе на открытом рынке и могут использоваться во всех видах операций по предоставлению ликвидности. В распоряжении Евросистемы имеются также три других инструмента для проведения корректировочных операций: обычные сделки, валютные свопы и привлечение срочных депозитов. Наконец, для проведения структурных операций ЕЦБ может выпускать долговые сертификаты (см. Таблицу 4.1).

1. Обратные сделки

Обратные сделки – это сделки, в которых Евросистема покупает или продает необходимые контрагентам активы на основе соглашений об обратном выкупе активов или проводит операции по кредитованию под залог соответствующих активов. Обратные сделки применяются при проведении как основных, так и долгосрочных операций по рефинансированию. Кроме того, в Евросистеме обратные сделки применяются при структурных и корректировочных операциях.

Если обратная сделка принимает форму соглашения о выкупе активов, разница между ценой покупки и ценой выкупа соответствует процентам, выплачиваемым по сумме, которая была взята или выдана в качестве долга на срок операции, т.е. цена выкупа включает также сумму процентов. Расчет процентной ставки по обратной сделке в форме обеспеченного займа осуществляется путем умножения суммы кредита на конкретную процентную ставку и срок операции.

2. Обычные сделки

Обычные сделки – это сделки, в которых Евросистема непосредственно покупает или продает на рынке удовлетворяющие требованиям активы. Обычные сделки разрешается осуществлять только в целях проведения структурных и корректировочных операций.

3. Валютные свопы

Валютные свопы, проводимые в целях денежно-кредитной политики, состоят из двух одновременных сделок – «спот» и «форвард» – и связаны с покупкой и продажей за евро определенных сумм в иностранной валюте. Они могут использоваться в корректировочных целях, главным образом, для регулирования уровня ликвидности на рынке и управления процентными ставками.

4. Привлечение срочных депозитов

Евросистема может предложить контрагентам разместить под проценты срочные депозиты в национальном банке того государства-члена, где зарегистрировано учреждение контрагента. Привлечение срочных депозитов допускается только в корректировочных целях, чтобы «откачать» избыточную ликвидность с рынка.

5. Выпуск долговых сертификатов ЕЦБ

ЕЦБ может выпускать долговые сертификаты в целях корректировки структурной позиции Евросистемы по отношению к финансовому сектору, чтобы создать или увеличить дефицит ликвидности на рынке.

рынке. В течение первых двух месяцев 1999 года долгосрочные операции по рефинансированию проводились на аукционах с плавающими ставками и применением процедуры единой ставки (то есть, все «выигравшие» заявки удовлетворялись по одинаковой процентной ставке). После марта 1999 года эти операции стали проводиться на аукционах с плавающими ставками, но уже с применением процедуры нескольких ставок (т.е. заявки удовлетворялись по различным ставкам).

Корректировочные операции

В рамках Евросистемы допускается также проведение операций на открытом рынке на временной основе, то есть корректировочных операций. Сроки таких операций и интервалы между ними устанавливаются в индивидуальном порядке. Корректировочные операции связаны либо с «закачкой» дополнительных, либо с «откачкой» избыточных объемов ликвидности. Такие операции проводятся с целью регулирования уровня ликвидности и процентных ставок на денежном рынке, в том числе, чтобы смягчить последствия резких колебаний уровня ликвидности для процентных ставок. Корректировочные операции также играют важную роль в обеспечении нормального функционирования рынков и притока ликвидности в исключительных обстоятельствах, например, после террористических актов в США 11 сентября 2001 года.

Корректировочные операции могут проводиться в форме обратных сделок, обычных сделок, валютных свопов и привлечения срочных депозитов. Все они перечислены в

Справочном боксе 4.3. Однако, учитывая то обстоятельство, что в рамках Евросистемы применяется много разных других инструментов, необходимость в проведении таких операций возникает нечасто. К концу июня 2003 года в Евросистеме было проведено всего восемь корректировочных операций, то есть, в среднем менее двух в год.

С учетом целей корректировочных операций, они обычно проводятся в форме, так называемых, «быстрых» аукционов. Их продолжительность с момента объявления до подведения итогов составляет один час. Корректировочные операции могут также проводиться посредством двусторонних процедур, когда Евросистема заключает сделку с одним или несколькими контрагентами без организации аукциона.

«Быстрые» аукционы и двусторонние процедуры

Поскольку ситуация на рынке может измениться неожиданно и потребовать принятия экстренных мер, регламент проведения корректировочных операций в рамках Евросистемы должен обеспечивать определенную свободу действий. Такие операции, как правило, проводятся в децентрализованном порядке силами национальных центральных банков, но в экстренных случаях Совет управляющих может принять решение о проведении двусторонних корректировочных операций силами ЕЦБ. По причинам операционного характера в них может принимать участие лишь ограниченное число специально отобранных контрагентов.

Высокая степень гибкости

Структурные операции

Операционные механизмы также позволяют Евросистеме проводить «структурные» операции. Такие операции призваны скорректировать структурную позицию Евросистемы в плане ликвидности по отношению к банкам, т.е. объемы ликвидности на рынке в долгосрочной перспективе. Эти операции разрешалось проводить в форме обратных сделок, обычных сделок или размещения долговых сертификатов (см. Справочный бокс 4.3). До конца июня 2003 года в Евросистеме не проводилось ни одной операции с целью изменения структурной позиции с ликвидностью в банковской системе.

В принципе, структурные операции могут проводиться для «закачки» дополнительной или «поглощения» избыточной ликвидности; они могут носить регулярный или нерегулярный характер. Структурные операции могли бы проводиться в форме стандартных аукционов без установления единых сроков или в децентрализованном порядке с участием всех контрагентов, отвечающих общим квалификационным критериям.

4.5 ПОСТОЯННО ДЕЙСТВУЮЩИЕ МЕХАНИЗМЫ

Как уже отмечалось выше, в рамках Евросистемы денежно-кредитная политика реализуется в том числе через установление процентных ставок для постоянно действующих механизмов. Благодаря постоянно действующим механизмам, контрагенты, если у них возникает

такая потребность, могут привлекать или депонировать ликвидные средства на срок «овернайт», т.е. до начала следующего рабочего дня. Контрагенты, при условии, что они удовлетворяют установленным требованиям, могут воспользоваться двумя постоянно действующими механизмами: резервным механизмом ломбардного («овернайт») кредитования и депозитным механизмом. Банкам не выгодно прибегать к услугам постоянно действующих механизмов, поскольку, по сравнению с рыночными ставками, предлагаемые ими ставки выглядят мало привлекательно.

На Графике 4.3 показаны среднесуточные объемы кредитов и депозитов «овернайт», которые проходили через постоянно действующие механизмы в период с января 1999 года по июнь 2003 года. В большинстве случаев эти объемы не превышали один миллиард евро, что дает основания полагать, что использование этих механизмов для привлечения или депонирования ликвидных средств ограничивается исключительными обстоятельствами. Примерами таких исключительных обстоятельств могут служить введение евро в начале 1999 года и наступление 2000 года, что объясняет относительно высокую интенсивность использования резервного механизма ломбардного кредитования в отчетные периоды, которые закончились в феврале 1999 года¹² и январе 2000 года, соответственно.

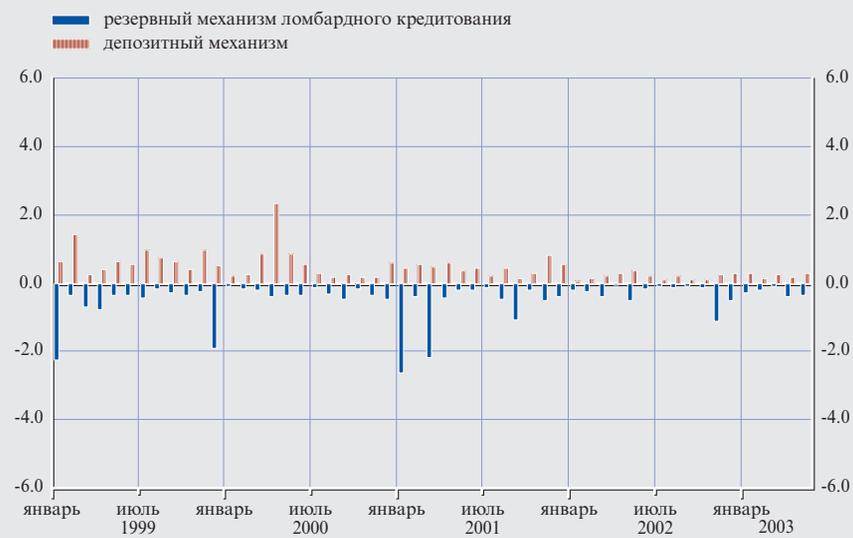
...имеют значение в исключительных обстоятельствах ...

Резервный механизм ломбардного кредитования и депозитный механизм...

¹² Первый отчетный период продолжался дольше обычного, с 1 января 1999 года по 23 февраля 1999 года.

График 4.3 Использование постоянно действующих механизмов в период с января 1999 года по июнь 2003 года

(в млрд. евро; средние дневные позиции в течение отчетного периода)



Источник: ЕЦБ.

...и в конце отчетного периода

На Графике 4.4 показан типичный случай обращения к постоянно действующим механизмам в течение отчетного периода. Как можно заметить на графике, постоянно действующие механизмы наиболее активно используются в конце

отчетного периода. Это объясняется действием в системе минимальных резервов механизма усреднения, который дает возможность кредитным учреждениям накапливать у себя ежедневный дефицит или избыток ликвидности,

График 4.4 Использование постоянно действующих механизмов в течение отчетного периода

(в млрд. евро; среднесуточные показатели за период с февраля 1999 по июнь 2003 года)



Источник: ЕЦБ.

а затем либо ускорить формирование требуемых резервов, либо отложить их формирование на конец отчетного периода. Как уже отмечалось выше, требуемые резервы становятся обязательными лишь в последний день отчетного периода, когда исчезает возможность компенсировать дефицит или излишек ликвидности за счет сальдо с противоположным значением в рамках одного и того же отчетного периода.

4.6 ЛИКВИДНОСТЬ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА И ПОТРЕБНОСТИ В ЛИКВИДНОСТИ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

Таким образом, операционные механизмы представляют собой набор инструментов и процедур, которые используются центральным банком в целях управления процентными ставками и ликвидностью на денежном рынке, а также информирования о намерениях ЕЦБ в сфере денежно-кредитной политики посредством ключевых процентных ставок, устанавливаемых Советом управляющих ЕЦБ. Банковская система Еврозоны, в том числе, потому, что она нуждается в банкнотах и должна выполнять свои обязательства по объему требуемых резервов, испытывает общий дефицит ликвидности и зависит от рефинансирования со стороны Евросистемы. В этих условиях Евросистема выступает в качестве источника ликвидных средств и, таким образом, может управлять процентными ставками на денежном рынке, а также посылать соответствующие сигналы своей денежно-кредитной политикой, распространяя их на всю территорию Еврозоны.

Как осуществляется взаимодействие Евросистемы с банковской системой, можно увидеть на примере сводного баланса Евросистемы. В Таблице 4.3 в упрощенной форме представлен стандартный баланс центрального банка.

Активы включают три основных статьи, обеспечивающие наличие у банка ликвидных средств: «рефинансирование кредитных учреждений», «резервный механизм ломбардного кредитования» и «чистые зарубежные активы». Рефинансирование кредитных учреждений означает непогашенную сумму по операциям на открытом рынке, которые проводились с целью обеспечения ликвидности. В случае с Евросистемой такие операции обязательно включают основные и долгосрочные операции по рефинансированию. К этой же категории относятся корректировочные операции, проводимые с целью распределения ликвидности, а также структурные операции. Резервный механизм ломбардного кредитования – это кредиты «овернайт», которые центральный банк предоставляет кредитным учреждениям, имеющим право на получение таких кредитов. Чистые иностранные активы означают активы в иностранной валюте, которые принадлежат центральному банку, за вычетом любых обязательств центрального банка, деноминированных в иностранной валюте.

Обязательства включают пять основных категорий. Это «средства кредитных учреждений на текущих счетах», «депозитный механизм»,

Сводный баланс Евросистемы

Активы

Обязательства

Евросистема как источник ликвидности

«банкноты в обращении», «государственные депозиты» и «другие чистые факторы». Средства кредитных учреждений на текущих счетах – это суммы, которые кредитные учреждения держат в центральном банке, чтобы выполнять расчетные обязательства по межбанковским сделкам и поддерживать требуемые резервы (их также называют просто «резервами»). Депозитный механизм означает общий объем депозитов «овернайт», размещенных в рамках этого постоянно действующего механизма. Банкноты означают сумму банкнот, выпущенных в обращение центральным банком по просьбе кредитных учреждений. Как правило, это самая крупная позиция в разделе обязательств. Государственные депозиты

указывают на наличие средств на текущих счетах государственных казначейств в национальных центральных банках. Наконец, другие чистые факторы – это балансовая позиция, которая включает в себя остальные показатели.

С точки зрения бухгалтерского учета, общая стоимость активов всегда должна быть равна общей стоимости обязательств. Чтобы понять, как работает центральный банк, можно разделить его баланс на три части, как это показано в трех нижних сегментах Таблицы 4.3.

Как следует из таблицы, чистый объем ликвидности, которую на самом деле предоставляет центральный банк кредитным

Ликвидность:
предложение и
спрос

Таблица 4.3 Структура баланса центрального банка	
Стандартный баланс центрального банка:	
Активы	Обязательства
Рефинансирование кредитных учреждений	Средства кредитных учреждений на текущих счетах («резервы»)
Резервный механизм ломбардного кредитования	Депозитный механизм
Чистые иностранные активы	Банкноты в обращении Государственные депозиты Другие факторы (в чистом выражении)
можно перегруппировать следующим образом	
предоставление ликвидности через операции денежно-кредитной политики «рефинансирование кредитных учреждений» плюс «резервный механизм ломбардного кредитования» минус «депозитный механизм»	
равняется	
автономные факторы «банкноты в обращении» плюс «государственные депозиты» минус «чистые иностранные активы» плюс «другие факторы (в чистом выражении)»	
плюс	
резервы «средства кредитных учреждений на текущих счетах»	

Таблица 4.4 Роль различных факторов в обеспечении ликвидности банковской системы

(в млрд. евро; среднесуточные показатели с период с 24 мая 2003 года по 23 июня 2003 года)

	Предоставление ликвидности (активы)	Поглощение ликвидности (обязательства)	Чистый итог
Операции денежно-кредитной политики Евросистемы			
Основные операции по рефинансированию	194,7	-	+194,7
Долгосрочные операции по рефинансированию	45,0	-	+45,0
Другие операции на открытом рынке	0,0	0,0	0,0
Постоянно действующие механизмы	0,4	0,3	+0,1
Итого (а)	240,1	0,3	+239,8
Автономные факторы, влияющие на ликвидность банковской системы			
Банкноты в обращении	-	373,2	-373,2
Государственные депозиты в Евросистеме	-	52,6	-52,6
Чистые иностранные активы	331,3	-	+331,3
Другие факторы (в чистом выражении)	-	13,2	-13,2
Итого (в)	331,3	439,0	-107,7
Резервы = средства кредитных учреждений на текущих счетах в Евросистеме			
Требуемые резервы (с)			131,5
Излишки резервов (d)			0,6
Итого (а) + (в) + (с) + (d)			132,1

Источник: ЕЦБ.

учреждениям, состоит из двух частей. Первая часть – это «автономные факторы» (сумма банкнот в обращении плюс государственные депозиты минус чистые иностранные активы плюс другие факторы (в чистом виде)), которые показывают, как остальные статьи баланса воздействуют в чистом виде на ликвидность денежного рынка. Эти факторы влияют на ликвидность банковской системы и на профессиональном языке банкиров называются «автономными», поскольку они

обычно не представляют собой результат применения инструментов денежно-кредитной политики.¹³

Вторая часть – это резервы кредитных учреждений (средства кредитных учреждений на текущих счетах). В сумме автономные факторы и резервы равны объемам предложения ликвидности через операции денежно-кредитной политики (рефинансирование кредитных учреждений плюс резервный механизм ломбардного кредитования минус депозитный механизм).

¹³ Некоторые автономные факторы находятся за пределами сферы контроля органов валютного регулирования (банкноты в обращении и государственные депозиты). Другие факторы, например, чистые иностранные активы, поддаются контролю со стороны органов валютного регулирования, но сделки с этими активами обычно не связаны с операциями в сфере денежно-кредитной политики (за исключением валютных свопов; см. Справочный бокс 4.2).

Если от схематичного анализа перейти к анализу реального баланса Евросистемы, то из Таблицы 4.4 можно увидеть, какую роль играли основные балансовые позиции в обеспечении ликвидности банковской системы в отчетный период с 24 мая 2003 года по 23 июня 2003 года. Приток ликвидных средств обеспечивался, главным образом, за счет основных операций по рефинансированию. Дополнительная ликвидность обеспечивалась посредством долгосрочных операций по рефинансированию. Влияние постоянно действующих механизмов и других операций, в частности, корректировочных, на уровень ликвидности банковской системы было весьма незначительным.

Во второй части Таблицы 4.4 приведены «автономные факторы». Влияние автономных факторов, которое состоит в поглощении избытка ликвидности, проявляется, в основном, через банкноты в обращении и государственные депозиты, находящиеся на счетах Евросистемы. Банкноты в обращении поглощают ликвидные средства банковской системы, поскольку они поступают из центрального банка, а кредитные учреждения вынуждены по этой причине заимствовать денежные средства у центрального банка. Наличие на счетах Евросистемы чистых иностранных активов имеет прямо противоположный эффект для ликвидности банковской системы. При покупке Евросистемой иностранных активов происходит инъекция дополнительных объемов ликвидности в банковскую систему

и отпадает необходимость в операциях по обеспечению ликвидности в рамках денежно-кредитной политики. Требуемые резервы обеспечивают тот же эффект в плане поглощения ликвидности, что и все автономные факторы, вместе взятые. Разница между средствами кредитных учреждений на текущих счетах Евросистемы и требуемыми резервами представляет собой избыток резервов (который всегда был весьма незначительным и составлял по Еврозоне 0,5% от объема требуемых резервов).

На Графиках 4.5 и 4.6 показано, как изменялось значение основных факторов, способствующих обеспечению и поглощению ликвидности, в период с января 1999 года по июнь 2003 года. На Графике 4.5 можно увидеть, что наибольшие объемы ликвидных средств обеспечивались за счет проведения основных операций по рефинансированию, что показывает ключевую роль данного инструмента денежно-кредитной политики. Дополнительные объемы ликвидных средств возникали в результате долгосрочных операций по рефинансированию. Как можно заметить на Графике 4.5, в рассматриваемый период времени эти дополнительные объемы составляли от 45 до 75 млрд. евро.

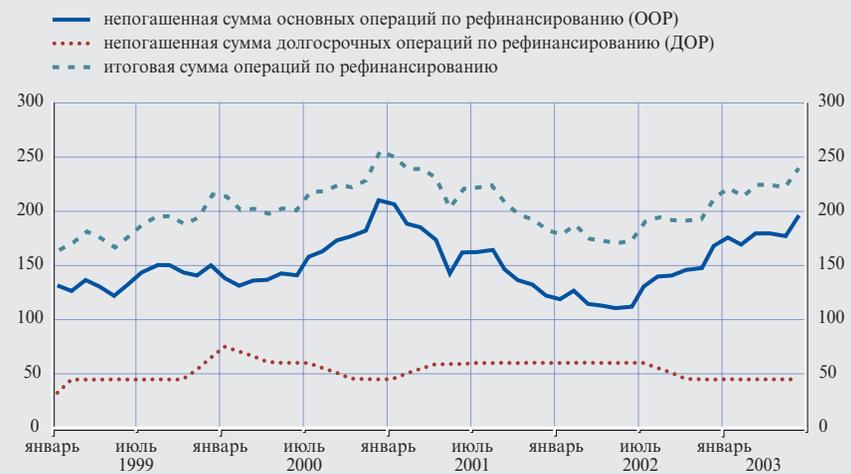
На Графике 4.5 показано, как изменялось значение двух основных факторов, вызывающих в банковской системе структурный дефицит ликвидности. На долю требуемых резервов обычно приходилось более половины всех потребностей банковской системы в ликвидных средствах. Общий

Роль различных факторов в обеспечении ликвидности

Соотношение факторов поглощения избыточной ликвидности

График 4.5 Объем основных и долгосрочных операций по рефинансированию

(в млрд. евро; средние дневные позиции в течение отчетного периода)



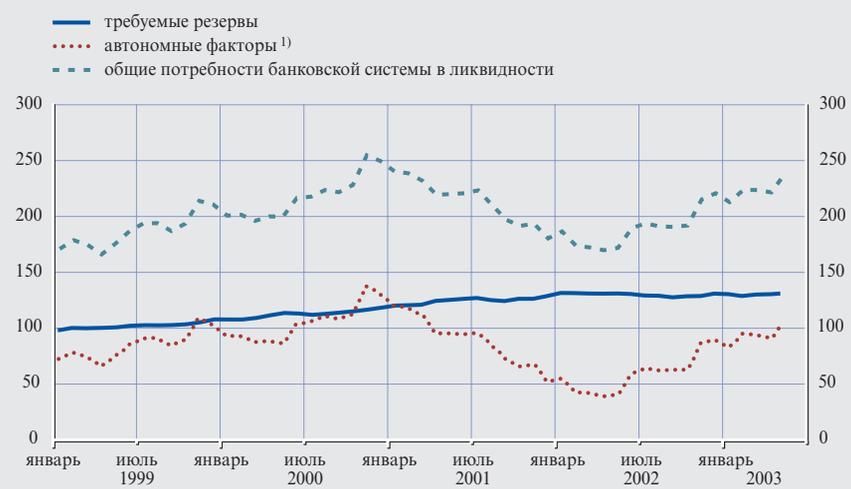
Источник: ЕЦБ.

эффект автономных факторов в плане поглощения избыточной ликвидности в разные времена проявлялся с разной силой, что отражает, в частности, резкое

сокращение количества банкнот в обращении до перехода на наличные евро в январе 2002 года и значительное увеличение их количества в последующий период.

График 4.6 Требуемые резервы и автономные факторы ликвидности

(в млрд. евро; средние дневные позиции в течение отчетного периода)



Источник: ЕЦБ.

1) Автономные факторы включают в себя банкноты в обращении плюс государственные депозиты плюс другие факторы минус чистые иностранные активы.

4.7 ОПЫТ, НАКОПЛЕННЫЙ В ПЕРИОД С ЯНВАРЯ 1999 ГОДА ПО ИЮНЬ 2003 ГОДА

Низкая
волатильность
процентных
ставок по
краткосрочным
кредитам

С момента своего создания в 1991 году операционные механизмы Евросистемы зарекомендовали себя хорошо. В целом они позволили ЕЦБ осуществлять плавное управление состоянием ликвидности и краткосрочными процентными ставками. Исключения составляют лишь несколько случаев занижения и завышения объемов заявок в ходе проведения основных операций по рефинансированию. Но при этом, все равно, средняя волатильность краткосрочных процентных ставок на денежном рынке в Еврозоне в первые годы Этапа III в создании Экономического и валютного союза оставалась по международным меркам низкой. Для сохранения такого низкого уровня волатильности краткосрочных ставок на денежных рынках почти не приходилось прибегать к корректировочным операциям, т.е. практически на все сто процентов он поддерживался за счет системы минимальных резервов с использованием механизма усреднения, а также еженедельных операций на открытом рынке.

Стабильное состояние денежного рынка способствует эффективному проведению денежно-кредитной политики в масштабах всей экономики. Кроме того, оно отражает высокую степень доверия к центральному банку, его способности решать свои текущие задачи и управлять ликвидностью.

Система проведения аукционов с фиксированной ставкой в рамках основных операций по рефинансированию до июня 2000 года помогла правильно сориентировать участников рынка на предмет того, в каком направлении будет развиваться денежно-кредитная политика. То же самое можно сказать и о системе аукционов с плавающими ставками и фиксированной минимальной ставке для их участников, которая была введена с июня 2000 года. Эта система себя полностью оправдала, о чем свидетельствует относительно небольшая разница между предельной ставкой распределения и минимальной ставкой на аукционе. Кроме того, уровень волатильности краткосрочных ставок денежного рынка оставался таким же низким, как и в период проведения аукционов с фиксированной ставкой.

Наконец, операционные механизмы – с их помощью обеспечивалось проведение раз в неделю основных операций и раз в месяц долгосрочных операций по рефинансированию – выполнили стоявшую перед ними двудеиную задачу по удовлетворению долгосрочных потребностей кредитных учреждений в ликвидных средствах и обеспечению достаточного пространства для маневра Евросистеме, чтобы она могла регулировать уровень ликвидности в краткосрочной перспективе с высокой степенью точности. Операционные механизмы также доказали свою надежность в

Четкий сигнал,
указывающий
направление
денежно-
кредитной
политики

Гибкие
операционные
механизмы

исключительных условиях, например, в канун 2000 года и после террористических актов 11 сентября 2001 года, продемонстрировав свою способность успешно преодолевать непредвиденные обстоятельства.

5 ОПЫТ ПЕРВЫХ ЛЕТ ОСУЩЕСТВЛЕНИЯ ЕДИНОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В данной главе представлен опыт осуществления денежно-кредитной политики в Еврозоне с 1999 года до середины 2003 года. За этот период Еврозона пережила целый ряд экономических потрясений, причины, масштабы и интенсивность которых в разное время были различными. В этих обстоятельствах Совет управляющих принимал решения по вопросам денежно-кредитной политики, руководствуясь, в первую очередь, необходимостью поддержания ценовой стабильности в среднесрочной перспективе.

5.1 КРАТКИЙ ОБЗОР

Главная задача – поддержание ценовой стабильности в среднесрочной перспективе

С началом Этапа III в создании ЭВС в 1999 году осуществление денежно-кредитной политики было нацелено на решение главной задачи – поддержание ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. При оценке рисков для ценовой стабильности в Еврозоне Совет управляющих всегда использовал механизмы, лежащие в основе стратегии денежно-кредитной политики, что предполагало проведение комплексного анализа тенденций в области экономического развития и денежного обращения в Еврозоне (см. Главу 3).

Изменения в периодичности заседаний Совета управляющих по оценке позиции ЕЦБ в рамках денежно-кредитной политики

В первые годы существования Валютного союза заседания Совета управляющих для рассмотрения позиции ЕЦБ в рамках денежно-кредитной политики созывались раз в две недели. Но в ноябре 2001 года Совет управляющих постановил, что в дальнейшем – по регламенту – рассмотрение позиции ЕЦБ в рамках денежно-кредитной политики будет проводиться только на первом заседании каждого месяца. Было также объявлено, что решения по процентным ставкам будут приниматься на том же

заседании, а на втором заседании текущего месяца Совет управляющих будет рассматривать, в основном, вопросы, связанные с другими задачами и обязанностями ЕЦБ и Евросистемы.

В целом же, в период с января 1999 года по июнь 2003 года прослеживаются три этапа, отражающие эволюцию денежно-кредитной политики (см. График 4.1). В начале 1999 года под воздействием негативных факторов, которые проявились в странах Еврозоны еще в 1998 году, возросла угроза ценовой стабильности в Еврозоне в виде снижения цен. Совет управляющих среагировал на это понижением в апреле 1999 года фиксированной ставки по основным операциям рефинансирования до 2,5%

Три этапа эволюции: с января до лета 1999 года,...

Затем, в период с лета 1999 года до конца 2000 года, на фоне устойчивого экономического роста, повышения цен на импортные товары (обусловленного ростом цен на нефть и снижением обменного курса) и существенного увеличения денежной массы стали набирать силу инфляционные тенденции. В этих условиях Совет управляющих постепенно повысил ключевые

...с лета 1999 года до конца 2000 года...

процентные ставки в общей сложности на 225 базовых пунктов с ноября 1999 года по октябрь 2000 года.

...и третий этап
– с весны 2001
года

Затем, после периода полной неопределенности в конце 2000 года, весной 2001 года стали появляться все новые и новые признаки того, что инфляционные тенденции пошли на спад. В основном, смягчению инфляционных тенденций способствовало снижение темпов экономического роста и укрепление обменного курса евро в связи с существенным изменением конъюнктуры на финансовых рынках и крайне неопределенной геополитической обстановкой. В этих условиях Совет управляющих постепенно понизил ключевые процентные ставки ЕЦБ на 275 базовых пунктов с мая 2001 года по июнь 2003 года. В следующем разделе подробно рассматриваются те проблемы, которые пришлось преодолевать в течение первых четырех с половиной лет осуществления единой денежно-кредитной политики.

5.2 ВАЖНЕЙШИЕ СОБЫТИЯ

Передача ЕЦБ
полномочий по
осуществлению
денежно-
кредитной
политики

Процесс конвергенции экономик в рамках Этапа III в создании ЭВС успешно завершился, когда 1 января 1999 года ЕЦБ принял полномочия по ведению кредитно-денежной политики в Еврозоне. В странах Еврозоны была обеспечена ценовая стабильность, благодаря чему Совет управляющих в первые дни работы Банка мог позволить себе установить процентные ставки на весьма низком уровне. В первый раз процентная ставка по основным операциям по рефинансированию

была установлена на уровне 3%, а ставки по ломбардному кредитованию и депозитному механизму – на уровне 4,5% и 2%, соответственно. Эти ставки были объявлены 22 декабря 1998 года после того, как 3 декабря НЦБ всех стран – первоначальных участниц Еврозоны провели согласованное снижение ключевых процентных ставок.

В первом квартале 1999 года цены оставались практически на прежнем уровне, в основном, вследствие более ранних, позитивных изменений в конъюнктуре предложения в экономике, в частности, падения цен на нефть и либерализации в секторе услуг. В начале 1999 года инфляция по СИПЦ составляла менее 1% (см. График 5.1). При низких уровнях инфляции возникла угроза замедления темпов экономического роста в результате ослабления спроса во внешней торговле, вызванного азиатским кризисом в конце 1997 года и снижением доверия, которое произошло вслед за паникой на финансовых рынках после кризиса в России летом 1998 года. Таким образом, становилось все более очевидным, что главная угроза для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе была связана с наступлением экономического спада. Но в то же время по некоторым признакам можно было предположить, что экономического спада все-таки не произойдет. Несмотря на ослабление экономической конъюнктуры, доверие потребителей оставалось относительно высоким.

Угроза
снижения цен и
подрыва
ценовой
стабильности в
начале 1999
года...

График 5.1 Инфляция по СИПЦ

(изменения в % в год)



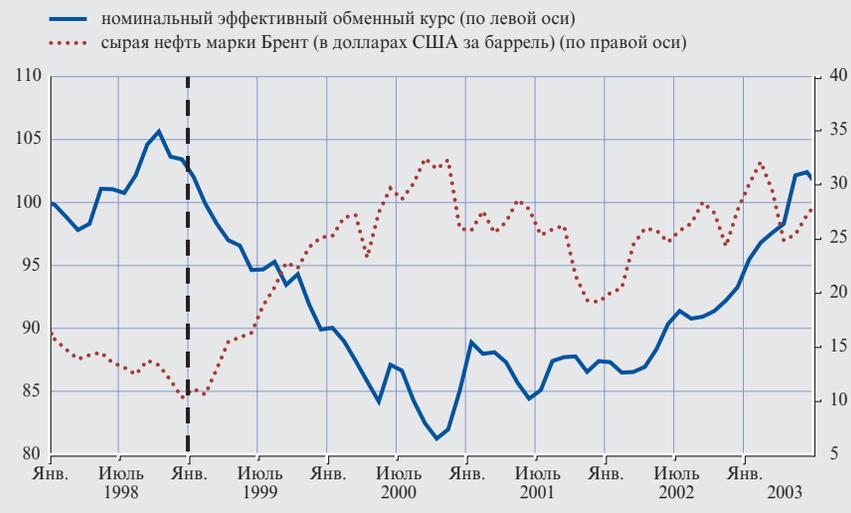
Источник: Евростат.

Далее, начиная с середины февраля, стали расти цены на нефть, а евро несколько обесценился в реальном выражении в первые месяцы этого года (см. График 5.2). Наконец, в

тот же период времени займы частному сектору увеличивались приблизительно на 10% в годовом исчислении (см. График 5.3), а рост МЗ явно превысил заданное ЕЦБ

График 5.2 Номинальный эффективный обменный курс евро и цены на нефть

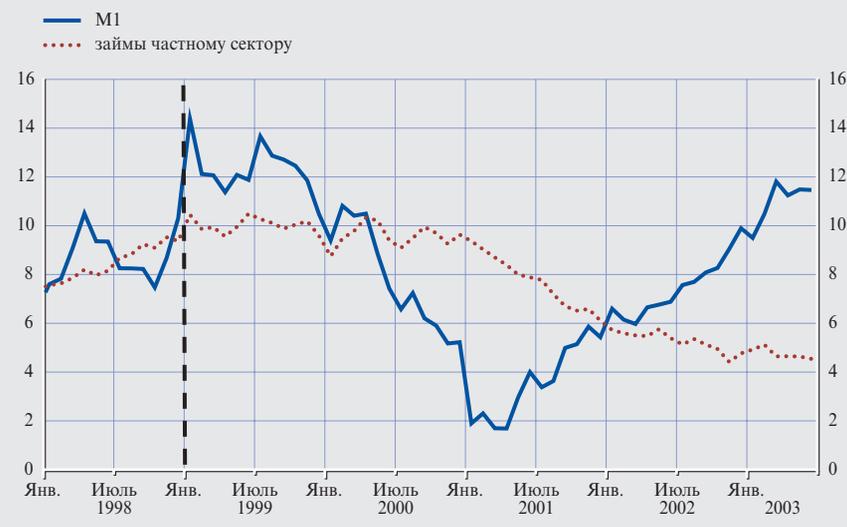
(индекс за первый квартал 1999 года соответствует 100)



Источники: ЕЦБ и Рейтер.

График 5.3 М1 и займы частному сектору

(изменения в % в год)



Источник: ЕЦБ.

референтное значение в 4,5% (см. График 5.4). Тем не менее, в то время считалось, что тенденции в денежно-кредитной сфере не указывали на опасность роста цен

отчасти потому, что отклонения от референтных значений были несущественными и непродолжительными.

График 5.4 Рост М3 и референтное значение

(изменения в % в год)



Источник: ЕЦБ.

В апреле 1999 года были понижены ключевые процентные ставки ЕЦБ

С учетом этих обстоятельств 8 апреля 1999 года Совет управляющих принял решение понизить ставку по основным операциям по рефинансированию на 50 базовых пунктов до 2,5%. Одновременно с этим Совет понизил ставки по ломбардному кредитованию и депозитному механизму до 3,5% и 1,5%, соответственно. Эти решения считались уместными в качестве меры предосторожности, направленной на сохранение ценовой стабильности в среднесрочной перспективе.

С середины 1999 года стала постепенно улучшаться экономическая конъюнктура,...

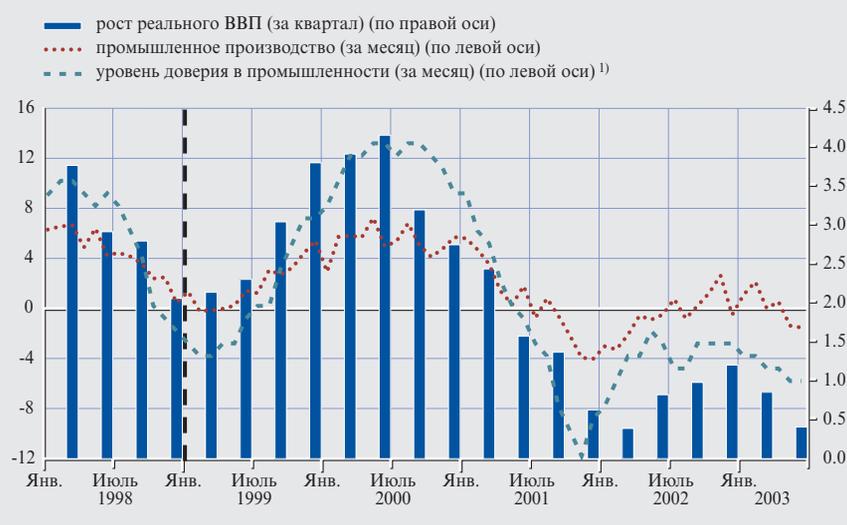
В дальнейшем стало очевидно, что, начиная с лета 1999 года, т.е. во второй половине этого года, и в 2000 году должно произойти существенное повышение темпов экономического роста. Действительно, в это время большая часть реальных экономических показателей

свидетельствовала в пользу предстоящего подъема в экономике (см. График 5.5).

В этих условиях рост цен на импортные товары вызвал повышение цен на внутреннем рынке в Еврозоне. Изменения конъюнктуры предложения и спроса на нефтяном рынке вызвали устойчивый рост цен на нефть в период с середины 1999 года по конец 2000 года, а обменный курс евро в это время существенно снизился. Как следствие, за этот период в Еврозоне постепенно выросла инфляция по СИПЦ в годовом исчислении, превысив 2%, то есть верхний предел по принятым ЕЦБ нормам ценовой стабильности. В этот период времени показатели инфляции по СИПЦ, за исключением цен на переработанные продукты питания и энергоносители, оставались на сравнительно низком

...рост цен на импортные товары вызвал повышение цен на внутреннем рынке в Еврозоне,...

График 5.5 Реальный ВВП, промышленное производство и уровень доверия в промышленности в Еврозоне



Источники: Евростат и результаты опросов, проведенных Европейской Комиссией среди предпринимателей и потребителей

1) Отклонения от среднего значения с января 1985 года.

уровне, несмотря на оживленный экономический рост. Однако все более актуальными становились опасения по поводу того, что повышение импортных цен может привести к вторичным инфляционным последствиям в виде роста заработной платы и потребительских цен, что в свою очередь усугубит обеспокоенность общественности по поводу темпов роста инфляции в долгосрочной перспективе (см. График 5.6).

...а валютная экспансия приобрела затяжной характер,...

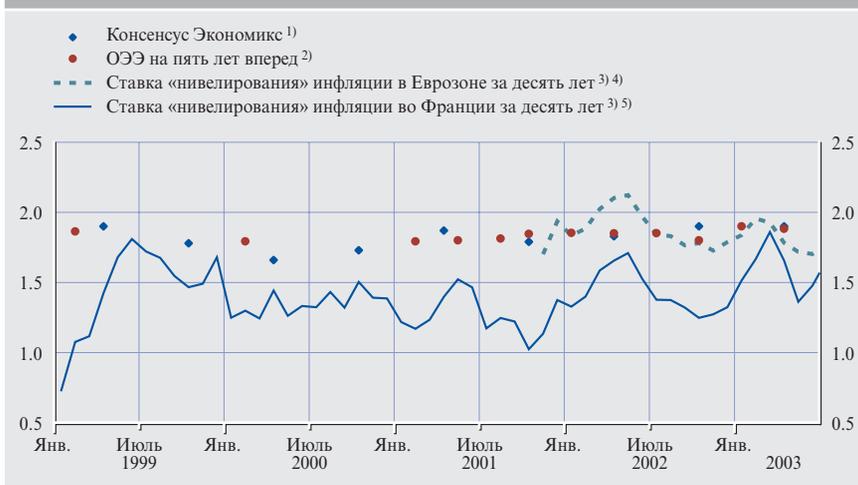
Другой причиной для беспокойства стало дальнейшее значительное увеличение денежной массы в конце 1999 года и начале 2000 года,

которое в итоге превысило 6%. Затяжная валютная экспансия означала, что происходит постепенное накопление избыточной ликвидности. Кроме того, ежегодный прирост займов частному сектору по-прежнему оставался на уровне приблизительно 10%.

В этой обстановке в период с ноября 1999 года по октябрь 2000 года Совет управляющих поэтапно повысил ключевые процентные ставки ЕЦБ в общей сложности на 225 базовых пунктов. В результате этих решений минимальная конкурсная ставка по основным

...что привело к постепенному увеличению ключевых процентных ставок ЕЦБ

График 5.6 Показатели долгосрочных инфляционных ожиданий в Еврозоне



Источники: Казначейство Франции, Рейтер, Консенсус Экономикс и ЕЦБ.

- 1) Опубликованные Консенсус Экономикс Инк. данные опроса известных экспертов-экономистов, занимающихся прогнозированием. Этот показатель долгосрочных инфляционных ожиданий отражает уровень инфляции в годовом исчислении, который, как ожидается, будет преобладающим в предстоящие 6-10 лет.
- 2) Проведенный ЕЦБ опрос среди специалистов по прогнозированию относительно предполагаемой динамики различных показателей в разные временные сроки. В опросе участвовали эксперты, работающие в различных учреждениях в Европейском Союзе.
- 3) Ставка «нивелирования» инфляции отражает средний уровень инфляционных ожиданий в течение срока обращения облигации, привязанной к определенному индексу. Она представляет собой разницу между номинальной доходностью обычной облигации и реальной доходностью индексированной облигации, выпущенными одним и тем же эмитентом и имеющими одинаковые сроки погашения.
- 4) Выпущенные правительством Франции облигации с привязкой к индексу потребительских цен во Франции, за исключением цен на табачные изделия.
- 5) Выпущенные правительством Франции облигации с привязкой к СИПЦ Еврозоны, за исключением цен на табачные изделия.

операциям рефинансирования¹⁴ составила на конец 2000 года 4,75%, а ставки по депозитному механизму и ломбардному кредитованию - 3,75% и 5,75%, соответственно.

Интервенция на валютных рынках осенью 2000 года

Продолжавшееся с конца 1998 года постоянное снижение курса евро привело к тому, что обменный курс все менее соответствовал здоровым макроэкономическим параметрам, установленным для Еврозоны, что могло вызвать существенный дисбаланс, который отрицательно сказался бы на мировой экономике и ценовой стабильности в Еврозоне. Поэтому на совещании «Большой семерки» 22 сентября 2000 года был рассмотрен вопрос о снижении курса евро и, по инициативе ЕЦБ, было принято решение о проведении ЕЦБ и органами валютного регулирования США, Японии, Великобритании и Канады согласованной интервенции на валютных рынках. Затем, в начале ноября, ЕЦБ самостоятельно провел еще одну интервенцию. В результате этих интервенций к концу 2000 года падение обменного курса евро было остановлено.

В начале 2001 года продолжился рост инфляции по СИПЦ

Из-за повышения цен на переработанные пищевые продукты, вызванного распространением эпидемии «коровьего бешенства», в начале 2001 года продолжался рост инфляции по СИПЦ, который к маю достиг своего пикового уровня в 3,4% в годовом исчислении (позднее этот показатель был пересмотрен в сторону понижения до 3,1%). Одновременно с этим

ускоренными темпами росла заработная плата, что способствовало повышению уровня инфляции по СИПЦ, за исключением цен на переработанные пищевые продукты, электроэнергию и энергоносители.

Краткосрочный рост цен в определенном смысле противоречил реальным тенденциям в экономике. Уже в конце 2000 года в мировой экономике появились признаки спада. Первые симптомы ослабления экономической конъюнктуры в США, которые стали очевидными после обвала биржевых котировок с пиковых значений, зарегистрированных в начале 2000 года, и ухудшение ситуации в Японии, стали причиной усиливающихся сомнений в перспективах роста мировой экономики.

В конце 2000 года и в 2001 году появились признаки ослабления экономической конъюнктуры,...

В Еврозоне в начале 2001 года тоже появились признаки ухудшения экономической конъюнктуры. Более того, все имевшиеся в распоряжении ЕЦБ в конце 2000 года и начале 2001 года прогнозы указывали на постепенное снижение темпов роста реального ВВП в Еврозоне до уровней, начиная с которых в 2001 году в этой тенденции мог наступить «перелом». Кроме того, факторы риска по этим прогнозам должны были усугубить снижение темпов роста, что отражало ухудшение перспектив в мировой экономике.

...в том числе и в Еврозоне,...

¹⁴ В июне 2000 года ЕЦБ отменил аукционы с фиксированной ставкой и начал проводить аукционы с плавающими ставками, но при сохранении минимальной конкурсной ставки (МКС) по основным операциям по рефинансированию.

...и происходило снижение темпов роста денежной массы

В начале 2001 года продолжилось снижение темпов роста М3; годовой прирост по М3 оставался ниже референтного уровня вследствие значительного ослабления экспансии по большинству ликвидных компонентов (в том числе, по «узкому» агрегату М1), что, по всей вероятности, было проявлением последствий повышения ключевых процентных ставок ЕЦБ с ноября 1999 года. Кроме того, с начала 2001 года замедлились темпы роста займов частному сектору в годовом исчислении.

В мае 2001 года Совет управляющих понизил ключевые процентные ставки ЕЦБ

В общем, развитие событий в денежно-кредитной сфере и ожидавшееся дальнейшее снижение темпов экономического роста свидетельствовали об ослаблении инфляционных тенденций. В этих обстоятельствах Совет управляющих принял решение понизить ключевые процентные ставки ЕЦБ на 25 базовых пунктов 10 мая и затем 30 августа 2001 года.

Терракты в США стали крупным потрясением для мировой экономики

Террористические акты, произошедшие в Соединенных Штатах Америки 11 сентября 2001 года, усугубили неопределенность в экономике и подорвали доверие, что могло привести к резкому ухудшению экономической конъюнктуры. С учетом того, что перспективы роста экономики в Еврозоне стали ухудшаться еще до терактов, представлялось, что в этих обстоятельствах риски снижения экономического роста должны были усилиться, а инфляционные тенденции должны были пойти на спад. После состоявшегося 17 сентября 2001 года внеочередного совещания в формате телеконференции Совет

управляющих понизил ключевые процентные ставки ЕЦБ на 50 базовых пунктов. Аналогичные меры были приняты Федеральной резервной системой США и другими центральными банками по всему миру. Это решение стало примером чрезвычайных мер в чрезвычайных обстоятельствах и отражало убежденность в том, что в ответ на общее для всех глобальное потрясение были необходимы оперативные и согласованные меры.

После терактов стало еще более очевидно, что во второй половине 2001 года и в начале 2002 года в Еврозоне сохранится слабая экономическая конъюнктура. Одновременно, шоковые последствия потрясений, вызвавших общее повышение цен в связи с подорожанием нефти и падением курса евро в 1999-2000 годах, а также ростом цен на пищевые продукты в начале 2001 года, стали постепенно терять свою остроту.

Более того, существенный прирост денежной массы не расценивался как сигнал, предупреждающий об опасности роста цен. Продолжавшееся падение биржевых котировок с пиковых значений, зарегистрированных в начале 2000 года, фактически заставило многих инвесторов перевести свои средства в более надежные и ликвидные краткосрочные активы. Эта тенденция лишь усилилась после террористических актов 11 сентября 2001 года в Соединенных Штатах, которые усугубили обстановку неопределенности на финансовых рынках. Тот факт, что замедлились темпы роста кредитования частного

После 11 сентября инфляционные тенденции продолжали ослабевать,...

...тогда как в обстановке возросшей неопределенности спрос на ликвидные активы повысился

сектора, также развеял опасения по поводу возможного роста цен в конце 2001 года.

Совет управляющих вновь понизил ключевые процентные ставки в ноябре 2001 года

С учетом вышеуказанных обстоятельств 8 ноября 2001 года ключевые процентные ставки ЕЦБ были вновь понижены на 50 базовых пунктов. Таким образом, минимальная конкурсная ставка на аукционах по основным операциям рефинансирования составила 3,25%, а ставки по депозитному механизму и ломбардному кредитованию были установлены на уровне 2,25% и 4,25%, соответственно.

В начале 2002 года намечалось улучшение экономической конъюнктуры,...

В первые месяцы 2002 года казалось, что угроза снижения темпов роста в экономике пошла на спад. В Еврозоне и в мировой экономике по некоторым параметрам намечалось улучшение конъюнктуры. В начале 2002 года в Еврозоне был даже зафиксирован умеренный прирост реального ВВП. Однако, несмотря на распространенные в то время ожидания, что реальный рост экономики начнется во второй половине 2002 года, вопрос о возможных темпах роста продолжал вызывать множество сомнений, не в последнюю очередь потому, что на фондовых рынках сохранялась крайне неустойчивая ситуация, а биржевые индексы оставались низкими.

...но к осени обстановка вновь ухудшилась

Опасения по поводу экономических перспектив усилились во второй половине 2002 года. Надежды на подъем в экономике в значительной мере не оправдались. На Ближнем

Востоке возросла геополитическая напряженность, что проявилось в повышении цен на нефть. Одновременно с этим возникало все больше сомнений по поводу достоверности финансовой отчетности крупных корпораций. Эти факторы, в сочетании с неоправдавшимися надеждами на рост доходов крупных корпораций, препятствовали повышению котировок ценных бумаг в условиях полной неопределенности в экономике. С учетом этих обстоятельств прогнозируемые темпы экономического роста в Еврозоне были вновь скорректированы в сторону понижения.

Тем не менее, инфляция по СИПЦ в течение 2002 года продолжала оставаться выше 2%. Отчасти это объясняется ростом цен на продовольственные товары, вызванным плохими погодными условиями, и очередным повышением цен на нефть. Кроме того, некоторое инфляционное воздействие оказал переход на наличные евро,¹⁵ в особенности в ряде отраслей сектора услуг, хотя, в общем, это воздействие было незначительным. Определенную озабоченность – с точки зрения обеспечения ценовой стабильности в среднесрочной перспективе – вызывал тот факт, что при низком общем уровне экономической активности сохранялись высокие показатели менее волатильных составляющих инфляции и что, несмотря на рост безработицы, по-прежнему продолжала повышаться номинальная заработная плата.

Инфляция по СИПЦ оставалась относительно высокой,...

¹⁵ В начале Этапа III в создании ЭВС купюры и монеты были по-прежнему денонмированы в национальных валютах. Банкноты и монеты евро были введены в обращение 1 января 2002 года.

...несмотря на то, что многие показатели свидетельствовали об ослаблении инфляционных тенденций в среднесрочной перспективе

В 2002 – 2003 годах сохранялись существенные темпы роста денежной массы

Как следствие, ЕЦБ понизил свои ключевые процентные ставки до минимальных уровней

Тем не менее, считалось, что ослабленная экономическая конъюнктура в конце концов будет сдерживать воздействие инфляционных тенденций, поскольку связанные с ростом заработной платы риски вряд ли могли материализоваться в такой обстановке. Кроме того, рост обменного курса евро с весны 2002 года также способствовал ослаблению инфляционных тенденций.

В 2002 году и начале 2003 года быстрыми темпами продолжала увеличиваться денежная масса. Так же как и в 2001 году, это отчасти объяснялось весьма неопределенной ситуацией на финансовых рынках, что сделало краткосрочные ликвидные и менее рискованные финансовые активы еще более привлекательными для инвесторов. Но одновременно это свидетельствовало и об относительно низком уровне процентных ставок в Еврозоне в 2002 году. Тем не менее, с учетом преваляровавшей в Еврозоне слабой экономической конъюнктуры и продолжавшегося умеренного роста объемов кредитования, считалось, что инфляционные риски, связанные с существенным увеличением денежной массы, остаются незначительными.

С учетом всех этих обстоятельств Совет управляющих вновь понизил ключевые процентные ставки в период с декабря 2002 года по июнь 2003 года в общей сложности на 125 базовых пунктов. Эти меры послужили противовесом различным факторам, оказывавшим негативное воздействие на

экономическую конъюнктуру, и повысили вероятность сохранения ценовой стабильности в краткосрочной перспективе. В результате этих решений в июне 2003 года минимальная конкурсная ставка по основным операциям по рефинансированию достигла 2%. Затем были понижены ставки по ломбардному кредитованию и депозитному механизму до 3% и 1%, соответственно.

5.3 ОЦЕНКА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЗА РАССМОТРЕННЫЙ ПЕРИОД

В первые годы единая денежно-кредитная политика осуществлялась в крайне сложной обстановке, когда на краткосрочную динамику цен сильное влияние оказывали различные шоковые явления. К этим потрясениям относятся трехкратное повышение цен на нефть с начала 1999 года до середины 2000 года, значительное падение обменного курса евро и рост цен на продовольственные товары в 2001 году, вызванный серией эпидемий в животноводстве. В условиях угрозы повышения цен основной целью денежно-кредитной политики стало предотвращение инфляционных ожиданий и циклического роста заработной платы и цен.

В то же время при реагировании на эти потрясения средствами денежно-кредитной политики нужно было исходить из среднесрочной ориентации принимаемых мер, чтобы не вызвать таким образом роста волатильности. Такая среднесрочная ориентация также

В сложной обстановке, в которой преваляровали краткосрочные инфляционные риски,...

...ЕЦБ действовал, ориентируясь на среднесрочную перспективу,...

предполагала, что за ценовой стабильности в краткосрочными колебаниями цен денежно-кредитная политика должна различать ценовые тенденции более долгосрочного характера с тем, чтобы должным образом управлять ими с помощью имеющегося в ее распоряжении арсенала средств. среднесрочной перспективе.

...и сохранил
Доверие

Несмотря на ряд потрясений, приведших к росту инфляции, в годовом исчислении инфляция по СИПЦ в Еврозоне за период с января 1999 года по июнь 2003 года лишь незначительно превышала 2%, т.е. верхний предел по принятым ЕЦБ нормативам для ценовой стабильности. В тоже время следует отметить, что с начала 1999 года показатели инфляции в Еврозоне по всем долгосрочным прогнозам почти неизменно составляли менее 2%, но находились очень близко к этому пределу. Примечательно также, что инфляционные ожидания тоже оставались на этом уровне как в периоды усиления, так и в периоды ослабления инфляционных тенденций. Это касалось не только долгосрочных инфляционных ожиданий отдельных экономистов, но и инфляционных ожиданий, которые «заложены» в цены облигаций (см. График 5.6). Следовательно, население и рынки сохраняли уверенность в том, что ЕЦБ полон решимости поддерживать ценовую стабильность в среднесрочной перспективе. В свою очередь, сказанное выше служит доказательством того, что с первых дней своего существования ЕЦБ сумел завоевать доверие и убедить население и рынки в том, что он намерен выполнять свои обязательства по поддержанию

ПРИЛОЖЕНИЕ

ИСТОРИЯ – ТРИ ЭТАПА В СОЗДАНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО И ВАЛЮТНОГО СОЮЗА

В июне 1988 года Европейский Совет подтвердил намерение последовательно продвигаться вперед по пути создания экономического союза и уполномочил Комитет под председательством Жака Делора, который в то время занимал пост Председателя Европейской Комиссии, изучить вопрос о возможности создания такого союза и предложить конкретные этапы его формирования. В состав Комитета вошли управляющие национальных центральных банков Европейского Сообщества, Александр Ламфалусси, являвшийся в то время Главным управляющим Банка международных расчетов, Нильс Тюгесен, профессор экономики из Копенгагена, и Мигель Бойер, занимавший пост председателя Внешнеэкономического банка Испании. В подготовленном докладе, получившем название «Доклад Делора», предлагалось создать экономический и валютный союз в три отдельных и последовательных этапа.

Первый этап в создании ЭВС

В июне 1989 года на основе рекомендаций, содержащихся в Докладе Делора, Европейский Совет принял решение о том, что первый этап построения экономического и валютного союза начнется 1 июля 1990 года – с этого дня полностью отменяются все ограничения на движение капитала между государствами-членами. Одновременно с этим Комитет управляющих центральных банков государств-членов Европейского Экономического Сообщества, который с момента своего учреждения в мае 1964 года играл все более важную роль в координации денежно-кредитной политики, получил дополнительные полномочия. Эти полномочия были утверждены в Решении Совета от 12 марта 1990 года и предусматривали, среди прочего, проведение консультаций и обеспечение взаимодействия между государствами-членами в сфере денежно-кредитной политики с целью достижения ценовой стабильности. С учетом относительно сжатых сроков и сложности поставленных задач, Комитет управляющих взял на себя подготовку к Этапу III в создании ЭВС. В первую очередь предстояло определить все вопросы, которые требовалось проработать на ранних этапах, подготовить к концу 1993 года план действий, внести необходимые изменения в полномочия соответствующих подкомитетов и согласовать полномочия специально созданных рабочих групп.

Чтобы создать институциональные механизмы, необходимые для осуществления целей и задач Этапов II и III, потребовалось внести поправки в Договор об учреждении Европейского Экономического Сообщества (Римский Договор). С этой целью в 1991 году была созвана межправительственная конференция по вопросам создания ЭВС, которая проходила одновременно с другой конференцией – о создании политического союза. В результате переговоров был составлен Договор о Европейском Союзе, который был принят в декабре 1991 года и подписан

в Маастрихте 7 февраля 1992 года. Но из-за задержек в процессе ратификации этот Договор (в нем содержались поправки к Договору об учреждении Европейского Экономического Сообщества о преобразовании его в «Договор об учреждении Европейского Сообщества» и включении в него двух протоколов, в частности, о Статуте Европейской системы центральных банков и Европейского центрального банка и о Статуте Европейского валютного института) вступил в силу только 1 ноября 1993 года.

Второй этап в создании ЭВС – учреждение ЕВИ и ЕЦБ

Учреждение 1 января 1994 года Европейского валютного института (ЕВИ) ознаменовало собой начало второго этапа в создании ЭВС, после чего Комитет управляющих был распущен. Временный характер ЕВИ отражал уровень интеграции в денежно-кредитной сфере в Сообществе. На ЕВИ не возлагалась ответственность за осуществление денежно-кредитной политики Европейского Союза (эти вопросы по-прежнему оставались в ведении соответствующих органов государств-членов), и он не был наделен полномочиями по осуществлению валютных интервенций.

На ЕВИ возлагались две основные задачи:

- i. укрепление сотрудничества между центральными банками и координация денежно-кредитной политики;
- ii. проведение подготовительных мероприятий, необходимых для создания Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ), осуществления единой денежно-кредитной политики и введения единой валюты на Этапе III.

С этой целью в рамках ЕВИ проводились консультации и обмен мнениями и информацией по вопросам денежно-кредитной политики, и были разработаны нормативные и организационные основы, а также порядок материально-технического обеспечения с тем, чтобы ЕСЦБ могла выполнять свои задачи на Этапе III.

В декабре 1995 года Европейский Совет утвердил «евро» в качестве названия единой европейской валюты, которую предполагалось ввести в обращение в начале Этапа III, и подтвердил, что Этап III начнется 1 января 1999 года. Общественность заблаговременно проинформировали о том, как будет осуществляться переход на евро. Основу плана действий составили детально проработанные предложения ЕВИ. Кроме того, ЕВИ было поручено изучить вопросы будущих взаимоотношений между Еврозоной и другими государствами-членами ЕС в сфере денежно-кредитной политики и обменных курсов. В декабре 1996 года ЕВИ представил на рассмотрение Европейского Совета свой отчет, на основе которого была подготовлена Резолюция Европейского Совета о принципах и базовых элементах нового механизма обменных курсов (МОК II), принятая в июне 1997 года.

Кроме того, в декабре 1996 года ЕВИ представил на рассмотрение Европейского Совета, а затем – широкой общественности, специально

отобранные проекты серий банкнот евро для выпуска в обращение с 1 января 2002 года.

В июне 1997 года в целях дополнения и уточнения тех положений Договора, которые касались ЭВС, Европейский Совет принял Пакт стабильности и роста, включавший, среди прочего, два постановления и устанавливавший правила бюджетной дисциплины в рамках ЭВС. В соответствии с принятой Советом в мае 1998 года Декларацией, положения Пакта были дополнены, а соответствующие обязательства расширены.

2 мая 1998 года Совет Европейского Союза в составе глав государств и правительств единогласно постановил, что одиннадцать государств-членов (Бельгия, Германия, Испания, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Австрия, Португалия и Финляндия) выполнили условия для введения с 1 января 1999 года единой валюты. Таким образом, эти страны получили право участвовать в ЭВС на Этапе III. Кроме того, главы государств и правительств согласовали на политическом уровне кандидатуры для заполнения вакансий в Исполнительном совете ЕЦБ.

Одновременно с этим, министры финансов государств-членов, переходящих на единую валюту, договорились с управляющими национальных центральных банков этих государств, Европейской Комиссией и ЕВИ о том, что действующие в рамках МОК взаимные обменные курсы валют стран-участниц будут использоваться при установлении жестко фиксированных курсов национальных валют к евро.

25 мая 1998 года правительства 11 государств-участников Этапа III назначили Председателя, Заместителя председателя и остальных четырех членов Исполнительного совета ЕЦБ. Их полномочия вступили в силу 1 июня 1998 года – день, который считается днем образования ЕЦБ. Евросистема, которая призвана формулировать и определять единую денежно-кредитную политику на Этапе III в создании ЭВС, состоит из ЕЦБ и национальных центральных банков государств-участников.

Учредив 1 июня 1998 года Европейский центральный банк, ЕВИ выполнил свои задачи. После создания ЕЦБ, в соответствии со Статьей 123 (ранее Статья 1091) Договора об учреждении Европейского Сообщества, ЕВИ был упразднен. Вся порученная ЕВИ подготовительная работа была своевременно выполнена, а в оставшиеся до конца 1998 года месяцы ЕЦБ занимался проведением последних проверок всех систем и механизмов.

Третий этап в создании ЭВС – фиксирование неизменных валютных курсов

Третий и заключительный этап создания ЭВС начался 1 января 1999 года, когда были окончательно зафиксированы обменные курсы валют 11 государств – первоначальных членов Валютного союза, а ЕЦБ приступил к исполнению своих обязанностей по осуществлению единой денежно-кредитной политики.

1 января 2001 года число государств-участников ЭВС увеличилось до 12, когда на третьем этапе создания Валютного союза в него вступила Греция. С этого дня Банк Греции стал частью Евросистемы. Присоединение Греции произошло после того, как 19 июня 2000 года Совет ЕС на заседании с участием глав государств и правительств принял решение о том, что Греция удовлетворяет критериям конвергенции.

ГЛОССАРИЙ

Активы второго уровня: ликвидные или неликвидные активы, которые отвечают конкретным требованиям, установленным соответствующим национальным центральным банком и утвержденным **Европейским центральным банком (ЕЦБ)**.

Активы первого уровня: ликвидные активы, которые отвечают определенным единым требованиям, установленным **Европейским центральным банком (ЕЦБ)** и действующим на всей территории **Еврозоны**.

Альтернативные издержки: отражают издержки держателя актива в связи с сохранением у него данного актива; как правило, исчисляются разницей в уровне доходности данного актива и какого-либо другого, альтернативного актива.

Аукцион с плавающими ставками: конкурсная процедура, в соответствии с которой **контрагенты** указывают в конкурсной заявке как сумму предлагаемой сделки с центральным банком, так и процентную ставку по этой сделке.

Аукцион с фиксированной процентной ставкой: конкурсная процедура, в соответствии с которой центральный банк заблаговременно утверждает процентную ставку, а контрагенты-участники указывают в конкурсных заявках сумму предлагаемой сделки с центральным банком по данной фиксированной ставке.

База для расчета резервов: совокупность балансовых позиций (в частности, обязательств), на основе которой производится расчет **требуемых резервов** для **кредитного учреждения**.

Валюта в обращении: включает в себя обычно используемые в качестве платежного средства банкноты и монеты в обращении. С начала 2002 года валюта в обращении в **Еврозоне** состояла из банкнот, выпущенных **Евросистемой** и другими **кредитно-финансовыми учреждениями (КФУ)**, а также монет, выпущенных центральными правительствами стран Еврозоны в **евро** и национальных валютах, притом, что с 1 марта 2002 года евро является единственным законным платежным средством во всех странах Еврозоны. Банкноты бывших национальных валют были изъяты из обращения 1 января 2003 года, как для целей финансовой отчетности **Евросистемы**, так и для целей статистической отчетности. Такой же подход последовательно применялся и в отношении монет бывших национальных валют. Для целей **МЗ** валюта в обращении учитывается в чистом виде, т.е. учитываются только банкноты и монеты в обращении за пределами сектора КФУ (т.е. за вычетом банкнот и монет, имеющих у КФУ, или «наличных денег в банковском хранилище»). Кроме того, не учитываются ни запасы собственных банкнот центральных банков (которые не были выпущены в обращение), ни юбилейные и памятные монеты (которые обычно не используются в качестве платежного средства).

Валютная база: состоит из валюты в обращении (банкнот и монет), резервов, которые держат контрагенты на счетах в **Евросистеме**, и тех средств, которые зачисляются в депозитный механизм Евросистемы. В балансе Евросистемы указанные позиции учитываются как обязательства. Резервы могут далее подразделяться на обязательные и дополнительные. В соответствии с требованиями Евросистемы об обязательном резервировании, контрагенты обязаны держать необходимую сумму средств в виде резервов на счетах своих национальных центральных банков. Помимо обязательных, добровольные дополнительные резервы, которые держат на счетах в Евросистеме кредитные учреждения, составляют обычно лишь незначительную сумму.

Валютный своп: сделка «спот» при одновременном заключении форвардного контракта на куплю-продажу валюты. В целях осуществления денежно-кредитной политики Евросистема может проводить на открытом рынке операции в форме валютных свопов, когда центральные банки государств-членов (или **Европейский центральный банк (ЕЦБ)**) покупают или продают **евро** или иностранную валюту по ценам «спот» и одновременно заключают форвардный контракт на куплю-продажу этой валюты, но уже по другим ценам.

Ведущие показатели: экономические показатели, которые позволяют прогнозировать, либо содержат ценную информацию для того, чтобы прогнозировать будущие изменения других показателей.

Генеральный совет: один из руководящих органов **Европейского центрального банка (ЕЦБ)**. В его состав входят Председатель и Заместитель председателя ЕЦБ и управляющие всех центральных банков государств-членов ЕС.

Государственный сектор: в соответствии с терминологией **Европейской системы счетов 1995 года (ESA 95)** определяется как центральные, региональные и местные органы власти, а также фонды социального страхования.

Государство-член: страна, которая является членом Европейского Союза.

Государство-член ЕС: см. **Государство-член**.

Денежный рынок: рынок для привлечения краткосрочных кредитов, инвестирования в краткосрочные долговые обязательства и обращения таких долговых обязательств. Операции на денежном рынке осуществляются при помощи инструментов, изначальный срок погашения которых, как правило, не превышает один год.

Депозитный механизм: **постоянно действующий механизм Евросистемы**, который **контрагенты** могут использовать для размещения депозитов «**овернайт**» в центральном банке страны под определенный процент (см. **ключевые процентные ставки ЕЦБ**).

Депозиты, возвращаемые по уведомлению: вид сберегательных вкладов, для снятия средств с которых владелец обязан в установленные сроки уведомить об этом банк. В некоторых случаях допускается возможность снятия строго определенной суммы в установленные сроки по требованию или досрочного снятия средств с уплатой пени. Вклады со сроком уведомления до трех месяцев включаются в **M2** (и, соответственно, в **M3**), а вклады с более продолжительным сроком уведомления считаются долгосрочными финансовыми обязательствами (невалютными) сектора КФУ.

Депозиты «овернайт»: депозиты со сроком возврата на следующий день. К этому типу инструментов относятся, в основном, такие срочные/бессрочные депозиты, которые являются в полной мере переводными (с помощью чека или аналогичного инструмента). Сюда также относятся и непередаваемые депозиты, которые конвертируются по требованию или в конце следующего рабочего дня. Депозиты «овернайт» включаются в финансовый агрегат **M1** (а, следовательно, в **M2** и **M3**).

Депозиты с согласованными сроками возврата: в основном, срочные вклады с установленным сроком возврата; при снятии средств до наступления согласованного срока, с учетом национального законодательства, могут взиматься пени. Сюда же относятся и некоторые виды неликвидных долговых инструментов, таких, как непередаваемые (розничные) депозитные сертификаты. Вклады с согласованным сроком возврата до двух лет включаются в **M2** (и, соответственно, в **M3**), а вклады с согласованным сроком возврата более двух лет считаются долгосрочными финансовыми обязательствами (невалютными) сектора КФУ.

Дефляция: снижение общего уровня цен, например, индекса потребительских цен.

Договор: относится к Договору об учреждении Европейского Сообщества. Договор был подписан в Риме 25 марта 1957 года и вступил в силу 1 января 1958 года. Данный Договор учредил Европейское экономическое сообщество (ЕЭС), которое сейчас называется Европейским Сообществом (ЕС). Сам Договор часто называют «Римским Договором». Договор об учреждении Европейского Союза (который часто называют «Маастрихтским Договором») был подписан 7 февраля 1992 года и вступил в силу 1 ноября 1993 года. В Договоре о Евросоюзе содержалась поправка к Договору об образовании Европейского Сообщества, и учреждался Европейский Союз. В «Амстердамском Договоре», подписанном в Амстердаме 2 октября 1997 года и вступившем в силу 1 мая 1999 года, содержались поправки как к Договору об образовании Европейского Сообщества, так и к Договору о Европейском Союзе. Аналогичным образом, «Ницанский Договор», который был заключен на Межправительственной конференции 2000 года, подписан 26 февраля 2001 года и вступил в силу 1 февраля 2003 года, также содержал поправки к Договору об учреждении Европейского Сообщества и к Договору о Евросоюзе.

Долговые ценные бумаги: обязательство эмитента (заемщика) осуществить один или несколько платежей держателю (заимодателю) в указанный срок или сроки в будущем. Таким образом, доход заимодателя по долговым ценным бумагам состоит из всех полученных купонных платежей и разницы между ценой покупки облигации и ее рыночной стоимостью на момент ее продажи или погашения. Долговые ценные бумаги являются рыночными инструментами и могут обращаться на вторичном рынке, но они не наделяют держателя правом собственности в предприятии-эмитенте. Ценные бумаги денежного рынка и, в принципе, ценные бумаги, размещенные частным образом, учитываются в статистике по долговым ценным бумагам **Европейского центрального банка (ЕЦБ)**.

Долгосрочные операции по рефинансированию: обычная рыночная операция, совершаемая **Евросистемой** в форме **обратной сделки**. Долгосрочные операции по рефинансированию совершаются на ежемесячных **стандартных аукционах** и обычно имеют сроки погашения три месяца.

Домашние хозяйства: один из секторов, образующих **Европейскую систему счетов 1995 года (ESA 95)**. В сектор «Домашние хозяйства» входят индивидуумы или группы индивидуумов в качестве потребителей, но также допускается, что они могут выступать и в качестве предпринимателей (как индивидуальные предприниматели и члены товариществ). Обслуживающие домашние хозяйства некоммерческие организации, согласно ESA 95, образуют самостоятельный сектор, хотя часто рассматриваются вместе с домашними хозяйствами.

Евро: название единой европейской валюты, принятое на заседании **Европейского Совета** в Мадриде 15-16 декабря 1995 года.

Евროзона: все **государства-члены**, которые ввели **евро** в качестве единой валюты в соответствии с **Договором** и в которых под руководством **Совета управляющих Европейского центрального банка (ЕЦБ)** проводится единая денежно-кредитная политика. По состоянию на 2003 год, в состав Еврозоны входили Бельгия, Германия, Греция, Испания, Франция, Ирландия, Италия, Люксембург, Нидерланды, Австрия, Португалия и Финляндия.

Европейская валютная система (ЕВС): режим регулирования обменных курсов, созданный в 1979 году в соответствии с Резолюцией **Европейского Совета** от 5 декабря 1978 года. Порядок работы системы был утвержден в Соглашении от 13 марта 1979 года между центральными банками государств-членов Европейского экономического сообщества (ЕЭС). Ее основная задача заключалась в налаживании более тесного сотрудничества стран Сообщества в области денежно-кредитной политики с целью создания в Европе зоны валютной стабильности. Основными элементами ЕВС являлись ЭКЮ, механизм регулирования обменных курсов и валютных интервенций (**МОК**) и различные механизмы кредитования. Она прекратила свое существование с начала **Этапа III** в создании

Экономического и валютного союза (ЭВС), после создания **МОК II (Механизма обменных курсов II)**.

Европейская Комиссия: орган Европейского Сообщества, обеспечивающий применение положений **Договора**. Комиссия разрабатывает политику Сообщества, выдвигает законодательные инициативы и обладает полномочиями в ряде конкретных областей. В области экономической политики Комиссия представляет общие рекомендации по конкретным направлениям экономической политики в Сообществе и отчитывается перед **Советом ЕС** о положении дел в экономике и экономической политике. Она следит за состоянием государственных бюджетов в рамках механизма многостороннего контроля и представляет соответствующие отчеты Совету.

Европейская система счетов 1995 года (ESA 95): единая система статистических показателей и классификаций, предназначенная для получения стандартизированных количественных данных о состоянии экономики **государств-членов**. ESA 95 представляет собой принятый в Сообществе вариант всемирной Системы национальных счетов (SNA 93). ESA 95 – это новая версия Европейской системы, внедрение которой началось в 1999 году в соответствии с Постановлением Совета (ЕС) № 2223/96.

Европейская система центральных банков (ЕСЦБ): состоит из Европейского центрального банка (ЕЦБ) и центральных банков всех **государств-членов** ЕС, т.е. в ее состав, помимо членов **Евросистемы**, входят центральные банки тех государств-членов, которые еще не перешли на **евро**.

Европейский валютный институт (ЕВИ): временный орган, созданный в начале Этапа II в деятельности **Экономического и валютного союза (ЭВС)** 1 января 1994 года. Перед ЕВИ были поставлены две основные задачи: укреплять сотрудничество между центральными банками и координировать денежно-кредитную политику, а также проводить подготовительную работу для создания **Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ)**, проведения единой валютной политики и перехода на единую валюту на **Этапе III**. После создания 1 июня 1998 года **Европейского центрального банка** ЕВИ был упразднен.

Европейский парламент: состоит из 626 представителей граждан **государств-членов**. Он является участником законодательного процесса, но при этом обладает иными, отличными от национальных парламентов прерогативами, с учетом специфических особенностей процедуры принятия законов ЕС. В рамках **Экономического и валютного союза (ЭВС)** Парламент обладает, в основном, совещательными полномочиями. В **Договоре** установлен определенный порядок обеспечения демократической подотчетности **Европейского центрального банка (ЕЦБ)** перед Парламентом (представление годового доклада, широкое обсуждение денежно-кредитной политики, проведение слушаний в соответствующих парламентских комитетах).

Европейский Совет: отвечает за определение магистрального направления в развитии Европейского Союза и разработку общей политики ЕС. В его состав входят главы государств и правительств **государств-членов** и Председатель **Европейской Комиссии** (см. также **Совет ЕС**).

Европейский центральный банк (ЕЦБ): ЕЦБ является стержнем **Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ)** и **Евросистемы** и обладает статусом юридического лица в соответствии с законодательством Сообщества. Действуя самостоятельно или через национальные центральные банки, ЕЦБ обеспечивает выполнение Евросистемой и ЕСЦБ возложенных на них задач в соответствии со Статутом ЕСЦБ и ЕЦБ.

Евросистема: система центральных банков **Еврозоны**. Она состоит из Европейского центрального банка (ЕЦБ) и центральных банков **государств-членов**, перешедших на **евро** на **Этапе III** в деятельности **Экономического и валютного союза (ЭВС)** (см. также **Еврозона**). В 2003 году в состав Евросистемы входило 12 центральных банков.

Евростат: Статистическое бюро Европейских Сообществ. Евростат входит в состав Европейской Комиссии и отвечает за составление статистической отчетности Сообщества.

Залог: активы, передаваемые в качестве обеспечения возврата займа (например, **кредитными учреждениями** центральному банку), а также активы, проданные (например, центральному банку кредитными учреждениями) в рамках **соглашений об обратном выкупе**.

Индекс СИПЦ (Согласованный индекс потребительских цен): индекс потребительских цен, который рассчитывается по единой статистической методологии для всех стран.

Инфляционное таргетирование: стратегия в рамках денежно-кредитной политики, направленная на поддержание **ценовой стабильности** путем реагирования на отклонения в опубликованных инфляционных прогнозах от объявленных целевых показателей по инфляции.

Инфляция: повышение общего уровня цен, например, в индексе потребительских цен.

Исполнительный совет: один из руководящих органов **Европейского центрального банка (ЕЦБ)**. В его состав входят Председатель и Заместитель председателя и четыре других члена, назначаемых с согласия глав государств или правительств тех **государств-членов**, которые перешли на **евро**.

Ключевые процентные ставки ЕЦБ: процентные ставки, отражающие направленность денежно-кредитной политики **Европейского центрального банка (ЕЦБ)** и устанавливаемые **Советом управляющих**. К ключевым процентным ставкам ЕЦБ относятся: процентная ставка по **основным**

операциям по рефинансированию (фиксированная ставка на **аукционах с фиксированными ставками** и минимальная пороговая ставка на **аукционах с плавающими ставками**), процентная ставка для **резервного механизма ломбардного кредитования** и процентная ставка для **депозитного механизма**.

Консолидированный баланс КФУ: отчет, который формируется путем сальдирования балансовых позиций между КФУ (например, межбанковских кредитов и депозитов) в суммарном балансовом отчете КФУ. Он содержит статистические данные по активам и обязательствам сектора КФУ в отношении резидентов **Еврозоны**, не входящих этот сектор (например, **государственного сектора** и других резидентов Еврозоны) и в отношении лиц, не являющихся резидентами Еврозоны. Консолидированный баланс является главным источником статистических данных для расчета **финансовых агрегатов** и служит основой для регулярного анализа финансового состояния контрагентов по **МЗ**.

Контрагент: противоположная сторона – участница финансовой операции (например, любая сторона, совершающая операцию с центральным банком).

Корректировочная операция: нерегулярная **операция на открытом рынке**, проводимая Евросистемой, как правило, для нивелирования неожиданных колебаний ликвидности на рынке.

Коэффициент дефицита: показатель одного из фискальных критериев, применяемых для определения наличия чрезмерного дефицита в соответствии со Статьей 104 (2) **Договора**. Определяется как соотношение планируемого или фактического дефицита государственного бюджета к валовому внутреннему продукту в текущих рыночных ценах. В соответствии с Протоколом №20 (о **процедуре чрезмерного дефицита бюджета**), дефицит государственного бюджета определяется как чистый объем заимствований **государственного сектора**.

Коэффициент задолженности: показатель одного из фискальных критериев, применяемых для определения наличия чрезмерного дефицита в соответствии со Статьей 104 (2) **Договора**. Коэффициент представляет собой соотношение государственного долга к валовому внутреннему продукту в текущих рыночных ценах. Государственный долг, в соответствии с Протоколом № 20 (о **процедуре чрезмерного дефицита бюджета**), определяется как совокупный валовой долг по номинальной стоимости, не погашенный по состоянию на конец года и консолидированный между и внутри подразделений **государственного сектора**.

Коэффициент участия населения в рабочей силе: рабочая сила как процент от общей численности трудоспособного населения. Обычно «трудоспособным» считается население в возрасте от 15 до 64 лет. Понятие «рабочая сила» включает в себя как занятую часть населения, так и безработных.

Кредитно-финансовые учреждения (КФУ): финансовые учреждения, образующие денежно-эмиссионный сектор **Еврозоны**. К ним относятся Евросистема, **кредитные учреждения-резиденты** (как они определены в Европейском законодательстве), а также все другие финансовые учреждения-резиденты, которые принимают депозиты и/или их ближайшие аналоги от учреждений, не являющихся КФУ, а также, в свою очередь (по крайней мере, с экономической точки зрения), выдают кредиты и/или вкладывают средства в ценные бумаги. Последняя группа учреждений состоит, в основном, из **фондов денежного рынка**.

Кредитное учреждение: означает учреждение согласно определению в Статье 1 (1) Директивы 2000/12/ЕС **Европейского парламента и Совета** от 20 марта 2000 года об организации и осуществлении деятельности кредитных учреждений с внесенными в него изменениями Директивой 2000/28/ЕС Европейского Парламента и Совета от 18 сентября 2000 года. Таким образом, кредитным учреждением считается (i) любое предприятие, основная деятельность которого связана с приемом вкладов и иных подлежащих возврату средств от населения и выдачей кредитов с целью получения прибыли, или (ii) любое предприятие или иное юридическое лицо, помимо упомянутых в пункте (i), осуществляющее эмиссию платежных средств в виде «электронных денег». (Электронные деньги означают некий денежный эквивалент в виде платежного требования к эмитенту, который (a) хранится в памяти компьютерного устройства, (b) активируется после зачисления на счет средств в размере не менее суммы электронного эквивалента и (c) принимается в качестве платежного средства другими предприятиями помимо эмитента).

Кредиты резидентам Еврозоны: общий показатель финансирования сектором КФУ резидентов Еврозоны, в том числе **государственного** и частного **секторов**, не являющихся **кредитно-финансовыми учреждениями (КФУ)**. Включает в себя выданные **КФУ займы резидентам Еврозоны** и активы КФУ в ценных бумагах, эмитированных резидентами **Еврозоны**. К последней категории относятся акции, долевые и **долговые ценные бумаги**. Поскольку ценные бумаги могут рассматриваться как альтернативный источник заемных средств наряду с обычными займами, а некоторые займы могут быть обращены в ценные бумаги, то такое определение позволяет более точно оценить общий объем финансирования экономики сектором КФУ, нежели более узкое определение, в котором учитываются только сами займы.

Критерии конвергенции: закрепленные в Статье 121 (1) **Договора** (и получившие дальнейшее развитие в Протоколе № 21) критерии оценки готовности страны к переходу на евро. Они связаны с показателями ценовой стабильности, финансовой позиции правительства, валютных курсов и долгосрочных процентных ставок. Они также предполагают соответствие национального законодательства, в том числе статута национальных центральных банков, положениям **Договора**, а также Статута **Европейской системы центральных банков** и **Европейского центрального банка**.

М1, М2, М3: см. **Финансовые агрегаты**.

Маастрихтский договор: см. **Договор**.

Минимальная ставка на аукционе: нижний предел процентной ставки, начиная с которого **контрагенты** могут подавать заявки на **аукционах с плавающими ставками** (см. **ключевые процентные ставки ЕЦБ**).

МОК (Механизм обменных курсов): механизм **Европейской валютной системы** по установлению обменных курсов и осуществлению интервенций; предназначался для определения обменного курса, по которому центробанки стран-участниц обменивали свои национальные валюты на **ЭКЮ**. Такие курсы фиксировались в таблице взаимных обменных курсов валют стран-участниц. При этом допускались колебания рыночных валютных курсов по отношению к курсам центробанков в пределах определенного диапазона. Также допускалась возможность корректировки обменного курса центробанков при условии согласия всех стран, участвовавших в МОК. С началом **Этапа III** в создании **Экономического и валютного союза (ЭВС)** МОК прекратил свое существование, а ему на смену пришел **МОК II**.

МОК II (Механизм обменных курсов II): рамочный механизм, обеспечивающий условия для сотрудничества в области валютной политики между **Еврозоной** и **государствами-членами ЕС**, не вошедшими Еврозону с начала Этапа III в создании **Экономического и валютного союза (ЭВС)**. Участие в работе механизма является добровольным. Тем не менее, предполагается, что те государства-члены, которые пока этого не сделали, подключатся к работе механизма. Если колебания валютных курсов достигают предельных значений стандартного или зауженного диапазона, то валютные интервенции и кредитование, в принципе, производятся автоматически и без ограничений, поскольку средства для предоставления кредитов на предельно короткие сроки имеются. Однако, **Европейский центральный банк (ЕЦБ)** и центральные банки стран, участвующих в МОК II, но не входящих в Еврозону, могут приостановить автоматическую интервенцию, если сочтут, что такая интервенция не отвечает их главной цели по поддержанию **ценовой стабильности**.

Монетарное таргетирование: стратегия денежно-кредитной политики, направленная на поддержание **ценовой стабильности** путем реагирования на отклонения в динамике роста денежной массы от заранее определенных целевых показателей.

Независимость центрального банка: положение закона, обеспечивающее защиту центрального банка от вмешательства политиков в процесс выполнения банком его целей и задач. Принцип независимости центрального банка для **Еврозоны** закреплен в Статье 108 **Договора**.

Нейтральность денег: один из основополагающих экономических принципов, который гласит, что изменения в предложении денег в долгосрочной перспективе влияют лишь на номинальные, а не на реальные показатели. Поэтому изменения в предложении денег не окажут долгосрочного воздействия на такие показатели, как реальный объем выпускаемой продукции, уровень безработицы и реальные процентные ставки.

Нефинансовые корпорации: один из секторов **Европейской системы счетов 1995 года (ESA 95)**, состоящий из институциональных образований. В состав сектора входят юридические лица, которые осуществляют выплаты денежных средств и финансовые операции из собственных фондов, а не из фондов их владельцев. К нефинансовым корпорациям относятся все организации, имеющие статус самостоятельного юридического лица и являющиеся производителями на рынке, основная деятельность которых состоит в производстве товаров и услуг нефинансового характера.

Номинальный эффективный обменный курс: см. **эффективный (номинальный/реальный) обменный курс**.

Норматив по резервированию: устанавливаемый центральным банком норматив для каждой категории балансовых позиций, включаемых в **базу для расчета резервов**. Эти нормативы используются для расчета **требуемых резервов**.

Обратная сделка: операция, при помощи которой центральный банк приобретает или продает активы на основании **соглашения об обратном выкупе** или выдает кредиты под залог **обеспечения**.

Общие принципы экономической политики (ОПЭП): приняты **Советом ЕС** в качестве основы для определения задач и ориентиров в сфере экономической политики **Государств-членов** и **Европейского Сообщества**.

Обычная сделка: сделка, в результате которой активы приобретаются и продаются непосредственно на рынке (по ценам «спот» или форвардным контрактам).

Операция на открытом рынке: операция, проводимая по инициативе центрального банка на финансовых рынках. В зависимости от целей, регулярности и порядка их проведения, операции **Евросистемы** на открытом рынке можно разделить на четыре типа: **основные операции по рефинансированию, долгосрочные операции по рефинансированию, корректировочные операции и структурные операции**. Операции совершаются в форме следующих сделок: (i) непосредственной купли-продажи активов (по ценам «спот» или форвардным контрактам); (ii) купли-продажи активов на основе **соглашения об обратном выкупе**; (iii) кредитования или заимствования под залог активов в качестве **обеспечения**; (iv) эмиссии долговых обязательств центрального банка;

(v) принятия срочных депозитных вкладов; либо (vi) проведения **валютных свопов** с национальной и иностранной валютами.

Операция по обратному выкупу активов (РЕПО): обратная сделка, совершаемая с целью привлечения ликвидности; осуществляется на основании **соглашения об обратном выкупе активов**.

Опцион: финансовый инструмент, который дает его владельцу право, но не обязательство приобрести или продать те или иные активы (например, облигацию или акцию) по заранее оговоренной цене (цена «страйк» или цена исполнения) в определенный день или до наступления конкретной даты в будущем (дата исполнения или погашения). Опцион «колл» дает его держателю право приобрести соответствующие активы по согласованной цене исполнения, а опцион «пут» дает его держателю право продать эти активы по согласованной цене.

Основная операция по рефинансированию: обычная рыночная операция, совершаемая **Евросистемой** в форме **обратной сделки**. Основные операции по рефинансированию совершаются на еженедельных **стандартных аукционах**. В 2003 году Совет управляющих постановил, что с марта 2004 года сроки выплат по этим операциям сокращаются с двух недель до одной.

Отчетный период: период, за который проверяется соблюдение **кредитными учреждениями** требований по **валютным резервам**. В **Евросистеме** отчетный период по минимальным валютным резервам составляет один месяц. В 2003 году Совет управляющих постановил, что с марта 2004 года отчетный период будет начинаться не с 24 числа каждого месяца и заканчиваться 23 числа следующего месяца, а со дня осуществления расчетов по итогам первой основной операции по рефинансированию после заседания Совета управляющих, на котором назначается день проведения ежемесячной оценки состояния денежно-кредитной политики, и заканчиваться за день до осуществления расчетов по аналогичной операции в следующем месяце.

Пакт стабильности и роста: состоит из двух постановлений **Евросовета** «Об усилении мониторинга бюджетной позиции и мониторинга экономической политики и ее координации» и «Об ускорении и разъяснении **процедуры чрезмерного дефицита бюджета**», а также резолюции **Европейского Совета** о Пакте стабильности и роста, принятой на Амстердамском саммите 17 июня 1997 года. В частности, **государствам-членам** вменяется в обязанность в среднесрочной перспективе стремиться к нулевому дефициту бюджетов или их профициту, поскольку это позволило бы им преодолевать обычные циклические колебания, не выходя при этом за рамки допустимых пределов бюджетного дефицита в 3% от ВВП. В соответствии с положениями Пакта стабильности и роста, страны-участницы ЭВС должны ежегодно представлять свои **стабилизационные программы**, а страны, не участвующие в ЕВС, должны и далее ежегодно представлять свои программы конвергенции (по адаптиванию своих экономик к стандартам ЕВС).

Пенсионный фонд: резервы или специальные фонды, которые резервируются нефинансовыми корпорациями для выплаты пенсий своим сотрудникам.

Передаточный механизм: см. **передаточный механизм денежно-кредитной политики**.

Передаточный механизм денежно-кредитной политики: процесс, при помощи которого решения по вопросам денежно-кредитной политики воздействуют на экономику, в целом, и уровень цен, в частности.

Подотчетность: правовое и политическое обязательство независимого учреждения должным образом объяснять и обосновывать свои решения гражданам и их избранным представителям и таким образом отвечать за выполнение поставленных перед ним задач. **Европейский центральный банк (ЕЦБ)** подотчетен гражданам Европейского Союза а, формально – **Европейскому парламенту**.

Постоянно действующий механизм: механизм центрального банка, к которому могут прибегать **контрагенты** по собственной инициативе. **Евросистема** предлагает два постоянно действующих механизма «овернайт»: **резервный механизм ломбардного кредитования** и **депозитный механизм**.

Премия за инфляционный риск: вознаграждение, которое получают инвесторы в связи с рисками, возникающими при владении активами (в номинальном выражении) в течение длительного времени.

Прогнозы: см. **собственные прогнозы Евросистемы**.

Процедура чрезмерного дефицита бюджета: в соответствии с положением Статьи 104 Договора и уточнениями в Протоколе № 20 по процедуре чрезмерного дефицита бюджета, **государства-члены** ЕС обязаны соблюдать бюджетную дисциплину. Кроме того, в данной статье сформулированы критерии определения чрезмерного дефицита бюджетной позиции и указаны меры, которые принимаются в случае нарушения требований, установленных в отношении допустимых пределов бюджетного дефицита или государственного долга. Эти меры дополнены Постановлением **Совета ЕС** об ускорении и разъяснении процедуры чрезмерного дефицита бюджета, которое является составной частью **Пакта стабильности и роста**.

Расширение ЕС: В 2003 году **Европейский Совет** признал 13 стран Центральной и Восточной Европы и Средиземноморья в качестве кандидатов на вступление в Европейский Союз (ЕС). Следующие десять стран подписали Договор о вступлении в ЕС с перспективой членства с 1 мая 2004 года: Чешская Республика, Эстония, Кипр, Латвия, Литва, Венгрия, Мальта, Польша, Словения и Словакия. В 2003 году начались

переговоры о вступлении в ЕС с двумя другими странами, Болгарией и Румынией, с перспективой членства с 2007 года. Другим официальным кандидатом на вступление в ЕС является Турция.

Реальный эффективный обменный курс: см. **эффективные обменные курсы (номинальный/реальный)**.

Резервный механизм ломбардного кредитования: постоянно действующий механизм Евросистемы, с помощью которого контрагенты могут получать от своего национального банка кредиты «овернайт» по заранее установленной ставке под залог определенных активов (см. **ключевые процентные ставки ЕЦБ**).

Референтное значение для бюджетной позиции (допустимые пределы): в прилагавшем к **Договору** Протоколе №20 о **допустимых пределах дефицита** устанавливаются четкие референтные значения для общего бюджетного дефицита (3% от ВВП) и **государственного долга** (60% от ВВП) (см. также **Пакт стабильности и роста**).

Референтное значение роста денежной массы: для оценки тенденций в монетарной сфере **Совет управляющих** объявил о введении референтного значения для «широкого» финансового агрегата **M3**. Данное референтное значение соответствует показателю роста M3, который считается достаточным для поддержания ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. Методология расчетов референтного значения отвечает задаче достижения ценовой стабильности, как определил ее Совет управляющих, на основе среднесрочных прогнозов тенденций реального роста ВВП и тенденций интенсивности обращения M3. Существенные или продолжительные отклонения показателей роста M3 от референтного значения в обычных условиях указывали бы на наличие угроз для ценовой стабильности в среднесрочной перспективе. Однако отклонения показателей роста M3 от референтного значения не должны вызывать механического реагирования на них денежно-кредитной политики.

Рынок облигаций: рынок для эмиссии и обращения долгосрочных **долговых ценных бумаг**.

Рынок производных финансовых инструментов (деривативов): рынок для эмиссии и обращения финансовых инструментов, стоимость которых определяется ценами на исходные ценные бумаги, процентными ставками, валютными курсами, рыночными индексами или ценами на сырьевые товары. К основным типам производных финансовых инструментов относятся **фьючерсные контракты, опционы, свопы и форвардные соглашения о процентных ставках**.

Своп: соглашение об обмене будущими потоками наличности по заранее согласованной формуле (см. **валютный своп**).

Собственные прогнозы Евросистемы: результаты выполненного в рамках экономического анализа персоналом Евросистемы прогнозного моделирования макроэкономических тенденций в **Еврозоне**.

Совет: см. **Совет ЕС**.

Совет ЕС: орган Европейского Сообщества. Состоит из представителей правительств **государств-членов**, как правило, на уровне министров, отвечающих за рассматриваемые в данный момент вопросы (поэтому его часто называют Советом Министров). Заседание Совета ЕС в составе министров финансов и экономики часто называют Советом ЭКОФИН. Кроме того, проводятся заседания Совета ЕС с участием глав государств или правительств (см. также **Европейский Совет**).

Совет управляющих: высший руководящий орган **Европейского центрального банка (ЕЦБ)**. В его состав входят все члены **Исполнительного совета** ЕЦБ и управляющие всех центральных банков государств-членов **Еврозоны**.

Совет ЭКОФИН: см. **Совет ЕС**.

Соглашение об обратном выкупе активов (РЕПО): соглашение о продаже актива и его обратном выкупе по оговоренной цене в заранее установленный срок или по требованию. Такие операции во многом схожи с заимствованием под залог обеспечения с той лишь разницей, что в этом случае продавец не сохраняет право собственности на продаваемые ценные бумаги. Операции РЕПО включаются в финансовый агрегат **М3** в том случае, если продавец – **кредитно-финансовое учреждение (КФУ)**, а его **контрагент** – не КФУ, но при этом – резидент **Еврозоны**.

Спад производства: разница между фактическим и потенциальным уровнями производства в экономике в процентном выражении от потенциального уровня. Потенциальный уровень производства – это уровень, который может быть достигнут в том случае, если использование факторов производства не приводит к инфляционным последствиям.

Спрос на деньги: одно из ключевых экономических понятий, которое означает востребованность балансов на банковских счетах организациями, не являющимися **кредитно-финансовыми учреждениями (КФУ)**. Спрос на деньги часто определяют как производную уровня цен и экономической активности, которая показывает связь между уровнем деловой активности в экономике и уровнем отдельных процентных ставок, характеризующих потенциальную разницу в доходах при инвестировании денег и сохранении их на счетах.

Суды резидентам «Еврозоны»: средства, предоставленные **кредитно-финансовыми учреждениями (КФУ)** заемщикам и не оформленные в виде переводных финансовых документов или представленные в виде одного

финансового документа (в том случае, если он стал переводным). Данное определение включает ссуды домашним хозяйствам, нефинансовым корпорациям и правительству. Ссуды домашним хозяйствам могут предоставляться в виде потребительского кредита (ссуды для удовлетворения личных потребностей в товарах и услугах); кредитов на приобретение жилья (ссуды для инвестирования в жилье, в том числе для строительства жилья или проведения его капремонта); а также других видов кредитов (ссуды для консолидации долговых обязательств, получения образования и т.п.). (См. также **Кредиты резидентам Еврозоны**).

Стабилизационные программы: представляемые правительствами стран **Еврозоны** среднесрочные планы и прогнозы, касающиеся ключевых экономических показателей и призванные обеспечить выполнение среднесрочной задачи по достижению нулевого бюджетного дефицита или его профицита, как это предусмотрено в **Пакте стабильности и роста**. В этих программах предлагаются меры по консолидации бюджетных балансов, а также конвергенции экономик. Стабилизационные программы ежегодно обновляются. Их анализом занимаются **Европейская комиссия** и **Экономический и финансовый комитет (ЭФК)**. На основании отчетов Еврокомиссии и ЭФК **Совет ЭКОФИН** выносит свое заключение по поводу этих программ, уделяя при этом особое внимание тому, насколько предусмотренные среднесрочной программой меры в части бюджета соответствуют задаче обеспечения его нулевого дефицита или профицита и создают достаточный «запас прочности», позволяющий избежать возникновения чрезмерного дефицита. Страны, которые еще не перешли на евро, должны ежегодно представлять программы конвергенции, как это предусмотрено **Пактом стабильности и роста**.

Стандартный аукцион: конкурсная процедура, применяемая **Евросистемой** при проведении обычных **операций на открытом рынке**. Стандартные аукционы проводятся ежедневно. Все **контрагенты**, удовлетворяющие общим требованиям к участникам аукционов, имеют право подавать заявки.

Степень открытости: показатель зависимости экономики страны от торговли с другими странами или регионами, например, соотношение суммарного объема импорта и экспорта к ВВП.

Стратегия денежно-кредитной политики: общий подход к проведению денежно-кредитной политики. Стратегия денежно-кредитной политики ЕЦБ включает в себя количественное определение главной задачи по обеспечению ценовой стабильности и аналитическую методологию, основанную на двух принципах – экономического анализа и монетарного анализа. Исходя из этих принципов, **Совет управляющих** дает общую оценку рискам для **ценовой стабильности** и принимает решения по вопросам денежно-кредитной политики. Этими же принципами Совет управляющих руководствуется при разъяснении своих решений по вопросам денежно-кредитной политики общественности.

Структурная операция: операция на открытом рынке, предпринимаемая **Евросистемой** в первую очередь для того, чтобы устранить структурные перекосы в ситуации с ликвидностью в финансовом секторе по отношению к самой **Евросистеме**.

«ТАРГЕТ» (Общеввропейская оперативная клиринговая система расчетов в евро): платежная система, состоящая из национальных оперативных клиринговых расчетных систем (RTGS) всех **государств-членов** ЕС и платежной системы ЕЦБ (ЕРМ). Национальные системы и система ЕЦБ связаны между собой в единую сеть и применяют единый порядок расчетов, что позволяет осуществлять перевод трансфертов из одной национальной системы в другую на всей территории Евросоюза.

Таргетирование обменного курса: стратегия в рамках денежно-кредитной политики, направленная на поддержание определенного (как правило, стабильного или даже фиксированного) обменного курса по отношению к другой валюте или группе валют.

Требуемые резервы: минимальная сумма резервов, которую **кредитное учреждение** обязано держать в центральном банке. По действующим в **Евросистеме** правилам обязательного резервирования, объем требуемых резервов для **кредитного учреждения** рассчитывается путем умножения ставки **норматива по резервированию** для каждой категории позиций, входящих в **базу**, на величину суммы, которая указана по данной позиции в балансе данного учреждения. Кроме того, учреждения имеют право одновременно списывать на затраты определенную часть от общей суммы их обязательных резервов.

Финансовые агрегаты: валюта в обращении плюс непогашенные суммы обязательств **кредитно-финансовых учреждений (КФУ)**, обладающих относительно высокой степенью ликвидности, которые имеются на руках у резидентов Еврозоны, не являющихся КФУ и не относящихся к сектору центрального правительства. «Узкий» финансовый агрегат **М1** определяется как валюта в обращении плюс **депозиты «овернайт»**. «Промежуточный» финансовый агрегат **М2** включает в себя М1 плюс **депозиты с согласованными сроками погашения**, не превышающими двух лет включительно, и **депозиты до востребования** на срок, не превышающий трех месяцев включительно. «Широкий» финансовый агрегат **М3** включает в себя М2 плюс **соглашения об обратном выкупе (РЕПО), акции и доли в фондах денежного рынка**, а также **долговые инструменты** со сроками погашения до двух лет включительно. Совет управляющих объявил о том, что следует считать референтным значением роста М3 (см. **референтное значение монетарного роста**).

Финансовые рынки: рынки, на которых те, у кого имеются излишки средств, ссужают эти средства тем, кто испытывает нехватку средств.

Фонд денежного рынка: инвестиционное предприятие с несколькими или более участниками, которое занимается инвестированием средств, в первую очередь, в финансовые инструменты денежного рынка и/или другие переводные долговые инструменты с остаточным сроком погашения до одного года, и/или стремится к показателям доходности, сопоставимым с процентными ставками инструментов денежного рынка.

Фондовая биржа: см. **фондовый рынок**.

Фондовый рынок: рынок для эмиссии и обращения обыкновенных акций. Обыкновенная акция означает право на долю собственности в коммерческом предприятии. Основное отличие акции от долгового обязательства заключается в том, что эмитент первой не обязан ее выкупать.

Форвардное соглашение о процентной ставке (ФСПС): соглашение, в соответствии с которым одна сторона обязуется выплачивать другой стороне проценты с некой основной суммы займа по заранее согласованной ставке в течение заранее согласованного периода времени и начиная с заранее согласованной даты в будущем.

Фьючерсный контракт: контракт на покупку или продажу ценных бумаг или сырьевых товаров по заранее определенной цене на конкретную дату в будущем.

Ценовая стабильность: поддержание ценовой стабильности является главной задачей Евросистемы. В октябре 1998 года **Совет управляющих** опубликовал количественное определение ценовой стабильности с тем, чтобы правильно ориентировать ожидания будущих изменений цен и отчитываться перед населением. Совет управляющих определил ценовую стабильность как ежегодное повышение **согласованного индекса потребительских цен (СИПЦ)** для **Еврозоны** менее чем 2%. В мае 2003 года Совет управляющих пояснил, что в целях обеспечения ценовой стабильности он намерен поддерживать инфляцию в среднесрочной перспективе на уровне чуть менее 2%.

Экономический и валютный союз (ЭВС): Договор предусматривает, что создание Экономического и валютного союза в Европейском Союзе будет осуществляться в три этапа. Этап I ЭВС начался в июле 1990 года и закончился 31 декабря 1993 года. Его главная задача состояла в ликвидации всех внутренних барьеров на пути свободного перемещения капиталов в Европейском Союзе. Этап II начался 1 января 1994 года. Он предусматривал, среди прочего, создание **Европейского валютного института (ЕВИ)**, введение запрета на финансирование государственного сектора центральными банками, запрета на предоставление финансовыми учреждениями кредитов государственному сектору на привилегированных условиях и меры по предотвращению чрезмерного государственного

дефицита. Этап III начался 1 января 1999 года, когда ответственность за денежно-кредитную политику была возложена на **Европейский центральный банк (ЕЦБ)** и был введен в обращение **евро**.

Экономический и финансовый комитет (ЭФК): совещательный орган Сообщества, созданный в начале **Этапа III Экономического и валютного союза (ЭВС)**. Каждое **Государство-член, Европейская Комиссия и Европейский центральный банк (ЕЦБ)** имеют право назначать в Комитет не более двух представителей. Каждое государство-член выбирает одного представителя из числа высокопоставленных государственных служащих, а второго представителя из числа руководящих работников центрального банка. Следует отметить, однако, что представители центральных банков участвуют в заседаниях ЭФК только в тех случаях, когда на них рассматриваются вопросы, относящиеся к ведению или компетенции их учреждений. Перечень задач Экономического и финансового комитета приводится в Статье 114 (2) **Договора**.

ЭКЮ (Европейская валютная единица): до наступления **Этапа III** в создании **ЭВС** ЭКЮ выступала в качестве объединенной валюты, состоявшей из фиксированных сумм 12 из 15 валют **государств-членов ЕС**. Курс ЭКЮ рассчитывался как средневзвешенное значение курсов составляющих ее валют. С 1 января 1999 года ЭКЮ была заменена на евро из расчета один к одному.

ЭОНИЯ (“EONIA”) (Средний индекс процентных ставок по кредитам «овернайт» в евро): показатель эффективной процентной ставки, преобладающей на межбанковском рынке ломбардных («овернайт») кредитов в евро. Он рассчитывается как средневзвешенное значение процентных ставок по оформленным без обеспечения и деноминированным в евро кредитам «овернайт» на основе данных, сообщаемых группой банков-участников.

Этапы I, II и III: см. **Экономический и валютный союз**.

Эффективные (номинальные/реальные) обменные курсы (ЭОК): номинальные ЭОК представляют собой (геометрическое) средневзвешенное значение различных двухсторонних обменных курсов. Реальные ЭОК равняются номинальным ЭОК, за вычетом средневзвешенного значения зарубежных цен или затрат по отношению к отечественным. Таким образом, реальные ЭОК служат показателями конкурентоспособности цен или затрат. **Европейский центральный банк (ЕЦБ)** рассчитывает номинальные индексы ЭОК для **евро** по отношению к валютам большой группы торговых партнеров **Евросоны**. С января 2001 года «малая» группа состоит из валют 12 промышленно-развитых и новых промышленно-развитых торговых партнеров, а «большая» группа состоит из валют 38 торговых партнеров. Реальные индексы ЭОК для **евро** рассчитываются с использованием альтернативных показателей цен и затрат.

ЮРИБОР (“EURIBOR”) (предлагаемая ставка по межбанковским кредитам в евро): ставка, по которой первоклассный банк готов предоставить кредит в евро другому первоклассному банку. Ставка ЮРИБОР рассчитывается ежедневно для межбанковских депозитов со сроком выплат, равным одной неделе, или сроками от одного до 12 месяцев, как среднее значение суточных предлагаемых ставок представительной группы первоклассных банков, округленное до третьего знака после запятой, т.е. до тысячных.

БИБЛИОГРАФИЯ

ГЛАВА I

Официальные публикации ЕЦБ

- ЕЦБ (1999), Евросистема и Европейская система центральных банков (ЕСЦБ), *Ежемесячный бюллетень*, январь
- ЕЦБ (1999), Институциональные механизмы Европейской системы центральных банков, *Ежемесячный бюллетень*, июль
- ЕЦБ (2003), Изменение правил голосования на заседаниях Совета управляющих, *Ежемесячный бюллетень*, май
- ЕЦБ (с 1999 по 2003), *Ежегодные отчеты*

Другие документы

- ЕВИ (1998), *Доклад о конвергенции за 1998 год*, март
- Т.Падоа-Шюппа, (2002), Евро идет на восток; доклад на 8-й Экономической конференции в Дубровнике, 29 июня 2002 года
- Л.Пападемос, (2001), Завершение перехода на евро; выступление на Информационной конференции о введении евро, Афины, 17 октября 2001 года
- К.Цилиоли и М.Селмайр (2001), *Правовые основы деятельности Европейского центрального банка*, изд-во Оксфорд Пресс

ГЛАВА 2

Официальные публикации ЕЦБ

- ЕЦБ (1999), Еврозона в начале Этапа III, *Ежемесячный бюллетень*, январь
- ЕЦБ (1999), ЭВС: возможные среднесрочные и долгосрочные последствия для банковских систем ЕС, февраль
- ЕЦБ (1999), Банковский сектор в Еврозоне: структурные особенности и тенденции, *Ежемесячный бюллетень*, апрель
- ЕЦБ (1999), Соблюдение Пакта стабильности и роста, *Ежемесячный бюллетень*, май
- ЕЦБ (1999), Балансовые отчеты валютно-финансовых учреждений в Еврозоне в начале 1999 года, *Ежемесячный бюллетень*, август
- ЕЦБ (2000), Еврозона через год после введения евро: основные характеристики и изменения финансовой структуры, *Ежемесячный бюллетень*, январь
- ЕЦБ (2000), Внешняя торговля в экономике Еврозоны: типичные факты и новые тенденции, *Ежемесячный бюллетень*, август
- ЕЦБ (2001), Еврозона после присоединения Греции, *Ежемесячный бюллетень*, январь
- ЕЦБ (2001), Характеристики корпоративных финансов в Еврозоне, *Ежемесячный бюллетень*, февраль
- ЕЦБ (2001), Финансирование и финансовые инвестиции в нефинансовых секторах Еврозоны, *Ежемесячный бюллетень*, май
- ЕЦБ (2002), Сбережения, финансирование и инвестиции в Еврозоне, *Ежемесячный бюллетень*, август

- ЕЦБ (2002), *Отчет о финансовых структурах*, октябрь
ЕЦБ (2003), *Структурные факторы на рынках жилья в ЕС*, март
ЕЦБ (2003), *Исследование состояния денежного рынка в 2002 году*, ноябрь

Другие документы

- Л.Бульдурини, С.Макридакис и К.Тиманн (2002), Эффективные обменные курсы евро, *Непериодическая серия публикаций ЕЦБ, выпуск № 2*, февраль
- В.Гаспар, П.Хартманн и О.Слейпен (под ред.) (2003), *Трансформация европейской финансовой системы* (Вторая конференция ЕЦБ по вопросу деятельности центральных банков), июнь
- В.Жанр и Р.Гомез-Сальвадор (2002), Как изменился рынок рабочей силы в Еврозоне с 1980-х годов? *Непериодическая серия публикаций ЕЦБ, выпуск № 4*, июль
- Г.Тумпель-Гугерелль (2003), Волатильность финансовых рынков; выступление на Третьей международной финансовой конференции в Мадридском банке, Мадрид, 1 и 2 июля 2003 года
- Х.Сангильян, М.Байль и К.Тюгесен (2000), Как повлияло введение евро на конъюнктуру денежных рынков и рынков ценных бумаг, *Непериодическая серия публикаций ЕЦБ, выпуск № 1*, июль

ГЛАВА 3

Официальные публикации ЕЦБ

- ЕЦБ (1999), Стратегия денежно-кредитной политики Евросистемы: ориентация на стабильность, *Ежемесячный бюллетень*, январь
- ЕЦБ (1999), Финансовые агрегаты Еврозоны и их роль в стратегии денежно-кредитной политики Евросистемы, *Ежемесячный бюллетень*, февраль
- ЕЦБ (2000), *Сборник статистической информации ЕСЦБ*, май
- ЕЦБ (2000), Как работает передаточный механизм денежно-кредитной политики в Еврозоне, *Ежемесячный бюллетень*, июль
- ЕЦБ (2000), *Требования ЕЦБ к статистике общеэкономического характера*, август
- ЕЦБ (2000), Два «краеугольных камня» стратегии денежно-кредитной политики ЕЦБ, *Ежемесячный бюллетень*, ноябрь
- ЕЦБ (2001), Оценка общеэкономической статистики в Еврозоне, *Ежемесячный бюллетень*, апрель
- ЕЦБ (2001), Концептуальные и методологические основы монетарного анализа, *Ежемесячный бюллетень*, май
- ЕЦБ (2001), *Обзор проводимого персоналом Евросистемы макроэкономического прогнозирования*, июнь
- ЕЦБ (2001), Правила денежно-кредитной политики: некоторые вопросы, *Ежемесячный бюллетень*, октябрь
- ЕЦБ (2002), Фондовый рынок и денежно-кредитная политика, *Ежемесячный бюллетень*, февраль
- ЕЦБ (2002), Новые данные о функционировании передаточных механизмов денежно-кредитной политики в Еврозоне, *Ежемесячный бюллетень*, октябрь

- ЕЦБ (2002), Как осуществляется принцип подотчетности ЕЦБ, *Ежемесячный бюллетень*, ноябрь
- ЕЦБ (2002), Принцип прозрачности в денежно-кредитной политике ЕЦБ, *Ежемесячный бюллетень*, ноябрь
- ЕЦБ (2003), Как ЕЦБ оценивает избранную им стратегию денежно-кредитной политики, *Ежемесячный бюллетень*, июнь
- ЕЦБ (2003), *Различия в уровнях инфляции в Еврозоне: возможные причины и последствия для денежно-кредитной политики*, сентябрь

Другие документы

- И.Анджелони, К.Кашьяп и Б.Мойон (под ред.) (2003), *Передаточные механизмы денежно-кредитной политики в Еврозоне*, изд-во Кембриджского университета
- К.Бранд, Д.Гердесмайер и Б.Роффия (2002), Прогноз тенденций в темпах изменения доходности МЗ в контексте референтного значения роста денежной массы, *Непериодическая серия публикаций ЕЦБ*, выпуск № 3, май
- Г.Камба-Мендес, В.Гаспар и М.Уэйинн (2002), *Вопросы измерений в Европейских индексах потребительских цен и концептуальная основа СИПЦ* (итоги и выводы семинара ИЦЭП/ЕЦБ по вопросам измерений в ценовых индексах), июль
- В.Дуйзенберг (2001), Принятое в ЕЦБ количественное определение ценовой стабильности и как оно соотносится с аналогичными определениями или инфляционным таргетированием, применяемыми в других крупных экономических зонах; письмо Председателя ЕЦБ Председателю Комитета по экономическим и финансовым вопросам г-же Кристе Рандицио-Плат, 16 октября 2001 года
- В.Дуйзенберг (2001), Стратегия денежно-кредитной политики ЕЦБ и количественное определение ценовой стабильности, письмо Председателя ЕЦБ Председателю Комитета по экономическим и финансовым вопросам г-же Кристе Рандицио-Плат, 13 декабря 2001 года
- Э.Доминго-Соланс (2003), Роль Евростата в денежно-кредитной политике Европейского центрального банка; выступление на научном семинаре в связи с пятидесятилетием Статистического бюро Европейских Сообществ, Люксембург, 16 мая 2003 года
- Э.Доминго-Соланс (2003), Официальная статистика и мировая экономика, выступление на 54-ой сессии Международного института статистики, Берлин, 20 августа 2003 года
- А.Эрреро, В.Гаспар, Л.Хугдуйн, Дж.Морган и Б.Уинклер (под ред.) (2001), *Зачем нужна ценовая стабильность?* (Первая конференция ЕЦБ по вопросам деятельности центральных банков), июнь
- О.Иссинг (1999), Евросистема: прозрачность и подотчетность, *Джорнэл оф Коммон Маркет Стадиз*, Том 37 (3), стр. 503-519
- О.Иссинг (2000), Денежно-кредитная политика Европейского центрального банка: стратегия и практическое осуществление, *Кредит унд Капитал*, Том 15, стр. 353-388

- О.Иссинг (под ред.) (2003), На основе каких исследований ЕЦБ оценивает собственную стратегию денежно-кредитной политики, ноябрь
- О.Иссинг, В.Гаспар, И.Анджелони и О.Тристани (2001), *Денежно-кредитная политика в Евроразоне: стратегия и механизм принятия решений в Европейском центральном банке*
- Х.-Дж.Клэкерс и К.Виллеке (под ред.) (2001), Монетарный анализ: инструменты и программы (материалы семинара ЕЦБ), август
- Ж.-К.Трише (2002), Биржевой бум и его последствия для денежно-кредитной политики и финансовой стабильности; основной доклад на Конференции по проблемам биржевых бумов, проходившей в Федеральном резервном банке Чикаго, Чикаго, штат Иллинойс, 23 апреля 2002 года
- Ж.-К.Трише (2003), Стратегия ЕЦБ в области денежно-кредитной политики после ее оценки и разъяснений в мае 2003 года; выступление на встрече в Центре финансовых исследований, Франкфурт, 20 ноября 2003 года

ГЛАВА 4

Официальные публикации ЕЦБ

- ЕЦБ (1999), Операционные механизмы Евросистемы: описание и первичная оценка, *Ежемесячный бюллетень*, май
- ЕЦБ (2000), Основные операции по рефинансированию: введение аукционов с плавающими ставками, *Ежемесячный бюллетень*, июль
- ЕЦБ (2001), Нормативные положения Евросистемы, касающиеся использования залога; *Ежемесячный бюллетень*, апрель
- ЕЦБ (2001), Какую тактику использовали контрагенты при подаче заявок на участие в проводимых Евросистемой операциях на открытом рынке, *Ежемесячный бюллетень*, октябрь
- ЕЦБ (2002), Управление ликвидностью в ЕЦБ, *Ежемесячный бюллетень*, май
- ЕЦБ (2003), Изменения в операционных механизмах денежно-кредитной политики Евросистемы, *Ежемесячный бюллетень*, август
- ЕЦБ (2004), *Осуществление денежно-кредитной политики в Евроразоне: общая документация по применяемым Евросистемой инструментам и правилам*, январь

Другие документы

- Ю.Биндсайл и Ф.Зайтц (2001), Спрос и предложение в отношении средств на депозитных счетах в Евросистеме – опыт первых полутора лет, *Рабочий отчет ЕЦБ № 44*, февраль
- Д.Бленцк, Х.Хаско, С.Хилтон и К.Масаки (2001), Основные характеристики механизмов денежно-кредитной политики Банка Японии, Федеральной резервной системы и Евросистемы; опубликовано в Сборнике документов Банка международных расчетов, № 9
- С.Ежерсков, К.Мартин Мосс и Л.Стракка (2003), Как ЕЦБ распределяет ликвидность при проведении своих еженедельных основных операций по рефинансированию? Обзор данных, полученных эмпирическим путем, Рабочий документ *ЕЦБ № 244*, июль

М.Манна, Г.Пилл и Г.Куирос (2001), Операционные механизмы Евросистемы в контексте ее стратегии денежно-кредитной политики, *Интернэшнл Файнэнс*, выпуск 4(1)

ГЛАВА 5

Официальные публикации ЕЦБ

Более подробную информацию о решениях ЕЦБ по вопросам денежно-кредитной политики можно получить из следующих официальных источников:

- заявления Председателя ЕЦБ на пресс-конференциях
- редакционные разделы в *Ежемесячном бюллетене ЕЦБ*
- выступления Председателя на заседаниях Комитета Европейского парламента по экономическим и финансовым вопросам
- Годовые отчеты ЕЦБ

Другие документы

МВФ (различные публикации), Внутренний отчет о политике Еврозоны в контексте консультаций по Статье IV со странами Еврозоны

О.Иссинг (2000), Денежно-кредитная политика ЕЦБ: итоги первого года, *Джорнэл фор Полиси Моделлинг*, Том 22(3), стр. 325-343

О.Иссинг (2001), Евро – опыт двух последних лет, *Джорнэл оф Эйжэн Экономикс*, Том 12, стр. 1-20

ОЭСР (различные публикации), «Экономические обзоры: Еврозона»

ИНДЕКС

- Активы второго уровня 95, 131
Активы первого уровня 95, 131
Альтернативные издержки 78, 131
Аукцион с плавающими ставками 100-105, 113, 131
Аукцион с фиксированной ставкой 100-103, 113, 131
База расчета резервов 97-99, 131
Валюта в обращении 42-45, 131
Валютная база 47, 89, 97-98, 132
Валютный своп 104-105, 132
Ведущие показатели 79, 132
Генеральный совет ЕЦБ 12, 132
Государственный сектор 23-28, 132
Государство-член 9, 10, 12, 127-130, 132
Денежный рынок 30-31, 34-37, 132
Депозитный механизм 90, 93, 106-107, 123-125, 132
Депозиты «овернайт» 42-44, 97, 133
Депозиты с согласованными сроками возврата 42-45, 97, 133
Депозиты, возвращаемые по уведомлению 42-43, 133
Дефляция 48-49, 62-65, 133
Доверие 48-49, 55-59, 84, 113, 125
Договор 9-17, 26-28, 50-51, 60-61, 83, 86, 127-130, 133
Долговые ценные бумаги 37-45, 97, 134
Долгосрочная операция по рефинансированию 92, 103, 134
Домашние хозяйства 25, 52-53, 134
Евро 10, 134
Евროзона 10, 134
Европейская валютная единица (ЭКЮ) 128, 148
Европейская валютная система (ЕВС) 134
Европейская Комиссия 14, 27-28, 127, 129, 135
Европейская система счетов 1995 года (ESA 95) 135
Европейская система центральных банков (ЕСЦБ) 9, 10, 128, 135
Европейский валютный институт (ЕВИ) 63, 128-129, 135
Европейский парламент 14, 83-87, 135
Европейский совет 9, 14-15, 28, 128-129, 136
Европейский центральный банк (ЕЦБ) 9-14, 128-130, 136
Европейское экономическое сообщество (ЕЭС) 127
Евросистема 9-14, 136
Евростат 63-64, 73, 136
«Жесткость» номинальной зарплаты и цен 65
Инвестиции 52-53
Индекс СИПЦ (Согласованный индекс потребительских цен) 61-64, 136
Инфляционные ожидания 54-62, 120-121
Инфляционное таргетирование 68-69, 86, 136
Инфляция 48-49, 61-67, 136
Исполнительный совет ЕЦБ 11, 129-130, 136
Ключевые процентные ставки ЕЦБ 94-96, 115-125, 136
Консолидированный баланс КФУ 41-45, 137
Контрагент 40, 93-94, 104, 137
Корректировочная операция 92-105, 137
Коэффициент дефицита 26, 137
Коэффициент задолженности 26, 137
Коэффициент участия населения в рабочей силе 22, 137
Кредиты 40-41, 53, 72, 78, 81, 104, 138
Кредитное учреждение 41-45, 89-114, 138
Кредитно-финансовые учреждения (КФУ) 40-46, 138
Критерии конвергенции 9, 129, 138
М1 43, 81, 118, 122, 139
М2 43, 139
М3 43-45, 77-81, 118-119, 122, 139

- Маастрихтский договор (см. Договор)
- Механизм обменных курсов (МОК) 129, 139
- Механизм обменных курсов II (МОК II) 128, 139
- Минимальная ставка на аукционе 101, 113, 120-121, 125, 139
- Монетарное таргетирование 68, 86, 139
- Независимость центрального банка 13, 82-83, 139
- Нейтральность денег 48, 140
- Нефинансовые корпорации 36-38, 140
- Номинальная эффективная ставка обменного курса (см. Эффективная ставка обменного курса)
- Норматив по резервированию 97-99, 140
- Обеспечение 54, 93-95, 104, 136
- Обратная сделка 92-93, 104-105, 140
- Общие принципы экономической политики (ОПЭП) 28, 140
- Обычная сделка 104, 106, 140
- Операции на открытом рынке 91-94, 100-105, 140
- Операция по обратному выкупу активов (РЕПО) 104-105, 141
- Опцион 35, 141
- Основная операция по рефинансированию 92, 100-103, 141
- Отчетный период 98, 102-103, 141
- Пакт стабильности и роста 23, 26-27, 127, 141
- Пенсионный фонд 31-33, 46, 142
- Передаточный механизм (см. Передаточный механизм денежно-кредитной политики)
- Передаточный механизм денежно-кредитной политики 51-56, 142
- Подотчетность 14, 61, 82-83, 142
- Постоянно действующий механизм 91-97, 109, 142
- Предельно допустимое значение бюджетного дефицита 26-27
- Предельно допустимое значение государственного долга 26
- Предлагаемая ставка по межбанковским кредитам в евро (ЮРИБОР) 36, 149
- Предсказуемость 85
- Премия за инфляционный риск 49, 142
- Прогнозы (см. Собственные прогнозы персонала Евросистемы)
- Процедура чрезмерного дефицита 26-27, 142
- Расширение ЕС 12, 142
- Реальная эффективная ставка обменного курса (см. Эффективная ставка обменного курса)
- Резервный механизм ломбардного («овернайт») кредитования 92-96, 143
- Референтное значение для бюджетной позиции 26-27, 143
- Референтное значение роста денежной массы 77-80, 143
- Риски для ценовой стабильности 67-70, 78-82, 115-125
- Рынок долговых ценных бумаг 37-39
- Рынок облигаций 38-39, 143
- Рынок финансовых деривативов 35, 143
- Своп (см. Валютный своп)
- Система «ТАРГЕТ» 35, 146
- Собственные прогнозы персонала Евросистемы 75-77, 144
- Совет (см. Совет ЕС)
- Совет ЕС 14, 26-28, 83, 129, 144
- Совет управляющих ЕЦБ 11, 51, 144
- Соглашение об обратном выкупе активов 42-45, 93-94, 97, 104, 144
- Спад производства 71-73, 144
- Спрос на деньги 68, 144
- Средний индекс процентных ставок по кредитам «овернайт» в евро (ЭОНИЯ) 36, 94, 96, 100, 148
- Ссуды 30-33, 40-46, 118-122, 144

- Стабилизационные программы 27, 145
- Ставка в двусторонних операциях 129
- Стандартный аукцион 94, 100-101, 103, 106, 145
- Степень открытости 145
- Стратегия денежно-кредитной политики 47-87, 145
- Структурная операция 92, 106, 146
- Таргетирование обменного курса 69, 146
- Транспарентность 14, 48-49, 61, 82-87
- Требуемые резервы 97-99, 146
- Финансовые агрегаты 42-45, 77-81, 146
- Финансовые рынки 31, 34-40, 71, 74, 116, 146
- Фондовая биржа (см. Фондовый рынок)
- Фондовый рынок 39-40, 147
- Фонды денежного рынка 40-41, 45, 147
- Форвардное соглашение о процентной ставке (ФСПС) 147
- Фьючерсный контракт 147
- Ценовая стабильность 9-14, 47-70, 115, 147
- Шоковые явления в экономике 52, 59, 66, 115
- Экономический и валютный союз (ЭВС) 12, 127-130, 147
- Экономический и финансовый комитет (ЭФК) 148
- ЭКОФИН 13, 144
- Этап III в создании ЭВС (см. Экономический и валютный союз (ЭВС))
- Эффективная ставка обменного курса 117, 148

