

Московский государственный университет  
имени М.В. Ломоносова  
ЭКОНОМИЧЕСКИЙ ФАКУЛЬТЕТ

---

На правах рукописи

Сабитов Александр Рашидович

**Эволюция стабилизационной политики Немецкого  
бундесбанка в 1969–1982 гг.**

**Специальность 08.00.01 – экономическая теория**

(Область исследования – 2. Экономическая история. 2.3. Закономерности, особенности, этапы развития отдельных стран и регионов, факторы, обуславливающие специфику их развития; 2.6. История развития различных сфер хозяйственной деятельности и народнохозяйственных комплексов)

Диссертация  
на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук

Научный руководитель –  
кандидат экономических наук, доцент  
Невский Сергей Игоревич

Москва – 2015

## Содержание

<b>Введение</b> .....	<b>3</b>
<b>Глава 1. Особенности банкцентристской модели экономики ФРГ. Роль Бундесбанка в стабилизационном регулировании денежного обращения и банковского сектора</b> ....	<b>13</b>
1.1. Структура банковской системы, функции отдельных видов кредитных учреждений и актуальные проблемы банковского сектора ФРГ .....	13
1.2. Концептуальные основы и задачи стабилизационной политики Бундесбанка .....	22
1.3. Теоретическая взаимосвязь монетаристской концепции с денежной политикой Центрального банка ФРГ и проявление ее отдельных элементов в стабилизационном регулировании .....	30
<b>Глава 2. Стабилизационная политика Бундесбанка в период перехода от кейнсианско-ориентированной к монетаристской концепции (1969–1973 гг.)</b> .....	<b>47</b>
2.1. Внешне- и внутриэкономические предпосылки формирования новой концепции денежно-кредитной политики в ФРГ .....	47
2.2. Цели, особенности и инструментарий новой концепции денежно-кредитной политики Бундесбанка .....	58
2.3. Теоретические аспекты внедрения монетаристской концепции в чистом виде в контексте сравнения с предшествующей стабилизационной политикой.....	69
2.4. Проблемы перехода к новой концепции стабилизационного регулирования в оценках немецких ученых .....	80
<b>Глава 3. Стабилизационная политика Бундесбанка в период 1973–1982 гг.: проблемы консолидации монетаристского подхода</b> .....	<b>89</b>
3.1. Формирование инструментария денежно-кредитной политики и его соответствие официальному курсу экономической политики правительства ФРГ .....	89
3.2. Возможности применения стабилизационной политики Бундесбанка для стимулирования общеэкономического развития ФРГ .....	108
3.3. Становление новых финансовых инструментов и их влияние на эффективность стабилизационной политики .....	118
<b>Заключение</b> .....	<b>128</b>
<b>Библиография</b> .....	<b>139</b>
<b>Приложения</b> .....	<b>144</b>

## Введение

**Актуальность темы исследования.** В 1974 г. в Германии было положено начало новой эре денежной политики. Действующая в краткосрочной перспективе дискретная политика сочетания таргетирования ликвидности и валютного курса уступила место среднесрочно ориентированной политике управления денежной массой. Поводом для перехода к стабилизационной политике на основе монетаристской парадигмы стали события, сопровождавшиеся трансформацией мировой валютной системы, а также расстановка приоритетов внутренней экономической политики Германии, при которой основная задача Бундесбанка по стабилизации денежного обращения приобретала второстепенное значение. Форма реализации монетаристских постулатов не только была изменена в соответствии с видением Немецкого бундесбанка (Deutsche Bundesbank) и Экспертного совета по оценке состояния экономического развития (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung), но и подлежала в течение последующих лет постоянным доработкам. Трансформация стабилизационной политики проходила при определяющем воздействии внешних для Бундесбанка факторов в виде неустойчивости мировой валютной системы, двух энергетических кризисов и зачастую несоответствия внутреннему экономико-политическому курсу. В итоге за время следования концепции управления денежной массой, принятой в начале 1970-х гг., и вплоть до передачи Бундесбанком ключевых функций в ведение Европейского центрального банка (ЕЦБ) в конце 1990-х – начале 2000-х гг. немецкая марка оставалась одной из наиболее стабильных европейских валют.

В период с момента проведения денежной реформы (1948 г.) и до замещения европейской валютой немецкая марка смогла сохранить 27,3% своей стоимости (иными словами, за товары, стоившие в 1949 г. одну немецкую марку в 1996 г. приходилось платить 3,7 марки). Но за этот же период времени фунту стерлингов удалось сохранить только 5,3% стоимости, японской йене – 13,3%, французскому франку – 6,7%, доллару США – 15%, а известному своей стабильностью швейцарскому франку – лишь 23%<sup>1</sup>. В период наиболее интенсивного инфляционного роста в мире в 1973–1979 гг. среднегодовые темпы инфляции в ФРГ составили 4,9% (против 8,2% в США, 10,1% в Японии, 14,7% в Великобритании)<sup>2</sup>. Стабильность национальной валюты, являясь ключевым фактором, определяющим инвестиционную активность, во многом стала основой экономического развития страны в долгосрочной перспективе.

Для понимания причин эффективности стабилизационных мер представляется важным уяснение специфики развития стабилизационной и в том числе денежно-кредитной политики в 1969–1982 гг., ее преимуществ, недостатков и, в конечном счете, целесообразности применения

---

<sup>1</sup> См.: Гутник В. П. Политика хозяйственного порядка в Германии. М., 2002. С. 153.

<sup>2</sup> См.: Пятьдесят лет немецкой марки. Эмиссионный банк и денежное обращение в Германии с 1948 года. М., 2003. С. 302.

тех или иных мер в сложившихся экономических условиях и на фоне действия разнообразных инфляционных факторов на различных временных этапах. Необходимым также является преодоление бытующих односторонних оценок в отношении теоретических основ выбранной Немецким бундесбанком стратегии, в частности, распространенного мнения о том, что управление денежной массой было реализовано согласно монетаристским рекомендациям.

Ввиду успешности поддержания стабильности немецкой марки изучение немецкого опыта представляется актуальным с точки зрения анализа и выработки механизмов при формировании денежно-кредитной политики в странах с переходной экономикой. В особой степени это касается современной экономики России, когда формируется новая стратегия денежно-кредитного регулирования, условия которой имеют принципиальное сходство с исходными условиями политики Бундесбанка ФРГ в рассматриваемый период, а именно осуществление перехода от стратегии, основанной на регулировании ликвидности банковского сектора при управляемом валютном курсе, к стратегии, ориентированной главным образом на поддержание стабильности национальной валюты при свободном курсообразовании. В этой связи рассмотрение немецкого опыта призвано сфокусировать внимание на ключевых для стабилизации денежного обращения элементах денежно-кредитной политики.

**Степень разработанности проблемы.** Круг авторов, посвятивших свои научные труды вопросам банковской сферы ФРГ и организации деятельности Бундесбанка, весьма обширен. В центре внимания многих отечественных исследователей находится анализ современной банковской модели ФРГ, а также историческое развитие отдельных категорий банковских организаций. В частности, Р.К. Щенин подробно рассматривает современную структуру кредитных институтов<sup>3</sup>. Достаточно глубокий анализ институционально-правовых особенностей деятельности Бундесбанка проведен А.В. Глушко<sup>4</sup>. Функциональные аспекты деятельности центрального банка систематизировал В.В. Рудько-Селиванов<sup>5</sup>. Особенно стоит отметить тщательное экономико-историческое исследование, выполненное коллективом авторов, которое охватывает и вопросы современного развития банковского сектора, образования Европейской системы центральных банков (ЕСЦБ) и проведения финансового надзора<sup>6</sup>. С точки зрения рассматриваемой проблематики в данном коллективном труде наиболее интересным представляется комплексный анализ экономического развития ФРГ, проведенный В.Н. Шенаевым, а также детализация структуры финансовой системы, характеристика и раскрытие особенностей банковской системы и организации денежно-кредитной политики, предпринятые В.Б. Беловым и К.К.

---

<sup>3</sup> См.: Щенин Р.К. Банковские системы стран мира. М., 2010.

<sup>4</sup> См.: Глушко А.В. Финансово-правовой статус центральных банков зарубежных стран. М., 2008.

<sup>5</sup> См.: Рудько-Селиванов В.В., Кучина Н.В., Жевлакова М.А. Организация деятельности центрального банка. М., 2011.

<sup>6</sup> См.: Белов В.Б. Германия. Вызовы 21 века. Москва, 2009.

Барановой. Систематизированный анализ основных этапов экономического развития страны еще со времен создания Германской империи в 1871 г., а также ключевых проблем современной финансовой системы ФРГ, включая характеристику исторических условий совершенствования банковского сектора и кредитной отрасли Германии, проведен Б.Е. Зарицким<sup>7</sup>. Обширным источником информации, охватывающим проблемную область настоящей диссертации, служит русскоязычное издание книги «Пятьдесят лет немецкой марки: Эмиссионный банк и денежное обращение в Германии с 1948 г.»<sup>8</sup>. В этом фундаментальном труде описывается не только обстановка, в условиях которой возникла немецкая марка, но и процесс ее превращения в успешную валюту и риски, которым подвергалась ее стабильность на протяжении пяти десятилетий проведения денежной политики.

Среди литературы, нацеленной на анализ инфляционных процессов и выработку практических рекомендаций по организации денежного обращения, монетарного и фискального регулирования, следует выделить русскоязычные переводы работ главного теоретика монетаризма М. Фридмена<sup>9</sup>. На генезисе монетаризма и различных концепций в рамках данной теории, а также на практических аспектах его применения в развитых странах и в странах с переходной экономикой останавливается А.Г. Худокормов<sup>10</sup>. Попытка комплексного анализа предпосылок зарождения монетаристской теории Фридмена предпринята Г.Ю. Трофимовым<sup>11</sup>.

Помимо перечисленных русскоязычных источников имеются и другие работы, в которых приводятся мнения и оценки, следующие из фундаментальных трудов по истории экономической мысли и практики денежного обращения, косвенно связанных с тематикой исследования. Так, общая характеристика теории денег и описание основ финансовой системы ФРГ проведены Е.Ф. Жуковым<sup>12</sup>. В.П. Гутник предпринимает детальный анализ проблем финансовой сферы и, в частности, бюджетной политики, возникших в начале 1970-х гг. и до сих пор присущих экономическому развитию Германии, исследует условия повышения степени саморегулирования рыночного механизма, рассматривает основы независимости центрального банка и роль денежной политики в экономике ФРГ<sup>13</sup>. Проблемам становления и развития Социального рыночного хозяйства в послевоенной Западной Германии посвящает свои исследования С.И.

---

<sup>7</sup> См.: *Зарицкий Б.Е.* Экономика ФРГ. М., 2010.

<sup>8</sup> См.: Пятьдесят лет немецкой марки. Немецкое издание: *Fünfzig Jahre Deutsche Mark: Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948.* München, 1998.

<sup>9</sup> См.: *Фридмен М.* Основы монетаризма / Под ред. Д.А. Козлова. М., 2002; *Фридмен М.* Если бы деньги заговорили... / Под ред. М.К. Бункиной. М., 1998; *Усоскин В.М.* «Денежный мир» Милтона Фридмена. М., 1989.

<sup>10</sup> См.: *Худокормов А.Г.* Экономическая теория: Новейшие течения Запада. М., 2010.

<sup>11</sup> См.: *Трофимов Г.Ю.* Милтон Фридмен – ученый и идеолог // Экономика и математические методы. 2007. №2.

<sup>12</sup> См.: *Жуков Е.Ф.* Деньги. Кредит. Банки. М., 2003.

<sup>13</sup> См.: *Гутник В.П.* Финансовая политика стран ЕС. М., 2004; *Гутник В.П.* Политика хозяйственного порядка в Германии. М., 2002.

Невский<sup>14</sup>. Большое значение для анализа последствий развития новых финансовых инструментов и аккумуляции операций в сфере биржевого перераспределения активов имеет статья А.В. Навоя<sup>15</sup>, а также публикация М.Ю. Головнина<sup>16</sup>.

В ходе работы над данным диссертационным исследованием были использованы преимущественно труды немецких авторов, которые до сих пор не переводились на русский язык и практически недоступны российскому читателю. Информационной основой исследования стали регулярные и специальные отчеты Немецкого бундесбанка и Экспертного совета по оценке состояния экономического развития, а также труды отдельных немецких авторов. В диссертации важное внимание было уделено изучению трудов, посвященных анализу банковской сферы ФРГ, организационным, функциональным особенностям Бундесбанка, исследованию рекомендаций теории монетаризма. Сюда следует отнести работы таких авторов, как Х.-П. Шпан, Е. Гёргенс, Г. Хонек, М. Папротски, Х.-Е. Ярхов<sup>17</sup>. Для исследования условий и факторов совершенствования концепции денежно-кредитной политики и соответствующего инструментария в 1973–1982 гг., а также сопоставления концептуальных основ проводимой денежно-кредитной политики и оценки их реализации важное значение имеют труды О. Брокманна, К. Борхардта, Й. Роведера, Г. Бёкенкампа, С. Бекха, Х. Шлезингера<sup>18</sup>. Раскрытие особенностей развития концепции управления денежной массой в исследуемый период, степени актуальности предпринимаемых мер, их соответствия внешне- и внутриэкономическим условиям, а также эффективность и степени их влияния на экономическое развитие ФРГ проведено в работах следующих немецких ученых: К. Борхардт, С. Эркель, Х. Польш, К. Латтерман, А. Реддер<sup>19</sup>.

---

<sup>14</sup> См.: *Невский С.И.* Концептуальные основы послевоенного экономического строя ФРГ // *Экономический журнал*. 2006. №12. С. 180–211; *Невский С.И.* Экономика послевоенной Западной Германии: на пути к «экономическому чуду»: Учебное пособие. М., 2006; *Невский С.И.* Социально-экономические реформы в послевоенной Западной Германии: 1945–1949. Монография, М., 2008; *Невский С.И.* (соавт. Болдырев Р.Ю.). Денежные реформы в послевоенной Германии (1948): подготовка, проведение, итоги // *Экономическая политика*. 2014. № 5–6.

<sup>15</sup> См.: *Навой А.В.* О роли и месте эмиссии центрального банка в воспроизводственных процессах // *Вопросы экономики*. 2009. №5.

<sup>16</sup> См.: *Головнин М. Ю.* Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации // *Вопросы экономики*. 2009. №4.

<sup>17</sup> См.: *Spahn H.-P.* Bundesbank und Wirtschaftskrise / *Geldpolitik, gesamtwirtschaftliche Finanzierung und Vermögensakkumulation der Unternehmen*. Regensburg, 1988; *Görgens E.* Brauchen wie eine Zentralbank – und was braucht eine Zentralbank? Bayreuth, 2006; *Honeck G.* Friedman-Plan und potentialorientierte Kreditpolitik. Berlin, 1975; *Paprotzki M.* Die geldpolitischen Konzeptionen der Bank von England und der Deutschen Bundesbank / Eine Analyse über den Einfluss des monetaristischen Paradigmas. Frankfurt a. M., 1991; *Jarchow H.-J.* Grundriss der Geldpolitik. Stuttgart, 2010.

<sup>18</sup> См.: *Brockmann O.* Das Geldpolitische Konzept der Deutschen Bundesbank. Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank im Prozess der monetären Integration Europas und der Deutschen Einheit. Bremen, 2001; *Rohwäder J.* Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank zwischen 1969 und 1982 im Lichte von Monetarismus und Keynesianismus. Hamburg, 1997; *Böekenkamp G.* Das Ende des Wirtschaftswunders. Geschichte der Sozial-, Wirtschafts- und Finanzpolitik in der Bundesrepublik 1969–1998. Stuttgart, 2010; *Geldpolitik: Zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland* (Hg. von Siebke J.). Baden-Baden, 1995.

См.: *Beckh S.* Das Instrumentarium der Deutschen Bundesbank seit dem Übergang zur Geldmengensteuerung. Berlin, 1990; *Schlesinger H.* Zehn Jahre Geldpolitik mit einem Geldmengeziel. Frankfurt a. M., 1985.

<sup>19</sup> См.: *Borchardt K.* Die wirtschaftliche Entwicklung der Bundesrepublik nach dem Wirtschaftswunder. München, 1985; *Erkel S.* Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank seit der Einführung des Geldmengenziels: eine empirische Untersuchung mit Methoden der Zeitreihen- und Kointegrationsanalyse. Köln, 1997; *Pohl H.* Geschichte der Deutschen Kredit-

Вместе с тем, в отечественной историографии выбранная проблематика исследования является недостаточно проработанной. В частности, отсутствуют исследования, в которых рассматриваются факторы, обусловившие изменение стабилизационной концепции Бундесбанка, и анализируется эффективность и своевременность развития инструментов денежно-кредитной политики. В отечественной научной литературе не представлены должным образом исследования теоретической концепции, положенной в основу практики управления денежной массой Бундесбанка ФРГ после 1973 г. Недостаточно изученными являются действовавшие инфляционные факторы. Не сложилось пока комплексного представления и о влиянии измененной стабилизационной концепции на сектор коммерческих банков и его конкурентоспособность. Все это обусловило выбор цели, задач, объекта и предмета данного исследования.

**Целью** диссертации является выявление характера развития денежно-кредитной политики и инструментария Бундесбанка ФРГ в условиях его перехода к монетаристской концепции управления денежной массой в рамках периода конца 1960-х – начала 1980-х гг.

Для выполнения цели исследования были поставлены следующие **задачи**:

1. Раскрытие специфики банковской модели ФРГ как инструмента воздействия центрального банка на сферу денежного обращения и экономический рост;
2. Характеристика институциональных основ функционирования Бундесбанка и их значения в приобретении Бундесбанком роли ключевого монетарного регулятора;
3. Определение требований монетаризма к компетенциям, инструментарию и методике воздействия на валютный рынок в части их соответствия особенностям центробанковской модели ФРГ и целесообразности реализации отдельных требований в практике стабилизационной политики;
4. Анализ внешне- и внутриэкономических условий перехода Бундесбанка к монетаристской концепции;
5. Выявление специфики и практической реализации модели «немецкого монетаризма» с критических позиций видных немецких специалистов в области экономической истории и, в частности, денежной политики;
6. Прослеживание эволюции стабилизационной политики в период с 1973 по 1982 гг. в контексте внешне- и внутриэкономических условий, препятствующих факторов, включая новые финансовые инструменты, целесообразности применения денежно-кредитного инструментария и эффективности центробанковских мер;

---

wirtschaft seit 1945. Frankfurt a. M., 1998; *Lattemann C.* Zum Zusammenhang zwischen der Kursentwicklung der Aktien am Kapitalmarkt und der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank. Dissertation, Bremen, 1997; *Rödter A.* Die Bundesrepublik Deutschland 1969–1990. München, 2004.

7. Установление роли государственной бюджетной политики в части достижения целевого роста денежной массы, а также степени скоординированности бюджетной и денежной политики;

8. Исследование влияния стабилизационных мер Бундесбанка на экономическое развитие ФРГ в период с 1969 по 1982 гг.

В ходе проведения исследования проверке подлежат следующие **гипотезы** относительно немецкого опыта стабилизационного регулирования:

1. Невозможность константного прироста денежной массы в рамках открытой экономической системы;

2. Ключевое значение согласования курсов бюджетной и стабилизационной политики в достижении эффективности контроля над инфляционным ростом;

3. Допущение о смешанном характере стабилизационной политики Бундесбанка и ошибочности ее определения как политики, основанной исключительно на концепции монетаризма;

4. Относительная эффективность точных инструментов регулирования ликвидности финансовых организаций как преимущество перед классической политикой рефинансирования;

5. Вероятность несоответствия запланированных темпов прироста денежной массы реальному мультиплицированию денежной базы;

6. Возможное сопровождение рестриктивных мер негативными последствиями для экономического роста;

7. Развитие финансовых операций и рынка капитала как условие совершенствования механизма стабилизационного регулирования.

**Объектом исследования** выступает стабилизационная политика Немецкого бундесбанка в период с конца 1960-х по начало 1980-х гг.

Обоснование выбранного периода исследования обусловлено наличием знаковых рубежей в изменении и развитии стабилизационной концепции и политики в указанный отрезок времени с учетом выделения следующих основных этапов:

- 1968–1973 гг. – возникновение предпосылок к смене стабилизационной концепции (неэффективность политики «глобального регулирования», кризис экономики и валюты в США);
- 1973–1975 гг. – изменение стабилизационной концепции, формирование теоретической основы денежного регулирования, апробация теории с учетом особенностей экономики, а также с точки зрения выявления ее потенциала для выравнивания динамики экономического развития в условиях кризиса;

- 1975–1982 гг. – закрепление измененной концепции в практике стабилизационной политики, новый этап развития инструментария и организации взаимодействия с политикой правительства, апробация концепции в условиях очередного кризиса и его последствий, сопряженных с оттоком капитала и ускоренным развитием фондового рынка в Германии (после 1976 г.).

**Предметом исследования** являются денежно-кредитные и административные меры Бундесбанка ФРГ в указанном периоде по регулированию денежной массы, их эффективность, совершенствование и взаимосвязь с внешнеэкономическими условиями и экономической политикой государства.

В рамках специальности 08.00.01 – Экономическая теория предмет исследования диссертации находится в областях – 2. Экономическая история. 2.3. Закономерности, особенности, этапы развития отдельных стран и регионов, факторы, обуславливающие специфику их развития; 2.6. История развития различных сфер хозяйственной деятельности и народнохозяйственных комплексов)

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретической базой данной работы стали труды специалистов по экономической истории ФРГ, в том числе истории развития Бундесбанка и финансовой сферы Германии, регулярные и специальные отчеты Немецкого бундесбанка и Экспертного совета по оценке состояния экономического развития, а также научные статьи и монографические работы отдельных немецких авторов. Фундаментальным методом в работе является системный подход, предполагающий раскрытие многоаспектности стабилизационной политики Бундесбанка как динамичной, развивающейся целостности. При формулировании выводов и закономерностей, характерных для стабилизационной политики Бундесбанка используется гипотетико-дедуктивный метод. Структурно-функциональный аналитический метод применен для выделения взаимосвязей, взаимозависимостей и функций отдельных факторов и особенностей стабилизационной политики. При обработке количественных данных различных источников используется статистический метод исследования.

**Информационной базой** исследования послужили статистические данные о денежно-кредитной политике Бундесбанка – данные отчетов Бундесбанка, Совета по экономическому развитию, законодательные и нормативно-правовые документы, регламентирующие деятельность Бундесбанка, научных трудов отечественных и немецких авторов, ресурсы, опубликованные в сети Интернет.

#### **Научная новизна.**

По итогам проведенного исследования рассматриваемого периода (1969–1982 гг.) автором был сформулирован ряд положений, содержащих в себе элементы **научной новизны**:

1. Систематизированы критерии и особенности финансовой системы ФРГ, определяющие кредитные организации как основной источник финансирования реального сектора экономики: многоуровневая структура банковской системы, высокая степень территориальной концентрации, феномен «домашнего банка».

2. Выявлены институциональные и концептуальные основы, позволяющие отнести Немецкий бундесбанк к главной инстанции, ответственной за осуществление стабилизационной политики. Показаны факторы, лежащие в основе организации деятельности Бундесбанка Германии и обусловившие эффективность денежно-кредитной политики: высокая степень независимости решений; законодательно закреплённая детерминированность основной задачи – обеспечения стабильности национальной валюты; традиции управления, выраженные в критериях прозрачности, публичности деятельности, прогнозируемости решений.

3. Выделены основные положения монетаристской теории, касающиеся организации стабилизационного регулирования центрального банка, и на этой основе выявлены возможности использования ряда рекомендаций монетаризма в практике построения денежно-кредитного механизма Бундесбанка в 1973–1982 гг. - таких, как целевой рост денежной массы, достижение долгосрочности и константности прироста, отказ от дискретных мер, отказ от валютных интервенций и переход к свободному образованию валютных курсов, принятие политики открытого рынка как основного инструмента регулирования денежного обращения.

4. Раскрыты и систематизированы условия, определившие переход к новой стабилизационной концепции Бундесбанка в 1973–1975 гг. Среди них выделены как внутриэкономические условия (замедление темпов экономического роста, низкая степень эффективности государственной политики «глобального регулирования» и ее высокий инфляционный эффект, возникновение дисбаланса в росте оплаты труда и производительности, появление альтернативных источников финансирования), так и внешнеэкономические условия (кризис экономики США и резервной валюты, феномен «импортирования инфляции», рост популярности теории монетаризма).

5. Дана оценка видоизменённой стабилизационной политики в соответствии с критериями целесообразности, своевременности и эффективности принимаемых решений относительно увеличения степени зависимости банковского сектора от рефинансирования, преломления тенденции инфляционного роста и стабилизации стоимости национальной валюты, отклонения от целевых значений роста денежной массы.

Выделены и соотнесены аргументы, характеризующие стабилизационную концепцию Бундесбанка как использующую теоретические основы монетаризма, и аргументы, позволяющие опровергнуть данное заключение.

6. Прослежены и объяснены причины развития механизма денежно-кредитного регулирования, введения расчета центробанковской денежной массы и долговременного преобладания классического инструментария, перехода от применения инструментов грубого регулирования к использованию механизмов «точечной настройки», проведения политики открытого рынка.

Вскрыта экономическая природа финансовых инноваций на рынке капитала, связанная с ростом инвестиций в производные инструменты и повышением роли рынка ценных бумаг как источника заемных средств. Выявлено сдерживающее воздействие финансовых операций на результативность стабилизационного регулирования.

7. Подтвержден принцип согласованности бюджетной и стабилизационной политики как одного из главных факторов эффективности регулирования денежного рынка. На основе опыта денежно-кредитного регулирования раскрыты последствия инфляционного эффекта бюджетной политики в виде крайне рестриктивных стабилизационных мер. Выявлены факторы, сопутствующие (ревальвация немецкой марки, снижение скорости обращения денежной массы) и препятствующие (приток иностранного капитала, тарифные соглашения, бюджетные экспансии, увеличение цен на импорт сырья вследствие энергетических кризисов, девальвация немецкой марки) достижению Бундесбанком плановых значений целевого роста денежной массы. Установлено наличие краткосрочного экономического эффекта от проводимой денежно-кредитной политики. Выделены такие эффекты стабилизационной политики, как возможность негативного воздействия на ликвидность банковского сектора, систематическая недооценка потенциального экономического роста при установлении целевых значений денежного агрегата, низкая степень влияния на рынок занятости.

**Теоретическая значимость** диссертационного исследования заключается в расширении научных представлений о сущности стабилизационной политики Бундесбанка, определении факторов и структурных элементов денежно-кредитных мер, отразившихся на их эффективности, а также установлении причин и характера эволюции стабилизационного регулирования.

**Практическое значение** состоит в том, что результаты работы могут быть использованы в различных учебных экономических курсах, в частности, в курсе «История экономики». Они могут быть также применены органами денежно-кредитного регулирования в их практической деятельности.

**Апробация и публикации по теме диссертационного исследования.** Диссертационные разработки автора были приняты к сведению Департаментом исследований и информации Центрального банка РФ.

Основные положения диссертационной работы были представлены автором на конференциях:

- Международная научная конференция «Инновационное развитие экономики России» (апрель 2011 г., МГУ имени М.В. Ломоносова)
- Межрегиональная научно-практическая конференция «Факторы развития экономики России» (апрель 2011 г., Тверской государственный университет).

По теме диссертационного исследования опубликованы 3 статьи (все - в изданиях, определенных ВАК) общим объемом 2,8 п.л.

# Глава 1. Особенности банкоцентристской модели экономики ФРГ. Роль Бундесбанка в стабилизационном регулировании денежного обращения и банковского сектора

## 1.1. Структура банковской системы, функции отдельных видов кредитных учреждений и актуальные проблемы банковского сектора ФРГ

В основе банковской системы Германии лежит двухуровневая модель, предполагающая наличие Центрального банка и сектора частных кредитных организаций, а также единственный и основной закон, регламентирующий взаимоотношения между банками и государством. Исходя из этого, можно ошибочно предположить, что немецкая модель не имеет существенных отличий от банковских систем стран Европы, США и Российской Федерации.

На самом же деле немецкая банковская система обладает рядом особенностей, отличающих ее от моделей прочих стран:

- 1) Смешанный частно-государственный характер с преобладанием кредитных институтов публичного права<sup>20</sup>;
- 2) Многоуровневая структура, представленная федеральными, земельными и муниципальными кредитными институтами;
- 3) Относительно высокий уровень разделения труда и специализации между различными кредитными институтами, несмотря на то что  $\frac{3}{4}$  всех банков являются универсальными<sup>21</sup>;
- 4) Традиционно основная роль в финансировании реального сектора, преобладание над рынком ценных бумаг;
- 5) Феномен «домашних банков»<sup>22</sup>.

Также можно отметить, что в отличие от, например, Федеральной резервной системы США (далее ФРС) и Банка Англии, для Бундесбанка нехарактерно его самоопределение в качестве кредитора последней инстанции (*lender of last resort*) или в случае кризиса «последней инстанции рефинансирования»<sup>23</sup>. Такая задача не была закреплена в законе «О Бундесбанке» и противоречила все более распространенному мнению государственной стороны о том, что создание условий для повышения степени риска в составе банковских операций излишне пре-

---

<sup>20</sup> Самыми востребованными со стороны населения являются кредитные организации, не являющиеся частными. Так, более половины граждан ФРГ имеют счета или вклады в сберегательных кассах, имеющих юридический статус кредитных институтов публичного права.

<sup>21</sup> См.: Белов В.Б. Указ. соч. С. 547.

<sup>22</sup> В Германии исторически сложился приоритетный спрос со стороны населения на услуги банка, территориально близкого к клиенту. Поскольку среди кредитных организаций преобладают универсальные, то клиент может сопровождаться всеми требуемыми операциями в пределах одного банка. Преимущества системы «домашних банков» заключаются в возможности расширенного обслуживания клиентов на основе долгосрочного доверительного характера сотрудничества и более качественной оценки рисков.

<sup>23</sup> Это значит, что в сравнении с ФРС или Банком Англии, Бундесбанк изначально не предусматривал наращивание ликвидности банковского сектора в кризисной ситуации (в условиях предбанкротного состояния кредитных организаций).

пятствует возможности рынка к саморегулированию. Поэтому роль Бундесбанка в банковском секторе юридически ограничивалась понятием «банк банков», определяющим его исключительную роль в текущей платежеспособности сектора коммерческих банков. Действие механизма обеспечивается за счет использования Бундесбанком источника рефинансирования банковской сферы – денежно-кредитного инструментария. Прежде всего к нему относится запас наличности в виде средств на счете в Центральном банке ФРГ, предусмотренный для обеспечения межбанковских расчетов. Минимальные резервы позволяют гарантировать банком исполнение обязательств и от степени варьирования соотношения резервов к обязательствам регулировать зависимость банковской деятельности от ее обеспечения заемными средствами Бундесбанка<sup>24</sup>.

Финансирование в Германии исторически основывается на «банкоцентристской модели», в то время как в США и в большинстве стран континентальной Европы основную роль в финансовом обеспечении играет рынок ценных бумаг (долговой рынок и эмиссия акций). Отсюда вытекает следствие – поскольку банковский сектор является ключевым кредитором, и его эффективность и активность напрямую связаны с денежной политикой, то ключевую роль в этой цепочке приобретает именно эмиссионный банк. Конечно, эта взаимосвязь наиболее характерна для периода 1970-1980 гг., и хотя с развитием международных рынков капитала заимствование ресурсов все чаще происходит именно на фондовых площадках, но все же в течение последних 10 лет в комплексе источников финансирования реального сектора Германия имеет самый высокий удельный вес банковского кредита среди развитых стран – в среднем 25–30%<sup>25</sup>.

Рассмотрим далее более подробно составляющие двухуровневой банковской системы ФРГ. Первый уровень представлен Центральным банком ФРГ, который сейчас участвует во всех задачах ЕЦБ, переданных в национальное ведение. Исторически же Бундесбанк является преемником Рейхсбанка и образован в 1957 г. по результатам слияния Банка немецких земель (*Bank deutscher Länder*) с центральными банками земель (*Landeszentralbanken*) и Центральным банком Западного Берлина в единый Федеральный банк. Деятельность Центрального банка ФРГ регламентируется законом от 26 июля 1957 г. «О Бундесбанке» (*Bundesbankgesetz*)<sup>26</sup>. С 30 апреля 2002 г. этот закон учитывает поправки касательно функций эмиссионного банка, банка государства и валютного банка в соответствии с введением в практику наличного евро. С вве-

---

<sup>24</sup> См.: *Deutsche Bundesbank*. Sonderveröffentlichung. Die Geldpolitik der Bundesbank. Frankfurt a. M., 1995. S. 33.

<sup>25</sup> При этом высока доля долгосрочных кредитов – около 70% всех кредитов выдается на срок более четырех лет. См.: *Зарицкий Б.Е.* Указ. соч. С. 294.

<sup>26</sup> С 1 ноября 1992 г. количество центральных банков земель упразднилось с 16 до 9, что означало расширение территориальной юрисдикций подразделений центрального банка была территориально расширена. Затем, с 2002 г. центральные банки земель приняли статус подразделений Немецкого бундесбанка, потеряв часть самостоятельных функций.

дением евро Федеральный банк Германии лишился самостоятельности, передав существенную часть своих компетенций в ведение европейских структур<sup>27</sup>. Согласно включенным в закон «О Бундесбанке» положениям Маастрихтского договора, с тех пор он является составной частью Европейской системы центральных банков и подчиняется решениям ЕЦБ в проведении денежно-кредитной политики. В свете экономической интеграции, на современном этапе Бундесбанк ориентируется на три основные цели деятельности:

- 1) обеспечение стабильности уровня цен;
- 2) поддержка общей экономической политики Евросоюза;
- 3) поддержка общей экономической политики Федерального правительства.

Среди наиболее значимых потерь Бундесбанка в связи с участием в ЕСЦБ можно отметить возможность осуществления независимой стабилизационной политики. К функциям, в осуществлении которых Центральный банк ФРГ не утратил самостоятельности и сохранил независимость от указаний национальных и европейских исполнительных органов, относятся управление валютными резервами, эмиссия и обращение денежных знаков, обеспечение стабильности валюты, банковский надзор, составление собственного независимого бюджета<sup>28</sup>.

Второй уровень банковской системы представлен разнообразными кредитными институтами, которые различаются между собой не только по правовым формам, но и по своему экономическому назначению и выполняемым функциям, хотя абсолютно все они действуют на основании закона «О кредитной системе» (*Kreditwesengesetz*). Кредитные институты ФРГ принято подразделять на:

- 1) частные, основными экономическими принципами которых является максимизация прибыли;
- 2) общественные, нацеленные на выполнение определенных общественных задач;
- 3) кооперативные, выдвигающие на первый план удовлетворение потребностей своих пайщиков.

Нынешняя структура второго уровня немецкой банковской системы схематически представлена на *Рис. 1*.

Банковская система ФРГ традиционно рассматривается как яркий пример преобладания универсальных банков. Одновременно с этим, универсальные банки характеризуются специа-

---

<sup>27</sup> О начале передачи полномочий и в т.ч. по принятию решений в сфере денежно-кредитной и валютной политики принято говорить со времени заключения Маастрихтского договора 1 ноября 1993 г.

<sup>28</sup> К инструментам политики рефинансирования центрального банка ФРГ неизменно относятся: дисконтная политика, операции на открытом рынке и политика минимальных резервов. Основным надзорным органом является образованная в 2002 г. на основании закона «О надзоре в сфере финансовых услуг» (*Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz*) Федеральная служба по надзору за финансовым рынком (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*) в составе Министерства финансов ФРГ. Образование Службы стало возможным на основе слияния ранее самостоятельных Служб банковского надзора (*Bundesaufsichtsamt für Das Kreditwesen*), надзору в сфере торговли ценными бумагами (*Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel*) и страхования (*Bundesaufsichtsamt für das Versicherungswesen*).

лизацией, как по виду операционной деятельности, так и по территориальному признаку, что обеспечивает высокий уровень надежности кредитных организаций.

Кредитные или частные коммерческие банки являются самым малочисленным представителем сектора универсальных банков и объединяют три подгруппы: крупные банки<sup>29</sup> (*Großbanken*), региональные банки и прочие банковские организации (в т.ч. частные банкиры), а также филиалы иностранных банков. На данный момент крупнейшей банковской группой Германии по всем показателям, включая филиальную сеть, является Дойче Банк (*Deutsche Bank*)<sup>30</sup>. За ней следуют Коммерцбанк (*Commerzbank*), Дрезднербанк (*Dresdner Bank*) и Группа Юникредит (*Unicredit Group*)<sup>31</sup>. Около  $\frac{3}{4}$  всех ценных бумаг с фиксированным доходом, инвестиционных сертификатов и акций задействованы в операциях с участием частных банков<sup>32</sup>.

**Рисунок 1. Структура и количество коммерческих банков ФРГ по состоянию на январь 2012 г.**



\* в скобках указано количество кредитных учреждений

Источник: Deutsche Bundesbank. Sonderveröffentlichung. Das Banken- und Finanzsystem Deutschlands.URL: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Service/Schule\\_und\\_Bildung/geld\\_und\\_geldpolitik\\_kapitel\\_4.pdf?\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Service/Schule_und_Bildung/geld_und_geldpolitik_kapitel_4.pdf?_blob=publicationFile), S. 90 (дата обращения: 15.03.2014).

<sup>29</sup> Крупные банки возглавляют финансово-промышленные группы (ФПГ), возникшие в результате взаимодействия с промышленными концернами страны. Так, в ФПГ Дойче Банка входит ряд предприятий из различных отраслей экономики: электротехнический концерн Сименс, Клёкнер (металлургическая промышленность), Хенкель (химическая промышленность). ФПГ Дрезднербанка включает таких промышленных гигантов, как АЕГ и Браун Бовери Электрик. См.: Жуков Е.Ф. Указ. соч. С. 497.

<sup>30</sup> Которая существенно расширилась особенно после слияния с Постбанком (*Postbank*) в 2012 г. См.: URL: <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/banken/deutsche-bank-postbank-fast-komplett-vereinnahmt/6266116.html> (дата обращения: 19.05.2014).

<sup>31</sup> Прежнее название банка – *Hypo-Vereinsbank*.

<sup>32</sup> См.: Щенин Р.К. Указ. соч. С. 50.

Также данные банки выступают основным кредитором внешнеторговых операций и сделок. Отличительной чертой частных коммерческих банков является их изначальная фокусировка на краткосрочных сделках и сравнительно высокая активность операций на рынке ценных бумаг на основе доверительного управления и собственных портфельных инвестиций. К кредитным банкам относятся и так называемые «прямые банки», то есть те кредитные организации, которые за отсутствием филиалов осуществляют дистанционное обслуживание клиентов. Большинство кредитных банков имеют организационно-правовую форму *AG* и *GmbH*. Достаточно большое число банков осуществляют деятельность в пределах региона или муниципалитета, но наиболее крупные, могут быть распространены и на федеральном уровне, а также иметь зарубежные представительства.

Второе место по представленности на рынке финансовых услуг среди универсальных банков занимают сберегательные кассы. По сути, данный вид кредитных учреждений был и остается наиболее востребованным со стороны физических лиц. В основе деятельности сберкасс лежит принцип регионального ограничения, то есть предоставления соответствующих услуг в рамках региона, в котором представлено конкретное подразделение. В последние годы сберегательные кассы все больше принимают вид универсального классического банка, предлагающего полный спектр услуг и становятся не менее конкурентоспособны по отношению к частным коммерческим банкам. Но основной их задачей по-прежнему является прием сберегательных вкладов и выдача среднесрочных и долгосрочных ссуд сфере жилищного строительства и реального сектора. Поскольку собственником системы сберегательных касс преимущественно выступает государство<sup>33</sup>, то эти кредитные учреждения подпадают под расширенный контроль на региональном уровне. Обслуживание в сберегательных кассах в настоящее время производится с акцентом на самостоятельное проведение операций через банкоматы и терминалы.

Непосредственную связь со сберкассами имеют земельные банки, являющиеся региональными филиалами системы сберкасс, так называемые жироцентрали, контролирующие деятельность сберкасс в пределах региона и подчиняющиеся главному управлению во Франкфурте на Майне, именуемому как Декабанк (*DekaBank*)<sup>34</sup>. Основная задача жироцентралей – управление

---

<sup>33</sup> В виде общин и их региональных объединений (*Gemeinde und Gemeindeverbände*) или в форме открытого акционерного общества, куда входят жители конкретного региона (*Gebietskörperschaft*).

<sup>34</sup> Деятельность земельных банков и сберкасс вызывает дискуссии и споры как в политических кругах, так и в самом банковском секторе. С одной стороны, преобладание государственного капитала и управления в банковских организациях доказало свою эффективность, тогда как своей эффективностью они обязаны опять же государству как гаранту и поручителю (например, существует отдельный Фонд страхования депозитов сберкасс), повышающему конкурентоспособность в виде более привлекательных условий по депозитам и кредитованию и более надежного обеспечения при эмиссии долговых бумаг в ущерб принципам свободной рыночной экономики. Проблема не сопровождалась бы столь оживленной полемикой, если бы сберкассы и земельные банки не входили так интенсивно в поле деятельности частных универсальных банков.

ликвидными средствами<sup>35</sup> сберкасс, обслуживание операций с бюджетными средствами, иницируемых министерствами экономики земель.

Получается, что сберегательные учреждения имеют достаточно сложную трехступенчатую структуру. Первый уровень представляет надрегиональный Декабанк. Вторая ступень – региональный уровень, представлен банками земель – жироцентралями (*Landesbanken Girozentralen*). Третий уровень – сами сберкассы на местном уровне. Первая сберкасса в ее современном понимании появилась уже в 1778 г. в Гамбурге, а к 1913 г. в стране насчитывалось уже 3100 таких учреждений. В 1990-х гг. сберкассы снова затронул процесс консолидации, в результате которого количество филиалов на территории Германии сократилось примерно до 400.

Наиболее распространенными немецкими кредитными учреждениями универсального типа являются кооперативные банки, чья история насчитывает около 120 лет. Согласно закону «О кооперативах» (*Genossenschaftsgesetz*), кооперативными являются банки с неограниченным числом участников, ставящие своей целью стимулирование развития членов кооператива на основе принципов «самопомощи и солидарной ответственности»<sup>36</sup>. Кооперативные банки составляют финансовую опору малого и среднего бизнеса. В немецкой финансовой системе представлено два вида таких банков: кооперативные банки промышленного типа (*Volksbanken*) и сельскохозяйственные банки (*Raiffeisenbanken*). Оба типа кооперативных банков объединены в систему соответствующими центральными кооперативными банками. Кооперативные банки, также как и сберегательные кассы, особенно активны на местном уровне. Изначально «идея взаимопомощи», призванная повысить ресурсообеспеченность и самостоятельность аграриев и ремесленников от посреднического капитала, сегодня отступает на второй план. Правовая форма кооперативов подразумевает, что собственниками данных финансовых учреждений являются пайщики. Ответственность членов определяется величиной их паев в кооперативе, так как у данной категории банков не существует твердо регламентированной суммы основного капитала. Соответственно и управление осуществляется всеми пайщиками, причем независимо от размера пая, каждый собственник обладает только одним голосом<sup>37</sup>. Поэтому, исходя из перечисленных особенностей, неслучайным представляется факт, что кооперативные товарищества имеют самую разветвленную филиальную сеть по стране и ориентированы на комплексное обслуживание, а не на получение прибыли. Кооперативные банки контролируют

---

<sup>35</sup> Свободные резервы ликвидности или резервы ликвидности – объем средств в распоряжении банка (или банковского сектора в целом) для осуществления активных операций (предоставления займов предприятиям и частным домохозяйствам).

<sup>36</sup> Кредитная кооперация зародилась впервые именно в Германии и связана с именами Ф.В. Райффайзена, Х. Шульце-Делича и В. Гааза. Все кредитные кооперативы ставили изначально цель мобилизации неэффективно используемых сбережений аграриев и ремесленников в целях восполнения недостаточного финансирования отраслей со стороны частных банков и банковских домов. В начале XX в. немецкий опыт кредитной кооперации был успешно перенесен в практику европейских стран и США.

<sup>37</sup> См.: Белов В.Б. (ред.) Указ соч. С. 553.

сегодня почти пятую часть банковского рынка страны, а в сфере инвестиций их доля на рынке составляет даже четверть.

Наряду с перечисленными основными банковскими структурами существуют и специальные банки, выполняющие лишь некоторые банковские операции в определенной сфере. Это прежде всего реальные кредитные институты, то есть предоставляющие кредиты под залог реальных активов, например, ипотечные кредиты или финансирование предприятий под залог земельных участков. Схожая функция у строительных сберкасс – выдача ссуд под индивидуальное строительство на основе средств прочих вкладчиков. Второй значимый вид операций специальных банков – предоставление кредитов государству на федеральном, земельном и муниципальном уровнях, а также предприятиям с государственным участием. Данный вид кредитов значительно превышает кредиты специальных банков на строительство<sup>38</sup>. В общей сложности на специальные банки приходится около 25% всех банковских услуг<sup>39</sup>.

Кредитные учреждения со специальными задачами созданы прежде всего для поддержки долгосрочных инвестиционных проектов. Из этой группы особенно выделяется Кредитное ведомство по восстановлению экономики (*Kreditanstalt für Wiederaufbau*)<sup>40</sup>. Поскольку германская модель социального рыночного хозяйства исходит из того, что в сфере малого и среднего бизнеса (далее МСБ), формирующего основу среднего класса, имеется «провал рынка», который должен компенсироваться государством, то, помимо сберегательных касс и кооперативных банков, финансовой поддержкой МСБ в значительной степени занимается Кредитное ведомство<sup>41</sup>. К прочим специальным кредитным учреждениям могут быть отнесены кредитные банки в области судоходства (выпускающие облигации под залог судов), банки кредитования экспорта в развивающиеся страны, инвестиционные компании, осуществляющие доверительное управление на фондовом рынке, частные общества жилищного кредита, оказывающие содействие в получении ипотечного займа, банки, проводящие операции с ценными бумагами, кредитно-гарантийные сообщества, обеспечивающие поручительство при кредитовании малого бизнеса, частные сберкассы для финансирования индивидуального строительства.

---

<sup>38</sup> См.: Щенин Р.К. Указ. соч. С. 53.

<sup>39</sup> См.: Зарицкий Б.Е. Указ. соч. 301.

<sup>40</sup> Далее будет употребляться как Кредитное ведомство.

<sup>41</sup> См.: Белов В.Б. Указ. соч. С. 548. На современном этапе Кредитное ведомство является основным участником программы поддержки инновационных и высокотехнологичных предприятий Европейской программы реконструкции «European Recovery Program» (ERP). Взаимодействие субъектов экономики в рамках данной программы под управлением Кредитного ведомства развивалось еще с 1950-х гг. в целях послевоенного восстановления секторов экономики, а с начала 1990-х гг. в свете объединения немецких земель вновь стало актуальным для стимулирования рискованных инвестиций в МСБ на территории бывшей Восточной Германии. Подробнее о программе ERP в период восстановления экономики восточногерманских земель см.: Сабитов А.Р. Государственные программы финансирования реального сектора: практика восстановления экономики Восточной Германии // Проблемы Современной Экономики. 2013. №2. С. 260.

Приведенная выше специфика организации немецкой банковской системы имеет целый ряд благоприятствующих эффектов. Так, капитализация банков Германии в три раза превышает валовой внутренний продукт (ВВП) страны, имеет место эффективная поддержка промышленности и домохозяйств на основе длительных и доверительных отношений с клиентами в рамках «домашнего банка». Безусловным преимуществом универсальности немецких кредитных институтов по сравнению с банковскими системами США и Англии является диверсификация операций кредитных учреждений. Определенный вклад в стабильность системы вносит и сравнительная обособленность финансирования реального сектора от рынка ценных бумаг, хотя данное обстоятельство не исключает факт наличия спекуляций с ценными бумагами, хотя бы ввиду присутствия иностранного капитала и все большей представленности на фондовом рынке возможности вложений в инновационные компании с повышенным риском.

Несмотря на очевидную эффективность банковского сектора Германии в пределах национальной экономики, его преимущества при взаимодействии с внешними факторами, экономическими кризисами и международной конкуренцией зачастую могут обернуться в недостатки. В первую очередь надо заметить, что присутствие государства в банковском секторе все же негативно сказывается на его доходности. По общеевропейским меркам, немецкая банковская система является одной из самых малорентабельных и располагает наименьшей долей в валовом национальном продукте. В результате этого особенно крупные частные банки с начала 2000-х гг. стали расширять возможности увеличения доходности за счет спекулятивных операций на международном рынке в ущерб прежней менее рентабельной, но и менее рискованной деятельности. В то же время не последнюю роль в переориентации банков на более рентабельные активы играет и спрос со стороны потребителей финансовых услуг, которые отдают предпочтение высокодоходным инструментам. В структуре клиентских вложений депозиты стали занимать менее четверти, тогда как основная доля средств адресована инвестиционным фондам<sup>42</sup>. Помимо этого для банковского сектора характерна несбалансированность расходов – неравные пропорции административных и операционных затрат со значительным перекосом в сторону первых.

Следующая проблема – недостаточно глубокая консолидация банковского капитала. Разрозненность банковского сектора и наличие большого числа участников с низкой капитализацией привели к тому, что, несмотря на исполнение требований регулятора, в кризис 2001–2003 гг. банки оказались на грани банкротства и либо получили существенную поддержку со стороны государства, либо попали в волну поглощений. Впервые за послевоенный период в Герма-

---

<sup>42</sup> Впрочем, в кризис 2008 г. предпочтения клиентов изменились в сторону традиционных вкладов и государственных облигаций. Однако этого оказалось недостаточно для восстановления ликвидности банковского сектора после многолетнего повышения степени риска банковских активов.

нии открыто заговорили о кризисе в банковском секторе<sup>43</sup>. В то время рецессия в немецкой экономике сопровождалась падением капиталовложений и спроса на кредитные ресурсы, а дальнейшее падение котировок переоцененных компаний «новой экономики» усугубляло и без того проблемную ликвидность банковского сектора. На пороге банкротства оказались несколько крупных банковских домов и кооперативных банков. В итоге те кредитные организации, которые справились с кризисом успешнее десятков банков-банкротов, стали заложниками слияний как со стороны более стабильных национальных банков, так и со стороны зарубежных кредитных институтов. Крупным банкам пришлось столкнуться с миллиардными убытками. Период после кризиса начала 2000-х гг. нельзя назвать работой над ошибками, так как поглощения иностранными банковскими группами продолжались вплоть до последнего финансового кризиса 2008 г.<sup>44</sup>. Рентабельность банковского сектора, составляя перед кризисом 2001 г. 1,5% (средняя доходность среди развитых стран была на уровне 15%), до 2008 г. не превышала 7–8%<sup>45</sup>. Возможно, одной из составляющих низкой рентабельности являлось недостаточное присутствие немецких банков на рынках зарубежных стран, в том числе развивающихся. Единственным полноценным транснациональным банком (далее ТНБ) Германии выступает Дойче Банк, прибыль которого формируется в значительной степени благодаря активности на внешних рынках<sup>46</sup>. Низкая конкурентоспособность немецких банков проявляется и на внутреннем рынке, где перспективные позиции постепенно занимают иностранные банки. Особенно доходные сегменты, связанные с сопровождением эмиссии ценных бумаг или финансовым консалтингом остаются для немецких банков в стороне. В данном случае основными тормозящими факторами специалисты считают недостаточное соответствие немецких кредитных организаций уровню компетенций современного банковского дела, а также излишнюю сфокусированность на классических банковских операциях. Если обратиться к первопричинам этой ситуации, то часто называется преобладание государства в банковском секторе, препятствующее развитию конкуренции. Вторая проблемная область заключается в чрезмерно большом количестве банковских организаций. Если сравнить число банков, приходящееся на 1000 населения с другими европейскими странами, то здесь у Германии избыточный ресурс, который позволяет сократить количество кредитных институтов примерно на 30%. Финансовый кризис 2008 г. вновь обозна-

---

<sup>43</sup> См.: *Зарицкий Б.Е.* Указ. соч. С. 304.

<sup>44</sup> Здесь можно привести в пример покупку шестого по размеру капитализации банка ФРГ Гипоферейнбанк (*HypoVereinsBank*) итальянской Группой Юникредит в 2007 г.

<sup>45</sup> См.: Там же.

<sup>46</sup> Дойче Банк с входящими в его группу кредитными учреждениями обслуживает около 1/3 внешнеторгового оборота ФРГ. См.: *Жуков Е.Ф.* Указ. соч. С. 497.

чил проблемы банковской сферы, однако последствия данного кризиса можно назвать более мягкими, в первую очередь благодаря более активным мерам государственной поддержки<sup>47</sup>.

Банковская система ФРГ обладает рядом исторических особенностей, важных для понимания процессов стабилизационного регулирования и трансформации денежной концепции, произошедшей в 1973 г. С одной стороны, банкоцентристская модель финансирования реального сектора закрепляет за денежно-кредитной политикой главную роль в процессе стабилизации денежного обращения. При этом важной особенностью выступает универсальный характер банковской системы с одновременной специализацией кредитных учреждений. С другой стороны, недостаточное распространение услуг инвестиционного банкинга ввиду осуществления инвестиционных проектов за счет классического кредитования, а также преобладание небольших банковских организаций в настоящее время определяет главную проблему – низкую конкурентоспособность немецких банков по сравнению с транснациональными банками некоторых европейских стран и США. Кроме того несвоевременное развитие финансовых рынков в Германии во многом отразилось на отсутствии развитого механизма регулирования рисков неконтролируемого изменения денежной массы и темпов инфляции, имеющих место ввиду осуществления сделок спекулятивного характера с использованием современных финансовых технологий.

## **1.2. Концептуальные основы и задачи стабилизационной политики Бундесбанка**

Выявление концептуальных особенностей, определение положения Бундесбанка в структуре государства и его независимости от политических органов с точки зрения исторического рассмотрения представляется важным, поскольку данные критерии выступили фундаментальной предпосылкой стабильности денег, относящейся к существенным достижениям послевоенного времени. Необходимость изучения институциональных основ деятельности Центрального банка ФРГ также особенно подчеркивается тем, что его статус и функции во многих отношениях нашли воплощение в структуре Эмиссионного банка Европейского союза<sup>48</sup>.

В соответствии с §2 закона «О Бундесбанке » от 26 июля 1957 г. (далее ЗоББ) Федеративная Республика Германия учредила эмиссионную и денежно-кредитную организацию государственного значения в форме юридического лица прямого федерального подчинения, что и

---

<sup>47</sup> Например, обширные стабилизационные пакеты помогли избежать банкротства таких банковских гигантов, как Коммерцбанк и Дрезднербанк.

<sup>48</sup> См.: Белов В.Г. (ред.) Указ. соч. С. 121.

отражено в самом названии «Бундесбанк» (Федеральный банк)<sup>49</sup>. При том, что настоящий закон и является основным, призванным обозначить правовую форму и характер подчинения организации, а также его право воздействовать на экономику страны и жизнь граждан, однако, первоначальными для определения статуса эмиссионного банка следует считать конституционно-правовые нормы. Так, в соответствии со статьей 88 Основного закона ФРГ (далее ОЗ) от 1949 г. государством предусматривалось создание федерального валютного и эмиссионного банка, а также возможность передачи части компетенций наднациональному центральному банку в рамках европейского сообщества. Согласно приведенной в статье 20 ОЗ схеме трех основных функций государства, Бундесбанк находится ближе к исполнительной власти, в которой ему отводится особое место, сравнимое не с федеральным органом административного управления, а с правительственным. Поэтому Центральный банк ФРГ должен быть причислен к высшим исполнительным органам государства<sup>50</sup>.

Основная задача банка – обеспечение стабильности национальной валюты, что подразумевает, прежде всего, предотвращение процесса обесценения денег. Данная задача не является самоцелью. Ее объяснение в том, что в рыночной экономике достаточный уровень экономического роста и занятости достижимы при условии сдержанной инфляции. На данной взаимосвязи было повторно акцентировано внимание в 1974 г. в ежегодном докладе Совета по экономическому развитию<sup>51</sup>.

Для организационной структуры Бундесбанка характерны следующие черты<sup>52</sup>:

1. *Сочетание коллегиальных и единоличных начал.* Единоначалие проявляется в том, что основным руководителем Бундесбанка является Президент. Коллегиальность же выражается в том, что решения принимались на уровне Директората Центрального банка (*Direktorium*) и

---

<sup>49</sup> Положения закона «О Бундесбанке», определяющие его организационно-правовую структуру, претерпели некоторые изменения при создании валютного и экономического союза в рамках воссоединения страны в 1990 г. Распространение в новых Федеральных землях денежной политики Центрального банка ФРГ, а также немецкой марки потребовало создания временного управления Бундесбанка в Берлине и 15 его филиалов, находящихся под шефством центральных банков западногерманских земель (преобразования сопровождалось добавлением новых разделов в ЗоББ §25a-d). В качестве цели ставилось создание двухуровневой банковской системы, основанной на рыночных принципах. Поскольку в ГДР банковская система была одноуровневой и в ней не были представлены частные коммерческие банки, то большую роль в становлении универсального банковского сектора в новых землях сыграли филиалы западногерманских банков и создание совместных банков. В соответствии с ЗоББ, Бундесбанк был уполномочен предоставлять таким банкам временные привилегии в виде доступа к дисконтному и ломбардному кредиту посредством соло-векселей (то есть простых векселей, выставляемых должником). С 1992 г. дополнения ЗоББ касательно территории бывшей ГДР утратили силу, и временные привилегии были отменены.

<sup>50</sup> Там же. С. 129. Совет по экономическому развитию – государственный орган, созданный в 1963 г. для выявления факторов, сопутствующих и препятствующих экономическому развитию страны. Традиционно по инициативе Бундеспрезидента включает в свой состав 5 представителей. Результаты аналитической работы Совета учитываются правительством ФРГ при формулировании экономической политики.

<sup>51</sup> См.: *Spahn H.-P.* Op. cit. S. 55.

<sup>52</sup> Далее сочетание прошедшего и настоящего времени в повествовании обосновывается сужением сферы полномочий Бундесбанка после 2002 г. в связи с его переходом в состав ЕЦБ. В качестве самостоятельных функций Бундесбанка в настоящее время следует назвать: бюджетирование центрального банка, обеспечение стабильности межбанковских расчетов, создание валютных резервов.

Совета Центрального банка (*Zentralbankrat*). Директорат выступал в роли исполнителя решений Совета, направленных на поддержание курса денежно-кредитной политики. Полномочия коллегиальных органов несомненно являлись определяющими. Также при каждом региональном управлении Центрального банка ФРГ создан совет, состоящий из представителей кредитной отрасли, прочих секторов экономики и представителей профсоюзов (рабочих и служащих). Данные советы на местах относятся не к органам Бундесбанка, а являются неким собранием с консалтинговой функцией, с помощью которого Центральный банк поддерживает обмен информацией и связь с коммерческими кругами федеральных земель и получателями кредитов. Все три управляющих органа с апреля 2002 г. объединены в единый Президиум, который согласно новой редакции § 7 ЗоББ «возглавляет и управляет Бундесбанком». Сейчас на данный орган возложена дополнительная функция консультирования Президента Эмиссионного банка ФРГ как участника Совета Европейского центрального банка.

2. *Обеспечение стабильности в управлении банком, плюрализм назначающих инстанций.* Здесь имеется ввиду участие парламентских и исполнительных, унитарных и федеративных организаций в определении кадрового состава Бундесбанка. В этом заключаются одновременно и преимущества кадрового разделения на ветви власти, и гарантия независимости банка. В частности, назначение Президента и членов Совета директоров осуществляется Президентом Германии по представлению правительства и после слушаний в Совете центрального банка. Защищенность принятого монетарного курса обеспечивается посредством невозможности досрочного прекращения полномочий Президента Бундесбанка, кроме как по его собственному желанию или на основе коллективного решения Совета.

3. *Обеспечение прозрачности деятельности центрального банка.* С момента своего образования Бундесбанк поддерживает принцип открытости информации, что выражается в опубликовании общедоступных ежемесячных, ежеквартальных, ежегодных и специальных (приуроченных к какому-либо важному экономико-политическому событию) отчетов. Данные доклады отличаются не только внушительным объемом информации, но и ее качеством, так как помимо профильной статистики развития финансового сектора содержат экспертную оценку и прогнозы развития прочих отраслей экономики, факторов, препятствующих достижению основных монетарных целей. Отчеты Бундесбанка всегда содержат оценки и предполагаемые меры для повышения эффективности собственной деятельности.

4. *Обеспечение независимости принятия решений.* Этот тезис для Бундесбанка всегда находился на особом счету. Вряд ли можно привести пример из истории центральных банков, который бы описывал более независимый и принципиальный в вопросах независимости банк, чем Центральный банк ФРГ. Этот аспект подтверждается в ходе настоящего исследования, приводятся примеры случаев ярого противостояния Бундесбанка интересам политического

руководства страны и заинтересованных кругов (прежде всего профсоюзных организаций). В общем и целом же можно сказать, что соблюдение принципа независимости решений любого эмиссионного банка<sup>53</sup> выступает гарантом постоянства денежной политики, ее предсказуемости, а, следовательно, и основанием для стабильного экономического развития.

Независимость Бундесбанка в свою очередь основывается на четырех критериях:

- 1) функциональная независимость;
- 2) институциональная независимость (свобода решений собственных органов управления от внешних указаний);
- 3) финансовая независимость (независимость собственного бюджета, финансового обеспечения деятельности). Здесь нужно учесть, что основной капитал согласно §2 ЗоББ находится в руках федерации и распределение прибыли регулируется законодательно, в частности предусмотрена передача ее части в пользу федерации. Годовой баланс Бундесбанка подлежит анализу со стороны Федеральной счетной палаты и последующей передаче заключения министру финансов;
- 4) кадровая независимость (дифференцированность инстанций, определяющих руководителей органов центрального банка).

При этом надо понимать, что описанные критерии независимости центрального банка не должны и в случае с Бундесбанком не имеют ничего общего с закрытостью и обособленностью.

Важной характеристикой функциональной независимости является то, что она не является полной. Немецкая система, как и любая другая центробанковская система мира, не располагает независимостью решений в аспекте выбора целей деятельности. Ограничивает функциональную независимость и тот факт, что Бундесбанк несет ответственность за результаты тех решений, которые принимает. Но при этом важная особенность эмиссионного банка ФРГ состоит в том, что в рамках основных целей, вверенных ему ЗоББ и ОЗ, Бундесбанк в состоянии их независимо реализовывать посредством того инструментария, который считает необходимым.

Из сказанного следует, что, обладая функциональной независимостью, Центральный банк ФРГ вправе определять степень обращения к тому или иному инструменту, расширять практику применения новых методов регулирования подотчетных ему сфер денежного и валютного обращения, а также полностью отказываться от использования отдельных инструментов.

Представляется необходимым кратко раскрыть особенности надзорной составляющей внутри функциональной независимости. До создания централизованной Федеральной службы

---

<sup>53</sup> Существуют два подхода к разделению самостоятельности центрального банка – подход Рогоффа (*Rogoff*) и подход Волша (*Walsh*). Согласно первому, монетарная политика делегируется центральному банку (немецкий вариант) при установлении общих целей правительством, согласно второму сценарию монетарная политика осуществляется на основе договора между центральным банком и правительством, при котором правительство устанавливает конкретное целевое значение инфляции. См.: *Wagner H. Stabilitätspolitik. Theoretische Grundlagen und institutionelle Alternativen. München, 2008. S. 155.*

по надзору за финансовым рынком в 2002 г.<sup>54</sup> Бундесбанк выполнял надзорные функции в банковской сфере наряду с Федеральной службой по надзору за кредитной системой в составе Министерства экономики (*Bundesaufsichtamt für das Kreditwesen*)<sup>55</sup>, что находило отражение в § 5 и 6 закона «О кредитной системе» 1961 г.<sup>56</sup> По сути, в 2002 г. система надзора была вновь централизована и функции Бундесбанка в ней не утратили своего значения. Основные компетенции Бундесбанка в роли надзорного органа сводятся к анализу и оценке обеспечения собственным капиталом<sup>57</sup> и ликвидности. В этих вопросах рекомендации Центрального банка являются обязательными для исполнения Службой по надзору.

Более сложным представляется определение независимости Центрального банка Германии. В 1957 г. в § 12 закона «О Бундесбанке» был закреплён пункт о независимости от указаний Федерального правительства. Независимость банка определяется также его правовым положением правительственного органа, осуществляющего узкоспециализированную деятельность. В то же время в этом же параграфе ЗоББ конкретизируется, что «...при условии выполнения собственных задач, Бундесбанк обязан поддерживать общий экономико-политический курс правительства». То есть, приоритетом остается стабильность денежного обращения, и при несовпадении интересов Центральный банк вправе действовать в ущерб государственной политике. Однако описания того, какие именно случаи разногласий с правительством могут являться поводом для расхождения Центрального банка с общим экономическим курсом, в

---

<sup>54</sup> В соответствии с § 7 ЗоББ «Служба по надзору и Немецкий бундесбанк сотрудничают в области обмена наблюдениями и констатируемыми заключениями, которые могут быть важны для выполнения надзорных функций с обеих сторон». Официально закреплена обязанность Бундесбанка в проведении текущего надзора, составлении отчетов и передачи заключений в Службу по надзору для оценки деятельности кредитного учреждения и принятия санкций. Законом также предусматривается договоренность организаций о проведении совместных или отдельных переговоров с высшим менеджментом кредитных организаций. Выделяются регулярные переговоры, в которых Бундесбанк после сдачи банками годовых балансов отдельно или совместно со Службой по надзору проводит обсуждения результатов банковской деятельности с целью предупреждения рискованного состояния. Второй тип переговоров проводится обеими организациями при наличии причин, предшествующих более углубленной проверке.

<sup>55</sup> Далее будет употребляться как Служба по надзору.

<sup>56</sup> До 1961 г. банковский надзор осуществлялся преимущественно на уровне правительств земель, а в 1961 г. функции надзора были централизованы Службой по надзору. В то же время надзор за деятельностью сберегательных касс продолжал оставаться в юрисдикции министерств экономики земель. Подробнее о преобразованиях в сфере надзора сберкасс в 1961 г. см.: *Frick H. Die Staatsaufsicht über die kommunalen Sparkassen. Berlin, 1962.*

<sup>57</sup> В своих требованиях к соотношению капитала и активов в банковском секторе Бундесбанк опирается на разработанные Базельским комитетом Соглашения по достаточности капитала. Процесс гармонизации требований к достаточности капитала в рамках европейских стран берет начало с 1988 г. и на сегодняшний день актуальной является третья фаза Базельских соглашений (Базель III), предусматривающая наряду с требованиями капитала (первый уровень капитала это акционерный капитал и объявленные резервы; второй уровень — дополнительный капитал, к которому относят капитал низкого качества, скрытые резервы, доступные для банка в соответствии с законодательством страны) относительно качества активов (вес активов определяются их риском, зависящим как от степени ликвидности актива, так и от его обеспеченности) также создание буферного капитала за счет чистой прибыли кредитной организации. Кроме того, Базель III предполагает создание нормативов по ограничению финансового рычага (соотношению собственных и заемных средств при инвестировании). Наконец, одним из важных последствий финансового кризиса 2008 г. стала разработка Базельским комитетом антициклических мер в виде возможности повышения требований к резервному капиталу со стороны регулятора в период потенциального перегрева конъюнктуры и образования «кредитных пузырей».

ЗоББ не указаны<sup>58</sup>. Историческая практика же выявила косвенную институциональную зависимость Центрального банка.

Так, в эпоху «глобального регулирования» с конца 1960-х гг. и до 1973 г. денежно-кредитная политика, основанная на независимости Бундесбанка, частично нейтрализовывалась экспансивной финансовой политикой государства и была в заложниках импортируемой инфляции со стороны американского доллара и в целом валютной политики, находившейся в ведении правительства. Поэтому для новой парадигмы денежно-кредитной политики стало особенно актуально акцентировать денежную политику на основных целях. Опыт последующих лет показал достаточно высокую степень доверия в декларируемые банком целевые значения денежной массы, что выгодно отличало немецкую центробанковскую систему от других, например, от более зависимой в правовом аспекте Федеральной резервной системы<sup>59</sup>.

То есть независимость Центрального банка Германии и после 1974 г. не являлась абсолютной, поскольку Бундесбанк хоть и опосредованно, но постоянно участвовал в формировании экономической, финансовой и конъюнктурной политики. Это значит, что правительство, продвигающее то или решение, нуждается в поддержке компетентных учреждений, к которым относится и Эмиссионный банк, что подтверждается регулярным участием Президента Бундесбанка в заседаниях кабинета министров<sup>60</sup>. Участие Бундесбанка в различных координационных и консультационных советах дополнительно усиливает важность взаимодействия государства и эмиссионного банка при проведении денежной политики<sup>61</sup>.

Отдельно стоит выделить и случаи прямой зависимости от правительства. Это касается прежде всего аспекта международной деятельности, поскольку Бундесбанк, хоть и участвует в деятельности Банка международных расчетов, Международного валютного фонда и других международных организаций, но на основе разрешения подписания соответствующих соглаше-

---

<sup>58</sup> Согласно мнению Бундесбанка, разногласия имеют форму частных случаев и должны определяться в ходе совместной работы с правительством. Правительство обязано привлекать президента центрального банка на совещания, включающие в повестку вопросы монетарного характера, а Бундесбанк в свою очередь должен уведомлять правительство о значимых мерах или смене вектора в ходе денежно-кредитной политики. Члены правительства имеют право присутствовать на собраниях Совета Центрального банка, а представители Бундесбанка имеют право посещения собраний Совета по финансовому планированию. Участие в сторонних советах происходит в обоих случаях с правом внесения предложений, но без права голоса. Также правительство участвует в выдвижении кандидатур в состав Директората центрального банка.

<sup>59</sup> См.: *Görgens E.* Op. cit. S. 196.

<sup>60</sup> Президенту Бундесбанка гарантируется уведомление и приглашение к участию в заседании правительства ФРГ в случае обсуждения вопросов, имеющих значение для денежной и валютной политики.

<sup>61</sup> Здесь можно привести в пример участие президента Бундесбанка 1) в составлении ежегодного экспертного заключения правительству со стороны Совета по экономическому развитию (на основании закона «О формировании Экспертного совета» от 14 августа 1963 года); 2) в принятии решения о привлечении средств территориальных органов власти для выравнивания конъюнктуры в рамках Конъюнктурного совета для государственных и муниципальных органов (согласно § 15, 19, 20 Стабилизационного закона); 3) в решениях о необходимости наращивания кредитных линий государственных бюджетов в Комитете по кредитным вопросам государственных и муниципальных органов под председательством министра финансов (согласно § 18 Стабилизационного закона); 4) в разработке рекомендаций по составлению и систематизации расходов на среднесрочные задачи в пределах федеральных земель в Комитете по финансовому планированию (согласно § 51 закона «О бюджетных принципах»).

ний со стороны правительства. Правительство, в свою очередь, привлекает Бундесбанк для выполнения международных договоров на национальном уровне<sup>62</sup>.

Кроме того, необходимо разобраться в противоречивом характере подчиненности Бундесбанка решениям парламента. Согласно абзацу 3 статьи 20 ОЗ, Бундесбанк, представляя исполнительную власть, обязан ориентироваться на существующие законы<sup>63</sup>, но при этом они должны соответствовать конституционным гарантиям Центрального банка ФРГ, указанным в статье 88 ОЗ. С опорой на Конституцию ФРГ таким образом определяется политическая нейтральность банка, ведь стабильность валюты является высшей государственной необходимостью, а значит задачи и полномочия должны быть в руках Бундесбанка, как единственной инстанции, обеспечивающей эту стабильность. С другой стороны, предоставленная Бундесбанку свобода от правительства выводит его из-под парламентского контроля.

Отдельного внимания при рассмотрении институциональной независимости заслуживает роль Бундесбанка как «банка государства», поскольку ЗоББ передает Бундесбанку задачу, состоящую в поддержке обеспечения оборота платежей, что находит свое отражение не только в перемещении денежных средств между коммерческими банками в процессе оперирования текущими счетами по их требованию, но и между государственными органами и организациями. В этой связи известны неоднократные случаи финансирования Бундесбанком государственного долга в виде приобретения долговых ценных бумаг. Видимо, ввиду опасности подрыва самостоятельности Центрального банка, в законе «О Бундесбанке» эта сфера деятельности изначально не была предусмотрена. В 1994 г. на второй стадии экономической и валютной интеграции в Европе был введен общий запрет на кредитование эмиссионными банками государственного сектора, хотя Бундесбанком данная поправка была внесена в ЗоББ<sup>64</sup> уже в 1986 г. До этого времени существовали максимальные лимиты кредитования государства: 6 млрд. немецких марок на федеральном уровне и 3,3 млрд. немецких марок на уровне земель, отдельные небольшие лимиты были выделены особым государственным организациям, в т.ч. Немецким железным дорогам (*Bundesbahn*), Немецкой почте (*Bundespost*), Фонду европейской реконструкции. Необходимо отметить, что данные лимиты на самом деле не использовались в полной мере, а носили потенциальный характер. К тому же эти средства могли быть переданы организациям и бюджетам в качестве кредита для поддержания ликвидности (*Kaßenkredit*), то есть для преодоления кратковременной нехватки средств на текущие расходы, но никак не для финансирования бюджетного дефицита<sup>65</sup>. Кроме того, с 1990 г. законодательно запрещено приобретать ценные бумаги напрямую у эмитента, единственно возможным способом является

<sup>62</sup> См.: Абз. 3, §13 закона «О Бундесбанке».

<sup>63</sup> См.: Штерн К. Эмиссионный банк в структуре государства / Пятьдесят лет немецкой марки. С. 173.

<sup>64</sup> В соответствии с § 20 закона «О Бундесбанке».

<sup>65</sup> См.: *Deutsche Bundesbank. Sonderveröffentlichung über Die Geldpolitik der Bundesbank.* Frankfurt a. M., 1995. S. 36.

приобретение ценных бумаг посредством операций на открытом рынке на рыночных условиях. Согласно изменений § 21 закона «О Бундесбанке», приобретение государственных ценных бумаг может осуществляться только с целью регулирования ликвидности банковского сектора и влияния на порядок процентных ставок на рынке капитала, то есть в соответствии с целями денежно-кредитной политики. Но, в то же время, согласно изменениям ЗоББ от апреля 2002 г. долговые обязательства и казначейские векселя должны выпускаться в обращение в первую очередь посредством Бундесбанка. Процедура реализации долговых бумаг включает в себя созданное в сентябре 2000 г. по инициативе Министерства финансов коммерческое Финансовое агентство (*Finanzagentur GmbH*), по поручению которого Бундесбанк проводит аукционы на открытом рынке<sup>66</sup>. Кроме этого, в отношении котируемых на фондовой бирже государственных ценных бумаг на Бундесбанк возложена задача нейтрализации резких курсовых колебаний путем покупки/продажи бумаг. Поэтому посредничество в выпуске и размещении государственных долговых бумаг на фондовой бирже продолжает оставаться острым вопросом для Бундесбанка.

В части вопроса «банка государства» нужно отметить и изменения, вступившие в силу в конце 1993 г. Речь идет об обязанности всех уровней бюджета хранить излишки безналичного оборота на текущих счетах в Бундесбанке. Нововведения предусматривают прежний порядок осуществления платежей через поручения Центральному банку, но остатки средств теперь должны находиться в коммерческих банках.

Рассмотренные выше концептуальные особенности денежной политики в целом являются важным фактором воздействия на ожидания частного сектора. Несмотря на то, что в современной макроэкономике в этом аспекте денежно-политические институты не играют весомой роли, затрагиваемый тезис был доказан на примере Немецкого бундесбанка, когда стабильность спроса субъектов экономики и инвестиционной активности определялись авторитетом Бундесбанка. Исключительная значимость Центрального банка Германии и осуществляемой им стабилизационной политики стала возможной благодаря институциональному положению Бундесбанка, его причислению согласно Основному закону ФРГ к высшим исполнительным органам государства наряду с правительством. Институциональному статусу и высокой степени независимости Бундесбанк обязан своему более раннему историческому прошлому, к которому был предпринят частичный возврат в связи с кризисом Бреттон-Вудской валютной системы. Речь

---

<sup>66</sup> См.: *Jarchow H.-J. Grundriss der Geldpolitik. Stuttgart, 2010. S. 55.*

идет об основах денежно-кредитной политики, заложенных еще в послевоенный период ордолиберальной концепцией<sup>67</sup>.

Важным для последующего анализа стабилизационной политики фактом является то, что правовая основа деятельности Бундесбанка (Закон «О Бундесбанке») подчеркивает приоритет стабилизации денежного обращения в совокупности прочих задач Центрального банка Германии. Кроме того определяющим фактором при формировании доверия со стороны субъектов экономики к стратегии денежно-кредитной политики выступают гарантии, обеспечиваемые уникальной организационной структурой Бундесбанка. Среди данных гарантий особое место занимают высокий уровень прозрачности деятельности, а также критерий независимости принятия решений. Именно сочетание приоритета стабилизации ценового роста и институциональной независимости (с некоторыми поправками) с особенностями банковской системы ФРГ стали основными условиями достижения эффективности стабилизационных мер, проводимых Бундесбанком.

Процесс стабилизации потребительских и инвестиционных ожиданий путем создания рамочных и прозрачных условий в денежной политике получил новое качество со сменой концепции и принципиально повлиял на дальнейшее экономическое развитие Германии.

### **1.3. Теоретическая взаимосвязь монетаристской концепции с денежной политикой Центрального банка ФРГ и проявление ее отдельных элементов в стабилизационном регулировании**

Под монетаризмом понимается «теоретическая попытка противопоставить господствовавшему с 1930-х по 1960-е гг. кейнсианству иную макроэкономическую парадигму»<sup>68</sup>. Это суждение Карла Бруннера, известного экономиста и лауреата премии имени Адама Смита, характеризует предпосылки развития монетаризма в виде ответа на практические дефициты кейнсианских подходов, отраженных в государственной экономической политике ряда развитых стран<sup>69</sup>.

Помимо формирования в рамках монетаризма отличных друг от друга теоретических конструкций<sup>70</sup>, по мнению многих экономистов, действительно существенным фактором пере-

---

<sup>67</sup> О примате денежной политики как конституирующего признака ордолиберальной теории общественного порядка пишет, в частности, В. Гутник, а также В. Антропов, ссылаясь на экономические воззрения Вальтера Ойкена. См.: Гутник В. П. Политика хозяйственного порядка. С. 151.; см.: Антропов В.В. Указ. соч. С. 25.

<sup>68</sup> См.: Paprotzki M. Op. cit. S. 7.

<sup>69</sup> Теоретические и эмпирические основы кейнсианской политики были предметом критики, в первую очередь спровоцированной, прежде всего исследованиями Фридмена. Экономист Института финансовых исследований Г.Ю. Трофимов считает, что «решающую роль в признании идей монетаризма общественным мнением сыграл предсказанный Фридменом в 1968 г. и неизвестный ранее феномен stagflation, полностью оправдавшийся в 1970-е гг.». См.: Трофимов Г.Ю. Указ. соч. С. 27.

<sup>70</sup> Среди них нужно отметить не только безусловно основное – «монетаризм неопределенной теории» Милтона Фридмена, но также и «монетаризм относительных цен» Бруннера и Мельцера (относимый к ранней монетарист-

смотра финансовой и денежной политики ряда европейских стран в 1970-е гг. являлся критический анализ отдельных элементов экономической политики, сформированных на основе «неоклассического синтеза» – смешения кейнсианской макроэкономики и неоклассической микротеории. Кризис неокейнсианства основывался на нескольких важнейших факторах: дискредитации теорий экономической динамики и антициклического регулирования, а также ошибочности инфляционной теории и связанных с ней не всегда успешных результатов применения методов дефицитного финансирования<sup>71</sup>. Отражением проблемных черт кейнсианской концепции на практике стала низкая результативность экономического регулирования не только в США, но и в других странах капиталистического мира. В 1970-х гг. темпы безработицы росли с небольшими вариациями во всех европейских странах вне зависимости от инфляции, которая также в большинстве стран переросла в «галопирующую»<sup>72</sup>. Данное обстоятельство, а также распространение феномена стагфляции способствовало дискредитации теорий роста, цикла и антициклического регулирования, а также привело к пересмотру и совершенствованию Робертом Лукасом<sup>73</sup> кривой Филлипса<sup>74</sup>, как одного из главных инструментов кейнсианской теории, утверждающего наличие обратной зависимости между уровнем инфляции и уровнем безработицы<sup>75</sup>.

---

ской теории), и «теорию рациональных ожиданий» как монетаризм второго поколения. Российский экономист М. Столбов подразделяет монетарные теории на три группы: 1) работы историко-экономического плана, по методологии близкие к исследованиям М. Фридмана и А. Шварц; 2) исследования бизнес-циклов, подобные научным трудам А. Бернса, У. Митчелла и Ф. Кейгана; 3) эконометрические исследования денежных и реальных показателей, например Сент-Луисское уравнение и авторегрессии. См.: *Столбов М.И.* Эволюция монетарных теорий деловых циклов // Вопросы экономики. 2009. №7. С. 125.

<sup>71</sup> См.: *Худокормов А.Г.* Экономическая теория. С. 39.

<sup>72</sup> Так, например, в Японии существенные изменения инфляционных темпов оказывали небольшое влияние на занятость, тогда как в Германии наоборот фиксировались существенные колебания безработицы при не столь заметных изменениях потребительских цен. Франция и Великобритания столкнулись со значительными колебаниями инфляции и безработицы. Опыт всех стран был различен. См.: *Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д.* Указ. соч. С. 545. В то же время в период кризиса 1973–1975 гг. темпы инфляции в развитых странах превзошли рекомендованный Дж. М. Кейнсом уровень «ползучей» инфляции и повсеместно составляли уже более 10%, а в Великобритании и Италии рост потребительских цен даже преодолел 20%-ный рубеж. Для экономики США и вовсе был характерен феномен стагфляции – сочетание экономического спада, прогрессирующей инфляции и роста безработицы. Важное замечание, однако, заключается в том, что общей причиной негативных явлений стали структурные кризисы (энергетический, сырьевой, валютно-финансовый, экологический) начала 1970-х гг., в условиях которых кейнсианство оказалось бессильным. См.: *Худокормов А.Г.* Экономическая теория. С. 57–63.

<sup>73</sup> Лауреат Нобелевской премии, полученной в 1995 г. за видоизменение макроэкономического анализа путем разработки и применения гипотезы рациональных ожиданий, Лукас открыто признает важную роль Фридмана в собственной научной деятельности.

<sup>74</sup> Необходимо указать, что неокейнсианцы хоть и не принимали непосредственного участия в первоначальной разработке кривой Филлипса, но активно использовали ее в своем инструментарии. Филлипс выявил гиперболическую зависимость между темпами изменений безработицы и номинальной заработной платы, а П. Самуэльсон и Р. Солоу определили, что ценовой рост зависит от изменения трудовой составляющей себестоимости и впоследствии при расчетах предложили оперировать общим приращением цен. См.: Там же. С. 60.

<sup>75</sup> См.: *Issing O.* Die Geldmengestrategie der Deutschen Bundesbank / Geldpolitik: Zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland (Hg. von Siebke J.). Baden-Baden, 1995. S. 14. Сам Фридмен рассматривал кривую Филлипса с точки зрения теории денег, а не с точки зрения рынка труда. Но в то же время ученым была дана характеристика естественной безработицы как соответствия спроса и предложения на рынке труда (отсутствия избыточного предложения или спроса). См.: *Сноудон Б., Вэйн Х.* Современная макроэкономика и ее эволюция с монетаристской точки

Основываясь на концепции рациональных ожиданий экономисты пришли к выводу, что пока денежная политика, основанная на кейнсианских подходах характеризуется систематичностью, она даже в краткосрочном аспекте безрезультативна. Обоснование этого тезиса заключается в том, что экономические субъекты, имеющие представление о динамике экономических процессов, нейтрализуют воздействие денежной политики, проводимой в соответствии с определенными правилами и закономерностями. И поэтому только непрогнозируемые денежно-политические меры способны вызвать реальные преобразования. Данные постулаты нашли отражение в теореме «неэффективности денежной политики» (*policy ineffectiveness theorem*), центром которой стала функция предложения, разработанная Лукасом. Считается, что к середине 1970-х гг. кейнсианство утратило свое преобладание в экономической теории Запада. Постепенно происходил перевес в сторону идей представителей неоклассического направления, впрочем отличных от неоклассики 1930-х гг. Возникли не существовавшие ранее школы: американский монетаризм, экономическая теория предложения, новая экономическая теория. Данные теоретические направления объединены общемировоззренческой концепцией неоконсерватизма, то есть пониманием необходимости сохранения старых ценностей в новых условиях. В общем смысле идеи неоконсерваторов в сравнении с кейнсианской моделью экономической политики заключались в рыночной децентрализации и переоценке системы материального стимулирования<sup>76</sup>.

В отличие от попыток поиска теоретических изъянов кейнсианской парадигмы исследования будущего нобелевского лауреата Милтона Фридмена носили прикладной характер в том смысле, что объяснения стагфляции в США и Великобритании конца 1960-х гг. и заблуждения кейнсианства в понимании взаимосвязи инфляции и безработицы обосновывались зависимостью конкретных макроэкономических показателей<sup>77</sup>. Именно благодаря практическому анали-

---

зрения: интервью с профессором Милтоном Фридменом // *Journal of Economic Studies* (перевод Ю. Валевица). 1997. № 24. P. 191–221.

<sup>76</sup> Практика экономически развитых стран впоследствии подтвердила правильность выбранных неоконсерваторами приоритетов. Мировой экономический рост в период до 2008 г. сопровождался сужением чрезмерно раздутой системы социального обеспечения, что положительно отразилось на сокращении государственного долга и обуздании инфляционных темпов, кроме того современный этап НТР был обеспечен расширением числа предпринимателей (в том числе третичного сектора), способных эффективно и оперативно реагировать на изменение производственных технологий и условий рынка. См.: *Худокормов А.Г.* Экономическая теория. С. 67–77.

<sup>77</sup> В своих работах Фридмен использует позитивистскую методологию, представляющую систему из двух элементов: соответствующий аппарат категорий и набор гипотез, касающийся существенных аспектов действительности. Методика основывается на сопоставлении динамики статистических показателей, выявлении между ними корреляции и построении на их основе гипотезы. См.: *Фридмен М.* Основы монетаризма. С. 8. Критерием отбора научных гипотез, согласно Фридмену, является их подтверждение на эмпирическом уровне, то есть соответствие фактам. См.: *Трофимов Г.Ю.* Указ. соч. С. 26. Важное замечание, касающееся эмпирического подтверждения теории, состоит в том, что согласно Фридмену, микроосновы модели не обязаны верифицироваться опытом. Практической проверке подлежат предсказания, выведенные из теоретических предпосылок. Теория, подтвержденная практикой данных предпосылок, предполагает реалистичность абстрактных предпосылок, не согласующихся с непосредственно наблюдаемой действительностью. Данное допущение является необходимым условием идеализации, упрощения теории в понимании Фридмена. См.: *Худокормов А.Г.* Основные тенденции в новейшей экономической истории Запада (на материале лекций Нобелевских лауреатов по экономике) // *Montenegrin Journal*

зу впервые было опровергнуто положительное влияние экспансивной фискальной политики на сокращение безработицы и сделаны выводы о том, что динамика изменения показателей цен, денежной массы, доходов, сбережений, процентных ставок посредством применения антициклических денежно-кредитных мер в реальности сопровождается несвоевременностью и неправильным количественным дозированием<sup>78</sup>. Напротив, такая денежная политика неизбежно ведет к опасности усиления конъюнктурных колебаний, а не к их сглаживанию.

В отличие от кейнсианства, монетаризм не содержит рецептов достижения полной занятости и максимального экономического роста. Основная цель теории заключается в обеспечении стабильности экономики путем оздоровления денежного обращения, освобождении экономических процессов от чрезмерного государственного вмешательства, создании условий для формирования у предпринимателей стремления к капиталовложениям, инновациям, риску<sup>79</sup>.

В количественную теорию, которая была сосредоточена вокруг функции денег как средства платежа, Фридменом была включена точки зрения о том, что деньги, наряду с другими активами, с которыми они связаны субституционными отношениями, играют важную роль средства сбережения<sup>80</sup>. Центральное же значение для Фридмена приобрел феномен денежного

---

of Economics. 2006. №4. С. 118. Э. Шлиссер в своей статье проводит параллели научного метода Фридмена с методикой проведения опыта ученых-естествоиспытателей – Г. Галилея и И. Ньютона. Можно привести следующие критерии создания проверки реалистичности предпосылок, создания гипотез и теорий: 1) предпосылки (в том числе условные, неподтвержденные), являющие собой неточность (несоответствие) описания реальности (несвязанные на первый взгляд явления могут оказаться проявлениями фундаментальной и более простой структуры); 2) гипотеза, упрощающая сложные элементы в рамках какого-либо явления и подтверждаемая осуществившимися прогнозами на ее основе (при этом если есть одна гипотеза, которая согласуется с имеющимися данными, то существует множество таких гипотез); 3) теория считается истинной до тех пор, пока не обнаруживаются несовпадения с опытными данными.. См.: Шлиссер Э. Экономическая теория и эксперимент: Исаак Ньютон, Милтон Фридмен и Вернон Смит (перевод М. Бабковой) // Вопросы экономики. 2007. № 3. С. 55–65.

Важное замечание относительно эмпирического подтверждения теории состоит в том, что, согласно Фридмену, микроосновы модели не обязаны верифицироваться опытом. Практической проверке подлежат предсказания, выведенные из теоретических предпосылок. Теория, подтвержденная практикой данных предпосылок предполагает реалистичность абстрактных предпосылок, не согласующихся с непосредственно наблюдаемой действительностью. Данное допущение является необходимым условием идеализации, упрощения теории в понимании Фридмена. См.: Худокормов А.Г. Основные тенденции. С. 118

<sup>78</sup> Фридменом использовалось понятие естественной безработицы, включающей добровольную (по Вальрасу) и фриktionную (по Пигу). Только вторая составляющая естественной безработицы подлежит сокращению. Результаты исследований (проведенных совместно с А. Швартц и Д. Мейзельманом) сводились к нейтральному влиянию инфляции на безработицу. Поскольку в случае, когда инфляция прогнозируема со стороны работников и она никак не влияет на уровень занятости, то, соответственно, исходя из монетаристской концепции, и денежная политика не влияет на занятость. Вместе с тем были выделены нисходящий тренд скорости оборачиваемости денежной массы в США, зависимость циклических колебаний от изменения денежной массы (в особенности в долгосрочной перспективе) и высокая степень корреляции между количеством денег и потреблением. А чуть позже, в 1968 г., была поставлена под сомнение эффективность воздействия бюджетной экспансии на установление оптимального сочетания роста цен и занятости (в рамках скольжения по кривой Филлипса) и появилась новая модель Фридмена-Фелпса, учитывающая факторы ожидаемой инфляции и роста оплаты труда. См.: Худокормов А.Г. Экономическая теория. С. 110 – 113.

<sup>79</sup> См.: Бункина М.К. Указ. соч. С. 162.

<sup>80</sup> Теоретический фундамент монетаризма представлен, прежде всего, известным уравнением обмена И. Фишера ( $MV=PY$ ), и его модификацией в «кембриджском уравнении» ( $M=kPQ$ ), обращающем особое внимание на функцию накопления денег и понятие денежного фонда, предназначенного для инвестиций. См.: Фридмен М. Если бы деньги заговорили... М., 1998. С. 15.

предложения. Простым, но исключительно важным условием стабильности уровня цен в долгосрочной перспективе явился принцип константного увеличения денежной массы<sup>81</sup>.

В широком смысле для применения монетаристской концепции предстояло определить, является ли реальный сектор имманентно стабильным, заинтересована и в состоянии ли экономическая политика проводить курс, направленный на благосостояние страны<sup>82</sup>. Если абстрагироваться от прикладных тезисов, то упрощенно основную идею монетаризма можно сформулировать следующим образом: основываясь на денежной массе как главном понятии теории, она предполагает готовность эмиссионного банка, банковского сектора, предприятий и частных домохозяйств участвовать в поддержании фиксированного роста денежной массы, необходимого для обеспечения растущего товарооборота в стране. Инициатором денежной политики является только центральный банк, а сама денежная политика строится на основе оценок денежного мультипликатора<sup>83</sup>, как сигналов о доли резервов и наличности, и регулировании приращения денежной массы при взаимодействии с другими экономическими субъектами (коммерческими банками, домохозяйствами, государством).

В 1960-х гг. предположение монетаристов о постоянном темпе роста денежной массы<sup>84</sup> вызвало обширную дискуссию в контексте условий и ограничений денежно-кредитной политики. Прежде всего опасения были связаны с тем, что у эмиссионного банка отбирался диапазон свободных действий, но с другой стороны, эти же самые ограничения предоставляли дополнительную степень независимости от политического давления.

Итак, обоснование Фридмена в первую очередь основывается на принципиально новом пересмотре количественной теории денег, в центре которой находится теория номинального продукта<sup>85</sup>. Для поддержания контроля над константным приростом денег необходима такая

---

<sup>81</sup> Отмечается, что количественная теория, используемая Фридменом, относится к так называемому «кембриджскому варианту». Фридмен применяет портфельный подход, разработанный А.С. Пигу и другими представителями Кембриджской школы. В центре научной теории выделяются два типа экономических агентов: домохозяйства и фирмы (производители). Главная роль отводится домохозяйствам и отдельным хозяйствующим индивидам, как рыночному участнику, определяющему спрос на деньги и способному в зависимости от перспективной доходности варьировать составляющими портфеля активов (ценные бумаги, деньги, депозиты, товары и т.д.). См.: *Худокормов А.Г.* Экономическая теория. С. 91.

<sup>82</sup> Здесь кроется опасение Фридмена, подтвержденное в практике Германии 1970-х гг., о том, что правительства могут принимать меры, обеспечивающие им краткосрочные преимущества в ущерб долгосрочным государственным интересам и в особенности инфляционной стабильности. Данный скептицизм основывался на теории общественного выбора и мог проявляться либо в чрезмерной поддержке социального обеспечения, либо в раскачке конъюнктурных циклов.

<sup>83</sup> Под денежной мультипликацией понимается процесс эмиссии платежных средств участниками хозяйственного оборота при возрастании денежной базы (денег центрального банка). Соответственно денежный мультипликатор (или агрегат) определяется соотношением денежного предложения и денежной базы. См.: *Щеголева Н.Г., Васильев А.И.* Деньги и денежное обращение. М., 2011. С. 72.

<sup>84</sup> Известное как «правило постоянного роста денежного предложения Уорбертона-Фридмена».

<sup>85</sup> Количественная теория определяет конечный номинальный продукт или номинальный выпуск как произведение денежной массы и скорости денежного обращения. То есть ее суть состоит в том, что «скорость обращения отображает потребность экономики в деньгах, что определяется множеством факторов, в том числе особенностями платежной системы». Эта взаимосвязь денег и номинального выпуска проявляется особенно наглядно на длительных исторических периодах. Количественную теорию отстаивали многие великие экономисты (Д. Юм, А. Мар-

стабилизационная политика, которая бы оперировала не дискретным и разовым вмешательством, а постоянными мерами. Регулирование реальных процентных ставок для выполнения данной задачи представляется неэффективным<sup>86</sup>, поэтому основным инструментом становится механизм постоянного регулирования денежной массы с помощью постановки промежуточных целевых значений ее роста. Предполагая стремление экономической системы к равновесию и самопреодолению шокового состояния, современный монетаризм все же допускал поправку. В случае значительных отклонений от равновесного уровня развития на практике могли применяться дискретные меры, в том числе и со стороны стабилизационной политики<sup>87</sup>.

Тезис Фридмена о том, что инфляция всегда является монетарным феноменом, в долгосрочном аспекте неоспорим: без монетарной подпитки инфляционные процессы должны прийти к равновесию. Однако, это далеко не единственное условие ограничения инфляционного роста. Во внимание необходимо принимать различные факторы, такие как рост цен на импорт (в том числе сырья), увеличение налоговой нагрузки или чрезмерное повышение оплаты труда.

Как было упомянуто, центральным понятием монетаризма является денежная масса (*high powered money*). По признакам денежной массы, в меньшей степени определяемым самим Фридменом и в большей степени его последователями<sup>88</sup>, можно заключить, что к ней относятся следующие активы:

1. Денежное обращение за пределами банковского сектора как составная часть всего денежного объема;
2. Средства банков на счете эмиссионного банка и кассовые остатки. Данная часть выполняет задачи:
  - а) с помощью формирования вкладов на счете центрального банка достигается выполнение обязательств по минимальному резервированию и формирование обеспечения под соответствующие объемы кредитных операций («подушка ликвидности»);
  - б) для операционной деятельности (приобретение иностранной валюты, осуществление платежей, финансирование) кредитные институты прибегают к займам у центрального банка.

---

шалл, И. Фишер, А. Пигу). Количественная теория представляет единственную теоретическую опору монетаристского взгляда на инфляцию. В своем варианте количественной теории Фридмен принимает тезис об относительном постоянстве скорости денежного обращения, но вводит понятие спроса на деньги, как аналогичное товарному спросу. Спрос на деньги положительно зависим от перманентного дохода и отрицательно – от альтернативных издержек хранения денег (процентов). См.: Трофимов Г.Ю. Указ. соч. С. 31.

<sup>86</sup> Зависимая от номинальной процентной ставки и снижаемая на уровень инфляции реальная процентная ставка – величина, не поддающаяся простому измерению и управлению. Ориентация на реальную ставку может вызвать сама по себе дестабилизацию. С одной стороны, снижение номинальной ставки служит росту денежной массы и реальной ставки, с другой стороны, посредством увеличения спроса последнее подстегивает инфляцию. Тем самым номинальная процентная ставка растет, оставляя реальную на прежнем уровне. То есть в этом случае рост инфляции в процессе регулирования центральным банком номинальной ставки по кредитам сводит к нулю позитивные эффекты стабилизационной политики.

<sup>87</sup> См.: Heubes J. Konjunktur und Wachstum. München, 1991. S. 28.

<sup>88</sup> См.: Andersen L.C. Jordan J.L. The Monetary Base – Explanation and Analytical Use. St.Louis, 1968. S. 7.

Таким образом, резервные средства в центральном банке служат основой предоставления рефинансирования.

Происхождение и использование денежной базы можно представить в виде структуры баланса центрального банка, где на стороне активов находятся золотовалютные резервы, кредиты частным банкам, кредиты государственному сектору, ценные бумаги, а на стороне пассивов – денежная масса, включающая наличный оборот, вклады в частных банках, займы государственного сектора, вклады нерезидентов, обязательства по долговым бумагам<sup>89</sup>. По сути, за счет варьирования состоянием каждого актива баланса возможно регулирование величины денежной базы, что и предположил М. Фридмен<sup>90</sup>. Кроме того, в зависимости от условий, согласно которым центральный банк предоставляет доступ к наращиванию ликвидности, кредитные институты могут располагать еще и потенциальным финансированием. Под этим понимаются собственные активы банков (например, векселя), которые могут быть в любой момент обращены в денежные знаки, причем самим же центральным банком (при учете векселя). Однако, по мнению Фридмена, такие потенциальные средства центрального банка не должны причисляться к денежной базе<sup>91</sup>.

Для анализа денежного регулирования необходимо привести толкование Фридменом денежной политики, ее функции и инструментов. Под денежной политикой Фридмен понимал все меры центрального банка, управляющие количеством денежных средств. В разработанной им функции денежного предложения оферентами денежной массы выступают центральный банк и частные кредитные учреждения. В процессе кредитования банки вынуждены привлекать дополнительные вклады, создавая обязательства<sup>92</sup>. Параллельно они влияют на степень изменения денежной массы тем, что снова выпускают в оборот ту или иную часть заемных средств центрального банка. Ключевым понятием в этом процессе выступает ликвидность, состояние которой зависит от доступа коммерческих банков к рефинансированию, определяемого соотношением банковских резервов в эмиссионном банке с депозитами реального сектора и домо-

---

<sup>89</sup> Здесь необходимо провести упрощенное понятийное разделение денежной базы и денежной массы. Денежной базой являются денежные средства в распоряжении центрального банка. Денежная масса образуется в результате изменения денежных агрегатов, то есть в процессе преобразования денежной базы в кредитные операции банков. См. *Бурлачков В.К.* Воспроизводство и монетарная сфера (о статье А. Навоя «О роли и месте эмиссии центрального банка...») // *Вопросы экономики.* 2009. №5. С. 130. С. 132.

<sup>90</sup> Тезис управляемости денежной базы был выдвинут им впервые в 1969 г. в отношении США. Мельтцер же в свою очередь представил мнение, что каждый современный центральный банк в состоянии регулировать количество денег, обеспечивающих экономический процессы в стране.

<sup>91</sup> Для Фридмена данный вопрос был неактуален, так как банковский сектор США не располагал такого рода ликвидными активами. То, что денежная база должна включать только актуальную/реальную денежную массу можно заключить и из мнений авторов–последователей Фридмена в других странах, где кредитные институты все же располагали потенциальной денежной массой.

<sup>92</sup> Фридмен относит средства на текущих и сберегательных счетах к денежной массе.

хозяйств<sup>93</sup>. Непосредственно в этом коэффициенте будет отражена и актуальная ставка минимальных резервов. В результате варьирования данной ставкой центральный банк влияет в ощутимой степени и на монетарную базу.

Предприятия и домохозяйства также воздействуют на создание денег в экономике – в зависимости от условий варьируют соотношение наличных средств и депозитов. Так что при прочих равных условиях денежная масса сужается, когда население склоняется в пользу наличных сбережений, так как на основе непривлеченных депозитов кредитные институты могли бы ожидать многократного прироста средств на своих счетах, во-первых, посредством приобретения прав на дополнительный объем рефинансирования, и во-вторых, активизируя кредитную деятельность.

Рассмотренные аспекты монетаристской теории позволяют нам представить их соотношение в составе расчета одного из показателей денежной массы, рекомендованных Фридменом:  $M_2 = B \cdot (1+c)/(c+r)^{94}$ . Для данной функции необходимо пояснить, какие факторы способны воздействовать на показатели  $c$  и  $r$ . Согласно Фридмену, соотношение резервов и вкладов помимо того, что оно зависит от политики минимальных резервов эмиссионного банка, определяется также и процентными ставками, по которым частные банки могут рефинансироваться на межбанковском рынке или на уровне политики рефинансирования центрального банка. Помимо прочего, стоимость рефинансирования зависит от спроса на кредиты частных банков, которые в свою очередь определяются товарным спросом, зависящим от общей конъюнктуры и состояния доходов домохозяйств. Количество наличных средств также привязано к процентным ставкам по вкладам и динамике инфляционных темпов, соотношение наличных и безналичных активов сводится к закону альтернативных издержек со стороны денежных сбережений частных лиц. Наконец, соотношение наличных средств и депозитов, по мнению Фридмена, зависит и от менталитета населения, его отношения к процессу перераспределения доходов<sup>95</sup>.

Поскольку центральный банк может влиять на показатели, описываемые функцией денежного предложения путем любого эффективного инструментария, то для изменения денежной базы, помимо инструмента минимального резервирования, центральный банк может при-

---

<sup>93</sup> Эта взаимосвязь минимальных резервов с вкладами характерна лишь для тех экономических систем, в которых коммерческие банки, как и в случае с американской системой, располагают исключительно текущими ресурсами эмиссионного банка. Если кредитные институты обеспечены ликвидными активами, приносящими прибыль в виде фиксированных процентов (например, в случае наличия портфеля долговых ценных бумаг) и которые можно в любой момент заложить в центральном банке, то в этом случае банки не будут прибегать к расширению деятельности за счет центробанковских займов. Принимая данную точку зрения целесообразно дополнить понятие денежной базы тем, что она включает любые виды ликвидных активов и, в связи с чем необходимо заменить соотношение резервы-вклады (то есть коэффициент резервирования) соотношением ликвидные средства-вклады (то есть коэффициент ликвидности). Подробнее о составляющих денежной массы с позиции монетаризма см.: *Ketterer K.-H. Probleme der Neo-Quantitätstheorie und der Geldmengepolitik. Berlin, 1975. S. 44–45.*

<sup>94</sup> Где  $B$  – денежная база,  $c$  – отношение наличных средств к депозитам,  $r$  – отношение минимальных резервов к депозитам, причем второй множитель представляет денежный мультипликатор.

<sup>95</sup> См.: *Friedman M. A program for Monetary Stability. New York, 1960. P. 31.*

бегнуть к таким источникам денежной базы, как операции с ценными бумагами (их выкуп или продажа частным банкам), изменению ставки дисконтирования<sup>96</sup>. Особенное внимание Фридмен уделяет операциям на открытом рынке, в результате которых достигается расширенное влияние на денежную базу<sup>97</sup>. Реализуя и скупая ценные бумаги у кредитных организаций, а также у частных лиц, центральный банк расширяет степень управления денежной базой. Проводя такие операции, центральный банк содействует снижению ставок на рынке капитала (рынке долговых ценных бумаг), что в свою очередь вызывает несколько реакций у участников рынка. Прежде всего из-за взаимосвязи монетарных рынков и снижения экономической выгоды от перераспределения в долгосрочные вклады наличные средства будут аккумулироваться на текущих счетах и краткосрочных вкладах. Весомее, однако, в этом случае для Фридмена представляется эффект от возрастающего потребления товаров и услуг<sup>98</sup>.

Центральный банк может также воздействовать непосредственно на денежный мультипликатор. Если банкам будет предоставляться дополнительная центробанковская денежная масса при этом интенсивнее, чем запланировано вырастут объемы кредитования, вкладов, то будет фиксироваться и реальный рост денежного агрегата.

Теоретически, если удастся привести в соответствие увеличение денежной массы с фактическим долгосрочным ростом реальных доходов при учете изменения скорости оборачиваемости денег, то потребительский спрос будет расти такими же темпами, как и предложение товаров и услуг. Темп прироста денежной массы должен соответствовать потенциальному росту реального ВВП также с учетом (за минусом или плюсом) долгосрочно ожидаемого изменения резервирования (сбережения) наличных средств<sup>99</sup>. При этом постоянство значения темпа прироста представляется важнее точной подгонки под ориентировочные показатели, поскольку важно, чтобы показатели оставались в пределах заранее предложенных границ и менее отклонялись от «идеальной линии». При таком стечении обстоятельств будет достигнут главный эффект, преследуемый теорией: цены на продукцию и услуги в течение конъюнктурного цик-

---

<sup>96</sup> Нужно заметить, что по существу речь идет о косвенном регулировании денежной массы.

<sup>97</sup> По мнению Фридмена, операции на открытом рынке обладают рядом преимуществ по сравнению с классическим инструментарием, важнейшими из которых являются возможность регулирования денежного рынка абстрагировано от кредитного, более прогнозируемое воздействие на мультипликатор (особенно в случае отсутствия прочих инструментов рефинансирования), нахождение инициативы по применению инструмента в руках регулятора, исключение дискреции (выборочных и произвольных вмешательств, характерных для редисконтирования, предполагающего различную величину дисконтирования и количественное ограничение банковского контингента) и эффектов публичного объявления. См.: *Фридмен М. Основы монетаризма*. С. 58.

<sup>98</sup> То есть Фридмен видит большую роль в изменении денежной массы, происходящем с участием денежных потоков, управляемых в обход банковского сектора.

<sup>99</sup> Данное понятие определяется как коэффициент к денежной массе. По сути это обратная величина скорости оборачиваемости денежных средств в отношении доходов. На примере США с учетом среднего роста реальных доходов в 3% (за период 1867–1958 гг.) и склонности к поддержанию запаса наличности в 1%, Фридмен предполагает сохранение тенденции и рекомендует ежегодный рост денежной массы на уровне 4%.

ла/циклов будут оставаться приблизительно одинаковыми. Описываемая монетаризмом денежная политика также будет сопровождаться еще двумя важными экономическими эффектами:

- 1) выравнивание вызываемых конъюнктурными изменениями колебаний цен, доходов, занятости;
- 2) достижение постоянного экономического роста.

Для улучшения контроля эмиссионного банка над денежной массой и исключения влияния на нее со стороны кредитных институтов и небанковских организаций<sup>100</sup> Фридмен предлагает заменить прежнюю политику эмиссионного банка, реагирующую на экономическую ситуацию в каждый отдельный момент времени, на долгосрочные мероприятия, привязанные к монетаристским правилам.

Одна из немаловажных причин успешного проведения денежной политики согласно Фридмену, заключается в том, что преследуемый темп роста денежной массы должен достигаться поступательно, переходя от недельных целевых установок к годовому результату. Для осуществления точного управления денежной массой Фридмен выдвигает предложения по изменению монетарного механизма: введение 100% ставки минимальных резервов<sup>101</sup> и плавающих валютных курсов<sup>102</sup> параллельно с преобладанием в денежно-кредитном инструментарии политики открытого рынка.

Полное резервирование банковских вкладов, по мнению Фридмена, должно исключить воздействие на денежную массу со стороны взаимосвязей наличные средства–вклады и резервы–вклады. Свою позицию он обосновывает тем, что если банки будут вынуждены создавать резервы в размере депозитов, то в этом случае отпадает необходимость управлять мультипликатором наличные средства-резервы, то есть денежная масса в меньшей степени оказывается затронута банковским сектором. Поэтому то, насколько управляемым окажется контроль над

---

<sup>100</sup> Уже сама функция предложения денег предусматривает, что воздействие на денежную массу должно быть ограничено центральным банком или полностью прогнозироваться им при влиянии второстепенных участников экономики.

<sup>101</sup> Здесь Фридмен повторяет предложение, высказанное ранее Саймонсом, Минтсом, Хартом и другими американскими экономистами, известное как «Чикагский план». Идея о 100% резервировании вкладов возникла в условиях мирового кризиса начала 1930-х гг. и должна была предупредить развал банковского сектора, связанный с оттоком вкладов. Подробнее о мотивах и целях Чикагского плана см.: *Pahlke J. Steuerbedarf und Geldpolitik in der wachsenden Wirtschaft, Beiträge zur Geldlehre / Schlichter R. Berlin, 1970. S. 25.* Сам Фридмен считал, что частные банки выступают фактором существенной дестабилизации экономического процесса, поскольку прирост денег в рамках банковского сектора трудно поддается как прогнозированию, так и управлению. Посредством введения 100% нормы минимальных резервов Фридмен намеревался связать возможности банков по приращению денежной массы на основе притока клиентских вкладов.

<sup>102</sup> Центральный банк, согласно пониманию Фридмена, в своей денежно-кредитной политике должен быть абстрагирован от притоков и оттоков иностранной валюты как элемента денежной базы. Так как выстраивание валютных курсов становится исключительно прерогативой рынка, то со стороны эмиссионного банка утрачивается необходимость интервенций на валютных биржах. См.: *Friedman M. A program for Monetary Stability. New York, 1960. P. 69.* В своем предложении о введении 100% нормы резервирования Фридмен повторяет более ранние идеи Саймонса, Минтса и Харта, а также других экономистов, объединенные в «Чикагском плане». О введении 100% нормы резервирования в труде М. Фридмена также см.: *Houghton M. A program for Monetary Stability by Milton Fridman in Readings in Financial Institutions, Boston, 1965. P. 189-209.*

денежной массой после введения 100% резервов, будет зависеть только от того, с какой точностью эмиссионному банку удастся варьировать денежную базу, то есть то количество денег, которое уже присутствует в обращении<sup>103</sup>.

Согласно пониманию Фридмена, центральному банку в отношении банковского сектора предстоит выполнять лишь одну задачу – контролировать, чтобы по линии рефинансирования поступало ровно столько денег, сколько рассчитано в целом для приращения денежной массы<sup>104</sup>. Эту задачу, по мнению монетариста, можно решить за счет покупки центральным банком государственных облигаций, что в конечном итоге будет способствовать росту доходов частных предприятий и домохозяйств<sup>105</sup>.

Отдельным параметром, характеризующим качество перехода возросших доходов хозяйственных субъектов в состав учитываемой центральным банком денежной массы, является скорость обращения этих доходов. На развитие скорости обращения денежной массы в монетаристской концепции важное влияние оказала функция денежного спроса:  $M_2 = f(Y/r^*r_b, r_e, r_m, P, 1dP/Pdt, w, u)$ <sup>106</sup>. На ее основе Фридмен высказывает следующие предположения: в случае, если предприятия или домохозяйства рассматривают состояние своих денежных средств как избыточное, это будет стимулировать рост расходов. В результате будут расти и производство

---

<sup>103</sup> Сразу нужно сказать, что идея о 100% резервировании вкладов получила одобрение далеко не у всех теоретиков монетаризма. Сложной и не совсем применимой на практике виделась технология перехода к полному резервированию вкладов. Трудности в реализации представлял прежде всего предложенный Фридменом механизм компенсации центральным банком минимальных резервов.

<sup>104</sup> В идеях Фридмена есть одно явно неучтенное следствие. Дело в том, что, в случае со 100% резервированием вкладов справедливо ожидать, что частные банки сократят кредитование реального сектора и прием вкладов. И, даже если принять во внимание суждение Фридмена о том, что банки будут вынуждены наращивать ликвидность за счет выпуска долговых обязательств (которые не будут подлежать обязательному резервированию), то центральному банку будет вменяться новая задача – осуществление финансового подпитывания небанковского сектора для достижения целевого роста денежной массы.

<sup>105</sup> На примере ФРС США это должно было выглядеть следующим образом: ФРС сначала выкупает у банковского сектора государственные ценные бумаги, тем самым учитывая средства кредитных институтов на счете в эмиссионном банке и резервы наличности, при том что по факту происходит пополнение ликвидности в размере 50% от совокупной суммы. После этих операций у коммерческих банков все еще остается возможность займов за счет выпуска ценных бумаг или прямого заимствования у государственного и частных секторов. Процесс финансирования банковского сектора может продолжаться поскольку центральный банк имеет право самостоятельно выкупать у реального сектора ценные бумаги правительства, предоставляя ему средства на финансирование банковских организаций.

<sup>106</sup> В данном случае  $M_2$  – это денежная масса на душу населения,  $Y/r$  – номинальный доход на душу населения, капитализированный с учетом общеэкономического темпа дисконтирования,  $r_e$  – ожидаемые номинальная процентная ставка по облигациям плюс прибыль за счет изменения стоимости бумаг,  $r_m$  – ожидаемое начисление процентов на средства на счетах,  $P$  – темп инфляции,  $1dP/Pdt$  – ожидаемый темп инфляции,  $w$  – отношение человеческого капитала к материальному,  $u$  – прочие факторы. Подробнее о функции денежного спроса см.: *Honeck G. Op. cit. S. 36–40*. Кроме непосредственной взаимосвязи с количественной теорией, монетаризм Фридмена и функция спроса на деньги в частности, строится на принципах максимизации полезности доходов домохозяйств с учетом бюджетного ограничения. Исходя из функции спроса также можно сделать вывод о непостоянстве скорости обращения денег, но постоянстве функции, представляющей зависимость скорости оборачиваемости от фундаментальных экономических переменных. См.: *Худокормов А.Г. Экономическая теория. С. 91–93*.

товаров и/или цены, что, в свою очередь, приведет к росту номинальных доходов и соответственно новому росту скорости обращения доходов<sup>107</sup>.

Поскольку центральный банк в монетаристской теории является главным регулятором денежного обращения, Фридмен задается вопросом: если в случае приращения денежной массы регулятор превысит рост спроса на деньги, как такой монетарный импульс будет воздействовать на экономику? Первое, что последует за этими действиями, это падение процентных ставок. Так как, по мнению Фридмена, хранение наличных средств в несущественной степени зависит от колебаний процентных ставок, то только небольшая часть чрезмерного денежного предложения сразу же поступит в распоряжение хозяйственных субъектов. Степень использования дешевых средств будет низкой, потому как на первом этапе монетарные вмешательства еще не нашли отражения на изменении факторов, определяющих спрос – реальном доходе и ценах. Предприятия и государственные структуры, в свою очередь, будут склонны увеличивать свои расходы, чтобы компенсировать повышающийся приток денег. Но постепенно будут расти и реальные доходы<sup>108</sup>, а вслед за ними и рыночные цены, что заставит прибегнуть потребителей к сосредоточению дополнительных денежных ресурсов. Так как экономические субъекты формируют свои денежные потребности в соответствии с долгосрочными ожиданиями касательно изменения цен и доходов, то реальные доходы и/или цены в краткосрочном временном диапазоне будут прирастать интенсивнее, чем денежная масса. И только когда экономические субъекты под впечатлением от текущего роста доходов и цен пересмотрят свои долгосрочные приоритеты в сторону необходимости дополнительного притока средств, в этот момент начнет действовать монетарного импульса<sup>109</sup>. Кроме того, поскольку спрос на деньги, согласно Фридмену, будет расти предсказуемо, то можно будет с достаточно низкой степенью погрешности оценить влияние каждой предпринятой меры по изменению денежной массы на доходы и инфляцию. При этом эффект центробанковских мер по воздействию на потребительский спрос будет характеризоваться перераспределением средств между финансовыми и реальными активами, продиктованным тем, что ввиду монетарного воздействия был сдвинут ценовой порядок. Здесь Фридмен и родственная ему современная количественная теория исходят из тезиса, что при прочих равных условиях хозяйственные субъекты начинают активнее обращаться к тому активу, стоимость которого относительно других активов является недооцененной. Таким

---

<sup>107</sup> Фридмен попытался объяснить свои гипотезы об изменении скорости оборачиваемости на примере экономики США. За период в 20 конъюнктурных циклов (1867–1958 гг.) им была проанализирована корреляция состояния наличных средств и реальных доходов, в результате чего был получен вывод о том, что реальный спрос прирастал интенсивнее реального дохода. Во время конъюнктурного спада денежные запасы сокращались быстрее, чем падал реальный доход, а во время конъюнктурного подъема они восполнялись медленнее, чем увеличивался реальный доход.

<sup>108</sup> В случае, если предложение товаров будет оставаться на прежнем уровне.

<sup>109</sup> См.: *Friedman M. Die Geldnachfrage: einige theoretische und empirische Ergebnisse / Die optimal Geldmenge und andere Essays. München, 1970. S. 195.*

образом, в действие вступит процесс приведения в равновесие стоимости всех возможных активов и пассивов предприятий, домохозяйств и банков<sup>110</sup>.

Фридмен пошагово описывает данный процесс в связке с использованием политики открытого рынка. Рост спроса на ценные бумаги на открытом рынке со стороны эмиссионного банка подстегивает стоимостной курс этих бумаг. Поскольку рост стоимости активов обещает своим держателям повышение прибыли, то кредитные институты и небанковские организации предпочитают данную прибыль зафиксировать. Выручка от продажи бумаг поступает банкам на их счета в центральном банке, а небанковским организациям и домохозяйствам – на счета в частных банках. Таким образом, банковская ликвидность прирастает не только за счет реализации собственных ценных бумаг, но и за счет притока средств на текущие счета клиентов. Поскольку вклады не приносят кредитным организациям прямой выгоды, то банки будут вынуждены прибегнуть к выдаче кредитов в форме тех же ценных бумаг<sup>111</sup>. Их возросшее кредитование станет доступнее, так же как и процентная ставка на рынке капитала, в результате чего для предприятий и домохозяйств появляется дополнительный экономический стимул в эмиссии ценных бумаг и обращению к кредитным ресурсам банков с целью приобретения реальных активов, так как их рентабельность, несмотря на снижающиеся процентные ставки по финансированию, остается пока еще неизменной. Если рассматривать обязательства как финансовые активы с отрицательным знаком, то данные процессы можно описать как следствие изменения относительных цен: стоимость финансового капитала выросла, а оценка реальных активов осталась на прежнем уровне. Поэтому целесообразно снизить денежную составляющую в активах и сделать ставку на реальное имущество. За сменой предпочтений следует возрастающий спрос на рынке потребительских товаров и недвижимости, который распространяется на все отрасли экономики следующим образом: продавцы реальных активов получают от потребителей деньги, занятые последними у частных банков и снова инвестируют большую часть средств в процесс производства материальных благ. Таким образом, в секторе производителей и домохозяйств создается замкнутый цикл покупки/продажи реальных активов, который будет

---

<sup>110</sup> См.: *Friedman M. Der Lag in der Wirksamkeit geldpolitischer Maßnahmen / Die optimal Geldmenge und andere Essays. München, 1970. S. 261.*

<sup>111</sup> Может показаться противоречивым, что кредитные институты сперва прибегают к отчуждению активов, чтобы затем их снова выкупить, только у другого собственника. На самом деле этот образ действий вполне оправдан, если допустить, что банки могут приобретать те активы, в которых центральный банк не проводит интервенций и цена (прибыль) которых еще не изменилась ни в сторону увеличения, ни в сторону снижения. Благодаря тому, что частные банки могут использовать эту возможность рынка, они в состоянии получать экономический результат от портфеля ценных бумаг. Одновременно с этим продажа ценных бумаг позволяет частным банкам избегать нивелирования уже полученной прибыли при покупке ценных бумаг в будущем по возросшим курсам. То есть операции на открытом рынке с точки зрения теории относительных цен, представляет безусловное преимущество для хозяйственных субъектов.

прерван только в случае изменения определяющих факторов (реального ВВП, инфляции) и осознания необходимости увеличения сбережений<sup>112</sup>.

Предприятия и домохозяйства стимулируются к повышению расходов не только со стороны более доступного финансирования. Небанковские организации, реализовавшие собственные ценные бумаги центральному банку, лишь временно хранят прибыль в виде остатков на счете. Пока основные факторы, определяющие их спрос (реальные доходы и ценовой рост), остаются без изменений, частные домохозяйства спешат распределить денежные средства в схожие ценные бумаги. А с ростом курсов и падением доходности на рынке капитала инвестиции домохозяйств разворачиваются в сторону относительно недооцененных потребительских товаров (предметы долгосрочного потребления, земельные участки и т.д.)<sup>113</sup>. В итоге происходит постепенный отток денежных средств в пользу производителей товаров и услуг. Процесс продолжается до момента полного абсорбирования средств, инициированных центральным банком. В конечном счете эффект от монетарных мер сводится к ценовому росту, затем к росту производства и усилению инвестиционного спроса со стороны предприятий, и если соглашения по оплате труда еще не были пересмотрены, распределение прибыли смещается в пользу собственников производства. По мере индексации оплаты труда, инвестиции в реальный актив перестают быть привлекательными и для производителей. В этот момент цепочка последствий монетарного регулирования, инициированная центральным банком, создает еще два импульса, поддерживающих спрос: домохозяйства вынуждены расставить приоритеты – либо в пользу приобретения товаров, либо отдавая предпочтение их потреблению. То есть, поскольку цены на реальные активы уже выросли, то и спрос сместится в сторону их и использования, а не покупки (примером может служить аренда недвижимого имущества). Второй импульс будет заключаться в том, что увеличившаяся стоимость реальных активов приведет к осознанию собственниками своего более высокого достатка и вследствие этого к дальнейшему росту потребительских расходов.

Рассмотренные процессы в начале данного параграфа обосновывались дополнительным предложением денежной массы со стороны центрального банка (покупка ценных бумаг в собственность частных лиц) и банковского сектора (в виде роста кредитования), и теперь сюда

---

<sup>112</sup> Здесь можно заметить противоречие, что Фридмен с одной стороны, считает денежный спрос низкоэластичным, а с другой – в ходе действия монетарных мер выделяет высокую чувствительность роста кредитования от процентных ставок. Обе точки зрения, однако, сочетаются друг с другом, так как в первом случае речь идет о денежных средствах в наличном обращении и на счетах, а во втором о кредитных деньгах, то есть займах, которые подлежат реинвестированию. Совершенно нормально, что спрос на кредитные ресурсы сильно привязан к их стоимости, объем же денежных сбережений поддерживается преимущественно для осуществления оборота и поэтому в малой степени реагирует на изменение доходности альтернативных форм собственности (то есть в малой степени поддаются правилу альтернативных издержек).

<sup>113</sup> Фридмен не упоминает, что доход от реализации ценных бумаг может служить основой будущих вкладов. Это, в свою очередь, приведет к снижению процентных ставок по вкладам, что вновь отразится на перетоке средств на рынок потребления.

добавляем также рост реального дохода и/или цен. Сбалансированное развитие экономики будет достигнуто, если фактическое потребление и производство реальных активов будет равным росту денежной массы, сбережений и инвестиций. Тот же эффект, но с некоторыми допущениями, подразумевается монетаризмом и при использовании центральным банком иных денежно-кредитных инструментов, например, политики минимальных резервов. Но в любом случае первой реакцией на монетарные послабления станет расширение финансирования со стороны банковского сектора.

Итак, существенные признаки описываемых Фридменом причинно-следственных связей между изменением денежной массы, доходов и цен находят отражение в следующих опорных постулатах:

- 1) повышенное (суженное) денежное предложение со стороны центрального банка или вызванное ростом кредитования частных банков ведет к снижению (повышению) процентных ставок на финансовые ресурсы;
- 2) падающие (растущие) процентные ставки стимулируют (подавляют) спрос на финансовые и реальные активы со стороны домохозяйств и предприятий;
- 3) аккумуляция денежных средств только в малой степени зависит от процентной прибыли альтернативных активов;
- 4) домохозяйства осведомлены о рыночной стоимости использования объектов собственности и рассматривают доход от использования имущества в качестве альтернативы его покупки;
- 5) потребительский спрос зависит и от стоимости финансовых ресурсов, и от стоимости самих продуктов потребления.

Однако перечисленными взаимосвязями теоретическая основа монетаризма не исчерпывается. Фридмен выделяет несколько достаточных условий, способных обеспечить эффективное функционирование механизма денежно-кредитной политики.

Первым условием выступает решение проблемы временной задержки в процессе принятия решений центральным банком. Фридмен предположил, что пока регулятор независим в своих решениях, их оперативному принятию препятствует «политическая цена», то есть личные последствия при ошибочности принятых изменений. Наряду с описанной задержкой существует потенциальное промедление иного вида, выражающееся в ситуации, когда вмешательства центрального банка сопровождаются длительным и нестабильным эффектом<sup>114</sup>. Поскольку

---

<sup>114</sup> Проанализировав денежную политику США в период с 1867 по 1960 гг., Фридмен в своем расчете показал средний временной лаг монетарного регулятора в случае рестрикций (опережение высших точек) в количестве 16 месяцев (от 6 до 29), а в случае экспансий (опережение низших точек) – 12 месяцев (от 4 до 22). из этого он сделал вывод о непредсказуемости реальных последствий стабилизационных мер и неустойчивости длины лагов. См.: Трофимов Г.Ю. Указ. соч. С. 30.

монетарным действиям свойственны и запаздывания и колебания, то центральный банк встает перед дилеммой. С одной стороны, он может создавать и опираться на долгосрочные прогнозы состояния конъюнктуры, которые не несут в себе никакой точной предсказуемости. С другой стороны, центральный банк не может оценить, в течение какого времени проявится эффект от принятых мер. Поэтому от антициклично направленной денежной политики на практике по факту может исходить процикличный эффект<sup>115</sup>. По мнению Фридмена, решение находится в отказе монетарного регулятора противостоять циклическим колебаниям спроса и цен. При этом из монетаристской теории неясно, характерны ли временные лаги и колебания эффекта для денежной политики, основанной на управлении денежной массой. Поскольку Фридмен противопоставляет свою концепцию антициклической политике, то скорее всего для «монетаристского» центрального банка эти недостатки несвойственны или незначительны<sup>116</sup>.

Следующим условием является достижение правильной количественной оценки отдельных мер. Несмотря на тесноту взаимосвязи между изменением денежной массы и движением цен и доходов в рамках конъюнктурных циклов или даже в долгосрочной перспективе, эффект от воздействия может каждый раз отличаться. По мнению Фридмена, теоретический аппарат не способен объяснить причин в каждом случае различной степени эффективности монетарной политики. Выход находится опять же в отказе центрального банка противодействовать немонетарным факторам, вызывающим колебания спроса, за исключением случаев, когда проявление таких факторов заранее невозможно предусмотреть. Опасность противодействия может быть более пагубной, чем возможная польза<sup>117</sup>.

Третьим условием является воздействие изменения денежной массы на ожидания экономических субъектов. Фридмен считает, что для подавления конъюнктурных всплесков и стимулирования экономического роста важно не только постоянство в области количественного приращения денег, но и связанная с этим приращением определенная уверенность предприятий и домохозяйств в экономической стабильности. В этом случае возможно достижение более равномерной склонности к инвестициям и потреблению.

Далее следует назвать необходимость того, чтобы политика центрального банка была нацелена на достижение внутриэкономической стабильности. Под этим понимается следование в долгосрочной перспективе в русле неизменного роста цен. Ссылаясь на опыт ФРС, Фридмен считает, что прежняя денежная политика достаточно часто преследовала долгосрочные задачи,

---

<sup>115</sup> Например, когда действия, направленные на подавление чрезмерного спроса дают эффект, когда экономика прошла фазу роста и спустилась к рецессии.

<sup>116</sup> См.: *Honeck G.* Op. cit. S. 66.

<sup>117</sup> См.: *Friedman M.* Die Rolle der Geldpolitik / Die optimal Geldmenge und andere Essays. München, 1970. S. 152.

пагубно отразившиеся на активности хозяйствующих субъектов и инфляции<sup>118</sup>. Выход из проблемной зоны представляется опять же путем обращения к монетаристским принципам, а также переходу к плавающим валютным курсам.

И последним условием для эффективной стабилизационной политики, согласно Фридмену, является сокращение государственных мер вмешательства в банковском секторе. Опираясь на позиции экономического либерализма, им высказывается мысль о недопустимости того, чтобы государство принимало на себя экономическую функцию, которая наилучшим образом решается путем взаимодействия спроса и предложения. К действиям государства Фридмен склонен причислять и меры центрального банка. Пример: выборочное приобретение ценных бумаг центральным банком или целевое управление потребительским кредитованием. Нежелательный эффект принуждения для рынка может создавать и ограничения процентных ставок по депозитам или запрет на начисление процентов на средства на текущих счетах банковских клиентов. Изменению обязательных отчислений по минимальным резервам Фридмен отводит роль дестабилизатора рентабельности банковского сектора. Денежно-кредитная концепция на основе монетаризма, по мнению Фридмена, не предоставляет оснований для государственного вмешательства. Так, 100% предлагаемое резервирование делает страхование вкладов излишним, а также избавляет от регулярного изменения ставок по минимальным резервам и тем самым исключает фактор правительственного вмешательства в рентабельность банковского сектора.

К практически значимым выводам, необходимым для последующего анализа стабилизационной политики Бундесбанка можно отнести следующие. Монетаризм в лице Фридмена и его последователей в качестве условия стабильного и сниженного роста инфляционных темпов выдвинул необходимость константного приращения денежной массы. Согласно теории, прирост количества денег должен происходить на основе сложного денежного агрегата, включающего себя не только наличные деньги в обращении, но банковские депозиты самой различной степени срочности. Оптимальное построение денежно-кредитного механизма, согласно Фридмену, заключается в полном абсорбировании пассивов частных кредитных учреждений и мультипликации денежной массы на основе рефинансирования, главным образом за счет операций на открытом рынке с любыми из хозяйствующих субъектов.

---

<sup>118</sup> Согласно наблюдениям Фридмена, ФРС сосредоточивала усилия на компенсации платежного баланса, избежании потерь резервов золота или стабилизации процентных ставок.

## Глава 2. Стабилизационная политика Бундесбанка в период перехода от кейнсиански-ориентированной к монетаристской концепции (1969–1973 гг.)

### 2.1. Внешне- и внутриэкономические предпосылки формирования новой концепции денежно-кредитной политики в ФРГ

Внутриэкономическая ситуация к 1969 г. развивалась в условиях экономического роста после первой послевоенной стагнации 1966–1967 гг., на усугубление которой в достаточной степени повлиял и Бундесбанк<sup>119</sup>. Истоки экономического кризиса восходят еще к дестабилизации доллара и ревальвации немецкой марки по решению правительства в 1961 г.<sup>120</sup>. Впоследствии дефицит внешнеторговых операций в 1965 г. определил направленную на стабилизацию уровня цен денежно-кредитную политику, которая подействовала на экономику проциклично, подавляя и без того сокращающийся потребительский спрос и инвестиции в реальном секторе<sup>121</sup>. В итоге среди всех макроэкономических показателей целевое значение было достигнуто только по инфляционным темпам, а выход из кризиса стал возможен исключительно на основе благоприятной мировой конъюнктуры, востребованности немецкого экспорта и все еще значительной недооцененности немецкой марки. Обстоятельства кризиса в свою очередь также выступили фактором пересмотра неолиберальной концепции экономической политики.

В целях предотвращения кризисных явлений «большой коалицией»<sup>122</sup> ставилась задача стабилизировать экономическое развитие на много лет вперед. Решение данной задачи было возложено на министра экономики Карла Шиллера, который пришел к выводу о необходимости дополнения государственной экономической политики, основанной на кейнсианской теории, «правильным планированием». Инициированный К. Шиллером закон «О содействии экономическому росту и стабильности» от 1967 г. смещал основной акцент в сторону фискальной политики, то есть предусматривал в своей основе использование налогового регулирования как основного инструмента управления спросом и частными инвестициями<sup>123</sup>. Для всех уровней государственных учреждений ставилась цель «общеэкономического равновесия»<sup>124</sup>. В соответ-

<sup>119</sup> См.: *Ambrosius G.* Das Wirtschaftssystem / Die Geschichte der Bundesrepublik Deutschland (Hrsg. von W. Benz). Frankfurt a. M., 1989. S. 63.

<sup>120</sup> См.: *Brockmann O.* Op. cit. S. 158.

<sup>121</sup> См.: *Sachverständigenrat für Wirtschaftsentwicklung.* Jahresgutachten 1967/1968. Stuttgart, 1967. S. 1–3.

<sup>122</sup> Коалиционное правительство ХДС/ХСС и СДПГ с большинством от представленных партий в парламенте действовало в период с 1966 по 1969 гг.

<sup>123</sup> Или сокращенно Стабилизационный закон (*Stabilitätsgesetz*). В данном законе отражались идеи глобального регулирования. Закон ориентировал деятельность государственного аппарата на 4 приоритета: стабильность цен, высокий уровень занятости, внешнеэкономический баланс, экономический рост.

<sup>124</sup> В целях поддержания конъюнктуры были разработаны следующие основные принципы: долгосрочное планирование бюджетных затрат и инвестиционных программ, антицикличность фискальных мер за счет создания государственного долга (в размере, согласованном с Федеральным советом), предоставление Бундесбанку права ограничивать объем кредитования кредитными институтами нефинансового сектора, активизация политики открытого рынка с обязательством фондов пенсионного и трудового страхования инвестировать в мобилизацион-

ствии со Стабилизационным законом и согласно предписаниям Совета по экономическому развитию, в рамках программы «согласованное действие»<sup>125</sup>, Бундесбанк должен был впредь проводить более гибкую стабилизационную политику с учетом общеэкономических задач. Следуя «модернизированной» кейнсианской концепции, Центральный банк принимал на себя существенную долю ответственности за экономический рост и занятость, а правительству, профсоюзам и объединениям предпринимателей передавал дополнительную ответственность за инфляционные темпы.

Предпосылки, сопутствовавшие смене денежно-кредитной концепции Бундесбанка, впервые обозначились в 1968 г., когда период усиления рестрикций и относительно низкого обменного курса немецкой марки к доллару совпал с началом снижения доверия к резервной валюте и активизацией притока иностранного капитала в немецкую экономику. Ситуация на денежном рынке Германии в этот период обозначается термином «импортирования инфляции», так как одним из основных факторов, подстегивающих темпы инфляционного роста, стал массовый приток иностранной валюты. Немецкий бундесбанк впервые за послевоенное время оказался в ситуации необходимости проведения вынужденных мер для стабилизации ценового роста. Не обладая инструментом валютных интервенций, поднятие планки минимальных резервов для нерезидентских вкладов до 100% и повышение валютных резервов с 33 до 40 млрд. немецких марок можно считать вынужденной мерой для выполнения обязательств по поддержанию фиксированных валютных курсов. На международном уровне был поднят вопрос о необходимости ревальвации немецкой марки<sup>126</sup>. В свою очередь перспектива возможного снижения конкурентных преимуществ немецких экспортеров привела к тому, что с начала 1969 г. правительство готовилось принять ряд мер для стимулирования внутреннего спроса. Обозначились разногласия между фискальным и денежным регуляторами. Прогнозируя максимально возможный уровень занятости, а поэтому и потенциально высокий спрос, превышающий реальные возможности производства, но, в то же время оценивая негативные последствия от притока иностранного капитала, Бундесбанк был вынужден пойти на противоестественный в условиях сложившейся ситуации шаг: принять программу проведения экспансий на денежном рынке<sup>127</sup>.

---

ные ценные бумаги. См.: Bruder W. Hofelich P. 1966–1973 Innenpolitische Reformen und active Ostpolitik. Freiburg, 1984. S. 11.

<sup>125</sup> «Согласованное действие» (*Konzertierte Aktion*) – процедура согласования экономической политики между ее инициаторами. Шиллер включал в это понятие проведение экономической политики в рамках «круглого стола» – то есть с учетом мнения и в присутствии эмиссионного банка, представителей объединений предпринимателей и профсоюзов.

<sup>126</sup> Ожидая негативное влияние от ревальвации на позиции немецкого экспорта, на встрече «клуба десяти» в Бонне требуемая участниками конференции и, в том числе, Советом по экономическому развитию, 4% ревальвация немецкой марки была отклонена правительством ФРГ. Вместо проведения ревальвации, временной мерой стало введение 19 ноября 1968 г. специального налога на экспорт в размере 4% и послабление для импорта в том же размере. См.: Alecke B. Op. cit. S. 89.

<sup>127</sup> Ситуацию усложняла девальвация французского франка в мае 1969 г., что означало новую волну спекулятивных валютных потоков.

Таким образом, было нарушено еще одно условие Стабилизационного закона, регламентирующее антицикличность экономического регулирования.

Прирост бюджетных расходов и смягчение условий рефинансирования банковского сектора способствовали тому, что по результатам 1969 г. инфляционный рост составил 2,3% (на 0,7% выше, чем в 1968 г.)<sup>128</sup>. И хотя правительство высказывалось в пользу приоритета стабильности цен, решительными действиями данная позиция не подкреплялась. Не было принято и принятия необходимого решения об очередном назревшем витке ревальвации немецкой марки. В то же время весомый вклад в удержание инфляционных темпов вносили все еще умеренные требования профсоюзов в отношении роста оплаты труда<sup>129</sup>.

Но дисбаланс, выразившийся в неравных темпах увеличения прибыли собственников предприятий и доходов сотрудников этих предприятий на несколько лет вперед предопределил опережающее соотношение роста оплаты труда к повышению производительности и валового продукта (см. Приложение 1.)<sup>130</sup>. Тем самым, между работодателями и сотрудниками было начато многолетнее противостояние интересов, хотя обе стороны тарифных соглашений понимали, что последствия от перекоса в пользу тех или других нивелируют номинальные преимущества сторон, а поэтому лучше было бы придерживаться среднесрочного компромисса в целях достижения общей экономической стабильности<sup>131</sup>. В рамках акции «согласованное действие» такая последовательность действий сторон хозяйственного процесса была вполне предсказуема и исходила из ожиданий роста цен ввиду отказа от ревальвации. В свою очередь Бундесбанк был в состоянии быстро отреагировать ростом процентных ставок, которые бы сами собой обусловили неизбежность ревальвации.

В результате проведенные рестрикции способствовали увеличению разницы между номинальными ставками на рынке капитала в Германии и США, что стало причиной очередного притока спекулятивных инвестиций. Решение о ревальвации было принято лишь в октябре 1969 г. уже при Федеральном канцлере Вилли Брандте<sup>132</sup>. Шиллер на сей раз оценивал степень ревальвации как излишне высокую, предупреждая о негативном давлении на конъюнктуру, в связи с чем он обратился к Бундесбанку с просьбой о смягчении им денежно-кредитной политики. Пересмотр валютных курсов действительно позволил Бундесбанку перейти на экспансив-

---

<sup>128</sup> Brand C. Money Stock Control and Inflation Targeting in Germany. New York, 2001. P. 13.

<sup>129</sup> В 1968–1969 гг. правительство все еще оказывало большое влияние на профсоюзы, предоставляя в ежегодных отчетах ориентировочные рекомендации роста оплаты труда.

<sup>130</sup> В пятилетнем прогнозе Объединение профсоюзов Германии заложило рост 10% в год. См: *Fülberth G. Geschichte der Bundesrepublik Deutschland in Quellen und Dokumenten. Köln, 1982. S. 310.*

<sup>131</sup> Немецкий историк экономики К. Борхардт отмечает, что небывалый рост оплаты труда конца 1960-х гг. сопровождался таким же беспрецедентным расширением социального страхования, что ограничило гибкость экономики и привело к значительному увеличению трудовой составляющей в себестоимости товаров и услуг. См.: *Borchardt K. Die wirtschaftliche Entwicklung der Bundesrepublik nach dem Wirtschaftswunder / Der Weg der Bundesrepublik (Hg. von F. Schneider). München, 1985. S. 214.*

<sup>132</sup> Немецкая марка была ревальвирована на 9,3% до соотношения 3,66 марки за один доллар.

ный курс, предпринять интервенции на 11 млрд. немецких марок и снизить сумму минимальных резервов на 3,7 млрд. немецких марок с целью поддержания ликвидности банковского сектора.

Нестабильность и несогласованность действий в рамках Стабилизационного закона в течение двух лет привели к неоправданным потерям. В течение 1969 г. Бундесбанк реализовал половину резервов валюты (27 из 50 млрд. немецких марок), а также впервые девятую часть запасов золота. Со стороны Центрального банка фактически проявилась невозможность долгосрочного контролирования ценового роста. Критическим моментом стало очередное нежелание правительства пересмотреть налоговую программу в свете предстоящих выборов в Бундестаг. Ответной реакцией Бундесбанка стали меры, нацеленные на повышение процентных ставок по инструментам рефинансирования над уровнем Еврорынка<sup>133</sup>. Решение об ужесточении денежно-кредитной политики О. Эммингер<sup>134</sup> сопровождал отзывом в отношении «согласованного действия» следующим образом: «У нас стало одной иллюзией меньше, а именно в том, что мы в Германии можем рациональным образом проводить стабилизацию конъюнктуры и цен с помощью Стабилизационного закона»<sup>135</sup>. С позицией Бундесбанка был солидарен Совет по экономическому развитию, но не Федеральный канцлер. В своих предвыборных выступлениях В. Брандт говорил о том, что не намерен использовать рабочие места как средство стабилизационной политики, и что даже при инфляции более 4% он не стал бы исключать возможность мер, стимулирующих потребительский спрос<sup>136</sup>. Таким образом, для политического эстеблишмента стабильность цен и полная занятость отныне больше не являлись равнозначными целями. При этом опросы общественного мнения показывали прямо противоположное, а поэтому неясно, чего в действительности хотел добиться В. Брандт и его фракция в парламенте, высказывая приведенную выше позицию.

Тем не менее, негативные тенденции еще не проявились в полной мере, и в 1970-е гг. немецкая экономика вступала с положительной динамикой – ежегодный рост ВВП составлял около 8%. Усиленный рост экспорта, практически полная занятость при загрузке мощностей, близкой к максимальной, позволяли влиятельным периодическим изданиям писать о возможно-

---

<sup>133</sup> К февралю 1970 г. ставка дисконтирования была повышена до 7,5%, ломбардная ставка до 9,5%. Степень рестрикций можно было сравнить с кризисным 1966 г. Внутриэкономические меры Бундесбанка были вполне обоснованы и совершенно определенно, рестрикции носили бы более мягкую форму, если бы был найден компромисс с фискальной политикой.

<sup>134</sup> Отмар Эммингер – президент Немецкого бундесбанка в период с 1969 по 1979 гг. Благодаря своей известности, приобретенной на посту президента и вице-президента ЕЭС, а также репутации борца за автономию центрального банка и последовательные решения в пользу укрепления национальной валюты, он был неформально назван как «мистер немецкая марка» („*Mister Deutschmark*”).

<sup>135</sup> См.: Rohwäder J. Op. cit. S. 55.

<sup>136</sup> Согласно мнению В.П. Гутника, после второй победы на выборах в 1972 г. В. Брандт решил отступить от экономического развития по пути «немецкого (бисмаркианского) социального государства» в пользу «государства всеобщего благосостояния по шведскому образцу». См.: Гутник В.П. Финансовая политика. С. 12.

сти нового «прыжка вперед», о повторении «экономического чуда»<sup>137</sup>. Социальная политика с одной стороны, предоставила гражданам возможность не работать и при этом себя обеспечивать, с другой стороны – принуждала работающее население к все большим налоговым отчислениям. Увеличение налогового бремени и бюджетных расходов достигло предела, за которым более широкое участие государства в экономической жизни представлялось политически нереализуемым. После победы коалиции на выборах Совет по экономическому развитию акцентировал внимание на необходимости качественных изменений в основах, определяющих экономический рост. Правительство, по мнению Совета, должно было, во-первых, рассчитывать на среднесрочный рост производственного потенциала и, во-вторых, не за счет финансовых и кредитных решений, а за счет создания регулирующего механизма<sup>138</sup>. Впрочем, этот посыл к приобретающей в то время популярность концепции М. Фридмана, должным образом не был воспринят ни правительством, ни самим Бундесбанком. Позицию Бундесбанка отражала неготовность к трансформации денежно-кредитной концепции, что наилучшим образом иллюстрируется мнением члена Совета Центрального банка Гласке: «Тезис о том, что денежная масса способна играть в коротких конъюнктурных циклах независимую роль, и что она важнейший фактор развития конъюнктуры, является не более чем догадкой, учитывая всю сложность взаимосвязи между денежной массой, ценой, занятостью и доходом». В том же духе кейнсианского подхода был дан ответ монетаризму и в ежегодном отчете Бундесбанка: «Именно в краткосрочном воздействии монетарной политики на стабильность денег как внутри страны, так и за ее пределами и заключается особое преимущество денежно-кредитной политики по сравнению с остальными инструментами регулирования конъюнктуры»<sup>139</sup>. Не видел Бундесбанк в монетаризме и средства борьбы с иррациональными решениями правительства, которые, по сути, представляли основную проблему. Исходя из приведенных фактов можно заключить, что Центральный банк в основном продолжал занимать сторону Стабилизационного закона.

Рекомендации Совета по экономическому развитию не были восприняты и в правительственных кругах: при планировании бюджета по-прежнему закладывался избыточный рост расходной части. Особенно сильно проблема избыточных государственных расходов затрагивала не федеральный уровень, а бюджеты земель и общин. Рост расходов региональных бюджетов в 1970 г. мог достигать до 14%. В то же время они оставались дефицитными, несмотря на увеличение налоговых поступлений и дотаций из федерального бюджета.

---

<sup>137</sup> В период с 1969 по 1972 гг. безработица составляла от 0,7% до 1,1%, при этом на каждого незанятого немца приходилось от 2 до 5 вакантных рабочих мест. Загрузка производственных мощностей в среднем составляла 98,3% (от 97,8% до 100% в 1970 г.), что соизмеримо с периодом высокой конъюнктуры 1965–1966 гг.

<sup>138</sup> См.: *Sachverständigenrat für Wirtschaftsentwicklung. Jahresgutachten 1969/1970*. Stuttgart, 1967. S. 263.

<sup>139</sup> См.: *Rohwäder J.* Op. cit. S. 32.

Пока в Германии продолжалась дискуссия относительно государственных расходов и взаимодействия монетарного и фискального регуляторов, новые очертания приобрели внешнеэкономические условия стабилизационной политики. Ввиду недостаточного эффекта от проведения рестриктивных мер и в целях поддержания максимального уровня занятости, в начале 1970 г. Федеральной резервной системой США был предпринят переход на экспансивный курс. В этих условиях очевидной становилась перспектива усугубления рецессии и дефицита платежного баланса в США, что значительно ухудшало общий фон для проведения стабилизационной политики в Германии. При инфляции в 4% и вполне обоснованной умеренно рестриктивной денежной политике, Бундесбанк был вынужден вновь перейти к послаблениям монетарного курса.

Складывалось впечатление, что Центральный банк не обладает рычагами эффективного осуществления собственных задач. В ответ на данное обстоятельство руководством регулятора была сделана попытка активизировать политическое воздействие. Так, на 1971 г. председателю Бундесбанка Клазену вместе с Шиллером удалось достичь договоренности с председателем профсоюзных организаций о 7–8% росте оплаты труда, а к середине 1970 г. на призывы санации государственного бюджета откликнулось и правительство, принявшее решение о равномерном и всеобщем росте налоговой нагрузки на доходы и прибыль<sup>140</sup>. Таким образом, за счет активной политической работы к 1971 г. Бундесбанк мог составить серьезный противовес правительству в вопросах контроля бюджетных затрат и оплаты труда. Политическая активность Бундесбанка позволила ему на время несколько облегчить условия рефинансирования, но поводов надеяться на кардинальный разворот бюджетной политики по-прежнему не было.

В первой половине 1971 г. многие исследовательские институты выпустили аналитические обзоры о необходимости перехода к плавающим курсам и вскоре правительство приняло официальное решение об отмене фиксированного курса к доллару США<sup>141</sup>. Это решение противоречило мнению Центрального банка, настаивавшего на сохранении основ принятой мировой валютной концепции и теперь возлагавшего большие надежды на валютные соглашения внутри Европейского Экономического Сообщества (далее ЕЭС), как фактор стабилизации денежного обращения. К числу причин несогласия Бундесбанка с введением плавающих валютных курсов можно отнести следующие:

1. Поддержка позиции МВФ касательно распространения фиксированных курсов среди стран-членов организации;

---

<sup>140</sup> См.: *Scharpf F.W. Sozialdemokratische Krisenpolitik in Europa*. Frankfurt a. M., 1987. S. 158.

<sup>141</sup> Первое свободное плавание просуществовало недолго – до установки новых долларовых паритетов параллельно с девальвацией валюты США в рамках Вашингтонского валютного соглашения (*Washingtoner Währungsabkommen*).

2. Скептицизм по поводу того, что в условиях плавающих курсов внутренняя политика стран (руководствующаяся собственными целями и вопросами репутации) не приведет к постоянному отклонению курсов от паритета покупательной способности;

3. Потенциально негативное влияние на внешнюю торговлю. В ежегодном отчете Бундесбанк поясняет, что на примере США о каком-либо значительном влиянии экспортных отраслей на общее промышленное производство говорить не приходится, так как экспорт составляет не более 6% в составе ВВП. В случае с Германией, экспортирующие отрасли составляют основу экономического роста<sup>142</sup>.

С другой стороны, введение системы регулирования валютных курсов на основе паритета покупательной способности решало важную проблему необходимости валютных интервенций. Но как покажет последующий анализ, сам факт наличия свободного курсообразования не является гарантом сдерживания частоты и объема интервенций на валютном рынке.

На последующее развитие валютного рынка ощутимое влияние оказала ситуация в США, где впервые за 80 лет три месяца подряд фиксировался отрицательный торговый баланс<sup>143</sup>. Этот факт способствовал принятию Конгрессом США решения о девальвации доллара и отмене золотовалютного стандарта. 15 августа 1971 г. обязательства встречных валютных интервенций между странами были упразднены. Без сомнения, произошедшие события составляли далеко не самые лучшие условия для начавшегося процесса коррекции валютных курсов. Этот период экономисты называют «загрязненным плаванием» валютных курсов, так как объективная переоценка немецкой марки на основе платежного баланса страны была затруднена как падением курсов, так и требованием на встрече «десяти» со стороны США о 15-ти процентной ревальвации немецкой марки. Ревальвация не могла быть поддержана Центральным банком ввиду и без того невыгодного положения немецкого экспорта, поэтому вместо ревальвации, Бундесбанк принял решение о проведении внутренних экспансий денежной политики<sup>144</sup>. Немного позже, в декабре 1971 г. все же последовала ревальвация немецкой марки к доллару США на почти 14% (до курса 3,22 марки за доллар). Степень готовности ФРГ к компромиссу не знала границ. США в свою очередь ответили на сговорчивость Германии снятием протекционистских барьеров в отношении импорта.

В марте 1972 г. страны ЕЭС пришли к договоренности о координации валютной политики. Для валют стран-участников интеграционной группировки был установлен предел колеба-

<sup>142</sup> См.: *Deutsche Bundesbank. Geschäftsbericht. Frankfurt a. M., 1971. S. 33.*

<sup>143</sup> Ревальвация иностранных валют требовалась США для компенсации позиций экспортных отраслей, продукция которых претерпевала постоянный ценовой рост ввиду неблагоприятной затратной составляющей. Рост цен был обусловлен ростом оплаты труда, на который ощутимо сказывалась безработица, возникшая по окончании войны во Вьетнаме и обострению расового конфликта в 1968 г. Помимо торгового баланса, отрицательное сальдо было характерно для движения капиталопотоков и счета ТО.

<sup>144</sup> Впрочем, и в рамках европейских стран соглашения достигнуты не были – Франция продолжала использовать для международных операций «официальный курс франка», отличный от курса на внутреннем рынке.

ния кросс-курсов в размере 2,25%, в итоге допустимое изменение курсов в рамках так называемой «валютной змеи в туннеле» превысило аналогичное к доллару в 2 раза. Предполагая возможность очередного витка ревальвации, в немецкую марку снова потянулись валютные инвесторы. Бундесбанк успешно предупредил масштабный приток валюты протекционистскими мерами: ростом минимальных резервов на 50%. Результатом предпринятых мер стало изъятие ликвидных средств из банковского сектора на 11 млрд. немецких марок<sup>145</sup>. В конце 1972 г. Бундесбанку пришлось дополнительно ужесточить рестриктивную направленность денежно-кредитной политики ввиду согласованных с МВФ мероприятий по санации доллара, что вносило вклад в пользу стабилизации цен и соответствовало планам Центрального банка<sup>146</sup>. Однако, истинное доверие к доллару раскрылось, когда центральные банки Великобритании и Италии ввиду наличия стагфляции, а также Швейцарии ввиду необходимости ревальвации, на время упразднили интервенции на валютном рынке. Этот вроде бы несущественный повод привел к значительным спекуляциям против доллара<sup>147</sup>.

В конце 1972 г. обозначились обстоятельства, определившие окончание эпохи глобального регулирования в ФРГ. Главной причиной несоблюдения основ Стабилизационного закона стало желание фискальной политики проводить независимый курс<sup>148</sup>. Годовой бюджет на 1973 г. был запланирован с очередным приростом расходов на 11%<sup>149</sup>. Правительство приняло новую стратегию, согласно которой рост бюджетных затрат должен был варьироваться в пределах ожидаемой динамики изменения ВВП (около 10,5%), а сокращение дефицита должно было осуществляться за счет увеличения налогового бремени<sup>150</sup>. Задачу стабилизации роста цен предполагалось полностью передать денежной политике.

В целом, период с 1969 по 1973 гг. можно охарактеризовать как годы проблемного управления ценовым ростом, складывавшихся из нескольких факторов. Во-первых, из-за избыточного импорта капитала, темпы которого служили для Бундесбанка ориентиром при проведении политики рефинансирования (см. *таблицу 1*). Приток капитала с 1970 по 1973 гг. превзошел счет текущих операций (далее счет ТО<sup>151</sup>), то есть реальные сделки, на 11 млрд. немецких

---

<sup>145</sup> См.: Rohwäder J. Op. cit. Tabelle 12a.

<sup>146</sup> См.: *Deutsche Bundesbank*. Monatsbericht Dezember 1972. Frankfurt a. M., 1972. S. 8.

<sup>147</sup> См.: Rohwäder J. Op. cit. S. 45.

<sup>148</sup> Отстранение от политики глобального регулирования привело к ликвидации «дорогостоящих» реформ, но не к изменению арсенала фискальной политики. См.: Rupp H.K. Politische Geschichte der Bundesrepublik. Stuttgart, 1982. S. 183.

<sup>149</sup> См.: Bökenkamp G. Op. cit. S. 23.

<sup>150</sup> Изменение подходов к планированию бюджетных расходов носило форму рекомендаций Совета министров Европейского Сообщества, впервые предложившего приоритет борьбы с инфляцией за счет поэтапного наращивания денежного обеспечения поэтапно общеэкономических целей и с ориентацией на запланированный ценовой рост и рост ВВП.

<sup>151</sup> По дебету счета ТО отражаются: экспорт товаров и услуг, полученные резидентами безвозмездные переводы, импорт капитала, сокращение ЗВР. Кредит счета составляют соответственно: импорт товаров и услуг, осуществленные резидентами безвозмездные переводы, экспорт капитала, прирост ЗВР.

марок. И если первая волна притока иностранного капитала была связана с поэтапной ревалюацией марки, то вторую стадию массового притока капитала можно отнести на Смитонианское соглашение 1971 г.<sup>152</sup> Попытки нейтрализовать приток иностранной валюты посредством рестрикций, повышения минимальных резервов, СВОП сделок приводили лишь к тому, что иностранный капитал переключался с банковского сектора на реальный. В ноябрьском отчете в 1972 г. Бундесбанк пишет: «Как стало известно, предприятиям удалось в достаточно большом масштабе смягчить удорожание кредитов на внутреннем рынке путем использования зарубежных источников финансирования, прежде всего, за счет кредитов и создания кредиторской задолженности по поставкам»<sup>153</sup>. За счет этого, по мнению Бундесбанка, и покрывался дефицит предприятий в заемных средствах. В то же время на ликвидности банковского сектора положительно сказывалась общеевропейская ситуация валютного кризиса и условия приобретения кредитным средств по сниженным ставкам на евторынках. Во-вторых, ситуация с притоком капитала осложнялась решением государства поддерживать одновременно максимальный уровень занятости и высокий регулярный рост оплаты труда, что привело к перераспределению прибыли с предпринимателей в пользу сотрудников по найму. Результатом стало повышенное потребление, стимулирующее рост инфляции. За 5 лет люди стали чаще пользоваться кредитами – от 0,5% в 1967 г. до 2,3% всего потребления происходило за счет банковских займов. Спрос на недвижимость возрос примерно в два раза<sup>154</sup>, из-за чего среднегодовые темпы увеличения стоимости жилья составляли около 15–20%, создавая основу для повышения оплаты труда в будущем<sup>155</sup>. Также в недвижимость направлялось до 20% сбережений частных домохозяйств. Проблема поднималась Бундесбанком не раз, так как существенное повышение спроса на недвижимость было связано с государственными субвенциями в строительстве, повышающие объем выдачи и без того доступных кредитов.

В-третьих, фактором ускоренного ценового роста стала экспансивная фискальная политика. Рост инфляционных темпов определялся не только импортом капитала, но и внутриэкономическим фактором компенсации повышенных трудовых затрат ростом стоимости конечной продукции.

---

<sup>152</sup> Смитонианское соглашение (*Smithsonian Agreement*) предполагало корректировку фиксированных курсов, хотя сама привязка к доллару еще оставалась актуальной до 1973 г. Основное отличие заключалось в отказе конвертируемости доллара в золото, что фактически сделало валюту США необеспеченной.

<sup>153</sup> Это стало причиной разработки и принятия Министерством финансов 23 декабря 1971 г. закона «О депонировании», предусматривавшего размещение до 50% кредитных сумм беспроцентно на счете в Бундесбанке (*Bardepotgesetz*). Закон утратил силу 12 сентября 1974 г. В условиях, когда правительство было намерено ввести 50% ставку резервирования в отношении предприятий, краткосрочные кредиты были сразу же переведены в долгосрочные обязательства. См.: *Deutsche Bundesbank. Monatsbericht September 1972. Frankfurt a. M., 1972. S. 40.*

<sup>154</sup> Исходя из двукратного увеличения количества выданных разрешений на строительство жилья в 1969–1972 гг.

<sup>155</sup> См.: *Deutsche Bundesbank. Monatsbericht April 1972. Frankfurt a. M., 1972. S. 16.*

**Таблица 1. Значение притока иностранной валюты в 1969 – 1973 гг.**

	1969 г.		1970 г.		1971 г.		1972 г.		1973 г.	
	I пол.		II пол.		I пол.		II пол.		I пол.	
<b>Сальдо счета ТО</b>	7,8	0,7	2,3	1,4	0,2	0,1	2,5	3,9		
<b>Сальдо потоков капитала</b>	-18,3	5	15,1	9,9	4,6	12,9	0,3	18,1		
<b>Суммарный приток капитала</b>	-10,5	5,7	17,4	11,3	4,8	13	2,8	22		
<b>Кредитование нефинансового сектора</b>	71,4	32,9	58,1	44,6	66,1	56,7	69,3	56,7		
<b>Дефицит финансирования предприятий без учета сферы строительства жилья</b>	27,3	16,4	18,5	16,6	19,7	14,6	16,7	11,9		

Источник: Rohwäder J. Op. cit. S. 46.

Бундесбанк, действуя на основе кейнсианских подходов, все же придавал большое значение внешнеэкономической составляющей и полагал, что процентная ставка на рынке капитала оказывает решающее воздействие на инвестиционный спрос. Ставки на рынке капитала в рассматриваемый период всегда находились над уровнем обесценения денег и ставок на денежном рынке. Определяющим границей рентабельности вложений были ставки по долговым обязательствам государства. Не имея возможности контролировать покрытие дефицита бюджета за счет облигационного займа, Центральному банку объективно не хватало рычагов воздействия на фондовый рынок. Банки получали таким образом возможность рефинансироваться в обход ограничительных мер и в первую очередь минуя отчисления минимальных резервов, поэтому все слабее становилась взаимосвязь между центробанковским кредитованием и резервами ликвидности банковского сектора. Пополнение ликвидности за счет банковских вкладов с 1969 по 1972 гг. также сократилось в два раза.

При этом постепенно стала меняться и существовавшая точка зрения о том, что фиксированные курсы обеспечивают полное абстрагирование от монетарных и инфляционных помех мировой экономики, ведь следствие происходящих в валютной сфере процессов явилась неопределенность номинальных цен и реакции на валютном рынке, определяемые ожиданиями. Этот опыт заставил Бундесбанк впервые усомниться в действенности собственной концепции денежного регулирования.

Указанные выше внешне- и внутриэкономические обстоятельства способствовали тому, что в 1973 г. Бундесбанк стал одним из первых центральных банков, перешедших на прямое управление денежной массой, европейские страны все больше склонялись к необходимости собственной валютной интеграции, а весь мир вскоре ждала трансформация валютной концепции.

Главной предпосылкой развития новой концепции денежно-кредитной политики Бундесбанка стал мировой валютный кризис, отражавший экономические проблемы США, страны-эмитента резервной валюты. Кризис резервной валюты привел к переоценке стоимости немецкой марки и национальных валют других развитых стран, а также к изменению устоявшейся системы потоков капитала в виде феномена «импортирования инфляции». Дестабилизация денежного рынка, в свою очередь, стала фактором отягощения внутриэкономических причин инфляционного роста в Германии: увеличение бюджетных расходов и государственного долга, создание усилиями профсоюзов прецедента регулярного и неоправданного роста оплаты труда.

Реакцией на кризисные явления в Германии стало внедрение системы «глобального управления», призванной консолидировать усилия правительства, Центрального банка и профсоюзных организаций в целях достижения умеренных инфляционных темпов, высокого уровня занятости населения, повышения платежеспособного спроса, а значит и экономического роста. Новая экономическая политика фактически предусматривала переход к концепции, основанной на идеях кейнсианской теории и находившей отражение в планировании и поддержании экономического роста путем антициклического фискального регулирования.

Тем не менее, практика «согласованного действия» показала свою уязвимость перед независимыми от внутренней политики внешними факторами, обусловленными кризисом мировой валютной системы и нестабильностью на энергетическом рынке. Слабыми сторонами принятого экономического курса стали невыполнение принципа равнозначности приоритетов в рамках «магического четырехугольника», а также несоблюдение стратегии антициклического воздействия.

В новых условиях признания несовершенства системы «глобального регулирования» была поставлена задача снижения государственного вмешательства в экономику. В число преобразований, по мнению Совета по экономическому развитию, необходимо было включить введение плавающих валютных курсов и повышение степени независимости Центрального банка от всех субъектов и институтов, политически заинтересованных в изменении уровня цен.

Для денежно-кредитной политики Бундесбанка в 1971–1973 гг. характерно сочетание исключительно классического инструментария с мерами протекционистского характера, направленными на ограничение притока иностранного капитала в экономику Германии. Довольно интересным фактом представляется нежелание Бундесбанка поддерживать инициативу Совета по экономическому развитию касательно реформирования концепции стабилизационного регулирования. Действия Бундесбанка были направлены на поддержание существовавшего валютного порядка. Объяснение заключается в том, что Центральный банк Германии крайне негативно оценивал возможные последствия ревальвации немецкой марки в результате упразднения

системы фиксированных валютных курсов как для стабильности ценового роста, так и для конкурентоспособности немецких экспортеров.

Осознание Бундесбанком необходимости реформирования денежно-кредитной концепции произошло по причине отказа правительства от исполнения своих обязательств в рамках Стабилизационного закона, передачи Бундесбанку полномочий по проведению валютных интервенций. Однако, главным фактором изменения концепции стабилизационного регулирования стало видоизменение процесса финансирования реального сектора посредством переориентации займов с банковских организаций и классического кредитования на евторынки (главным образом европейские фондовые площадки), а также обращение самих кредитных организаций не к источникам рефинансирования Центрального банка Германии, а к займам на международном межбанковском рынке. Эти обстоятельства определили неэффективность и неактуальность сложившегося механизма денежно-кредитного регулирования Бундесбанка.

## **2.2. Цели, особенности и инструментарий новой концепции денежно-кредитной политики Бундесбанка**

Рекомендации, разработанные Советом по экономическому развитию в 1970-1973 гг., отводили главную роль в поддержании экономического роста созданию рамочных условий общеэкономических процессов. Основу экономической политики должны были составить инструменты долгосрочного стимулирования производственного потенциала. В сфере денежно-кредитной политики, наиболее близкой к этим задачам теорией выступил, набиравший в то время популярность, монетаризм. Монетаризм, будучи инструментом в руках эмиссионного банка, мог создать качественно новые условия трендоориентированности экономики. Из трендоориентированности вытекает центральное для монетаристской концепции Бундесбанка понятие «политики усиления постоянства» или «политики стабилизации» (*Verstetigungspolitik*). Данное понятие базируется на основном допущении экономической теории предложения, согласно которому предложение рождает спрос. Иначе говоря, условием достижения стабильного роста экономики является долгосрочное поддержание благоприятных условий для инвестиций и производства. Бундесбанк в своей практике первоначально поставил цель придерживаться среднего пути, то есть сочетания стратегии усиления постоянства с точечными воздействиями. В этом же направлении предполагалось реформировать и инструментарий стабилизационной политики.

Уже в первые годы применения новой монетарной политики Центральному банку Германии предстояло пройти через идеологические трудности: во-первых, допущение безработицы являлось не самым гуманным средством борьбы против раскручивания спирали «рост оплаты труда/инфляционный рост», но, в это же время было абсолютно ясно, что ставшая нормой

тенденция опережающего роста тарифных соглашений препятствует достижению задач денежного регулирования<sup>156</sup>. Поэтому Бундесбанк был поставлен перед задачей выбора единственного и долгосрочного приоритета.

Новую концепцию денежно-кредитного регулирования лучше всего характеризуется высказыванием профессора Университета Дуйсбурга, Дитера Касселя, о том, что теоретическое обоснование и построение эмпирической взаимосвязи денежной концепции Центрального банка Германии было задано в рамках количественной парадигмы, относимой к трудам Ирвинга Фишера<sup>157</sup> и перестроенной впоследствии Милтоном Фридменом<sup>158</sup>. Здесь нужно заметить, что монетаристские идеи были взяты за основу концепции, то есть многие элементы монетаризма не нашли отражения в практике Бундесбанка. Вид будущей стабилизационной политики Центрального банка был заложен в 1970 г. в экспертном мнении Совета по экономическому развитию под названием «кредитная политика, ориентированная на потенциал» (*Potentialorientierte Kreditpolitik*)<sup>159</sup>. Непосредственно используемая эмиссионным банком концепция подтверждала, что в долгосрочном периоде существует взаимодействие динамики денежной массы и уровня цен со следующими замечаниями<sup>160</sup>:

- инфляция и рост номинальных доходов зависят от роста денежной массы (монетарная теория инфляции);

- номинальный уровень процентных ставок на рынке капитала опять же зависит от изменения денежной массы (теория процентных ожиданий);

- обоснованная монетарной теорией разница в инфляционных темпах к зарубежным странам определяет степень изменения номинальных обменных курсов (то есть девальвацию и ревальвацию);

---

<sup>156</sup> См.: Spahn H.-P. Op. cit. S. 120.

<sup>157</sup> Подробнее о взаимосвязи монетарных показателей см.: Fischer I. Elementary principles of economics. New York, 1911.

<sup>158</sup> Для более глубокого ознакомления с монетарной теорией Фридмена на немецком языке см. в том числе: Honeck G. Friedman-Plan und potentialorientierte Kreditpolitik. Berlin, 1975.

<sup>159</sup> См.: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Jahresgutachten. Stuttgart, 1970. S. 32. Совет по экономическому развитию участвовал в разработке особенностей денежно-кредитной политики, на основе которых впоследствии строилась практика центрального банка, отличная от монетаристской концепции в «чистом виде». Сюда можно отнести: акцент на регулировании объема кредитования и спроса на займы, определение составляющих рассчитываемого денежного агрегата. Очевидный конфликт с монетаризмом представляло заключение совета о невозможности регулировать денежную массу напрямую и приоритете регулирования затрат и финансовой активности экономических субъектов опосредовано через активность банковского сектора. В отличие от монетаристской концепции, Совет по экономическому развитию исключал возможность долгосрочно константного прироста денежной массы и изменения скорости оборачиваемости денежной массы (таким образом, делая попытку исключить потенциальную процикличность, присущую действиям центрального банка по образцу Фридмена).

<sup>160</sup> См.: Kassel D. Geldmengen-, Konjunktur-, und Inflationszyklen in Deutschland / Geldpolitik: Zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland (Hg. von Siebke J.). Baden-Baden, 1995. S. 139.

- темп роста спроса на товары и услуги в среднесрочной перспективе должен соответствовать росту производства, что также является необходимым условием ценовой стабильности и максимально возможной занятости;

- при расчете мультипликатора денежного агрегата необходимо учитывать «неизбежный темп инфляции»<sup>161</sup>;

- управление ростом денежной массы должно происходить за счет регулирования ликвидности в банковском секторе.

Возникает вопрос: почему же Бундесбанк склонился к денежной массе в качестве индикатора промежуточной цели денежной политики, тогда как эту функцию могли выполнить и процентные ставки, и валютные курсы? Обоснование заключается в том, что процентные ставки в качестве целевого ориентира направлены на регулирование конъюнктуры и то в лучшем случае в краткосрочном временном диапазоне. В отличие от политики регулирования денежной массы, политика процентных ставок не способна поддерживать постоянный и одинаковый темп роста цен. И, пожалуй, самые важные замечания заключаются в том, что процентные ставки это скорее инструмент, но не базисный индикатор, он сложнее для общественного восприятия и подлежит подстраиванию под действующие условия экономики<sup>162</sup>. Что касается валютных курсов, то они способны более эффективно стабилизировать денежный рынок. Но главное условие осуществления политики валютных курсов – жесткая привязка к валютам другой страны, потерпела крах в силу ряда причин: невозможно проводить полностью автономную валютную политику в условиях использования национальной валюты в качестве резервной и при дестабилизации экономики той страны, к валюте которой привязана собственная валюта<sup>163</sup>. Исходя из данных аргументов единственный возможный способ контроля денежной массы закреплялся за денежными индикаторами, что оставалось актуальным еще в течение нескольких лет, до того момента когда Центральный банк ФРГ столкнулся с расширенным спектром факторов, препятствующих проведению мер стабилизационной политики, которые возникли в основном на волне развития финансовых рынков<sup>164</sup>.

Итак, если подвести перечисленные преимущества политики управления денежной массой к одной главной идее Бундесбанка, то она заключалась в том, чтобы реализовать в Германии модель стабильного экономического роста, основным условием которого является сниженное, как можно более замедленное обесценение национальной валюты. Для этого опять же с

---

<sup>161</sup> К неизбежному росту цен Совет по экономическому развитию причислял инфляционный эффект от неконтролируемых центральным банком профсоюзных соглашений о росте оплаты труда и последствия хозяйственной деятельности в неразвитых сегментах рынка, где может присутствовать олигополистическое ценообразование.

<sup>162</sup> Воздействие процентных ставок зависит, к примеру, от долгосрочных ожиданий в предпринимательском секторе, в то время как целевой уровень роста денежной массы сам по себе формирует долгосрочные ожидания.

<sup>163</sup> В качестве примера можно привести последствия привязки немецкой марки к доллару. Процесс ревальвации и импортирования инфляции в Германии был вызван эмиссией неподкрепленных денежных знаков в США.

<sup>164</sup> Более подробно см. раздел 3.4.

позиции количественной теории, было необходимо, чтобы количество денег в экономике прирастало обоснованно, то есть пропорционально производимым товарам и услугам.

Не обладая полным контролем над приращением денежной массы, Центральный банк предпринял попытку дисциплинирования наиболее важных участников этого процесса – государственного сектора<sup>165</sup> и профсоюзов. Эту задачу должен был обеспечить индикатор денежной массы, согласно которому происходило ежегодное объявление целевого роста, тем самым преследовалась задача, заранее определить границы инфляции и создать для всех участников экономического процесса прозрачные условия. Для потребителей эти условия означали бы ограничения предстоящего изменения оплаты труда и сигнал к росту потребления или сбережения, для реального сектора и зарубежного капитала – целесообразность инвестиций. Так как фискальной политике в деле управления валютной стабильностью отводилась второстепенная поддерживающая роль, то целевое значение денежного индикатора должно было стать ориентиром и для правительства – в части рекомендаций по размеру бюджетных расходов и недопущения отрицательного баланса бюджетов. Поэтому предполагалось, что исходной точкой для долгосрочных ожиданий участников рынка будут не фискальные и налоговые перспективы, а именно динамика изменения денежной массы.

Установление темпа роста денежной массы предполагалось осуществлять в виде промежуточной цели с учетом ожидаемого увеличения производства при полной загрузке производственных мощностей и также с учетом некоторого минимального уровня инфляционной динамики. Установив впервые в декабре 1974 г. целевое значение роста денежной массы и сообщив общественности о его величине (8%), считается, что Бундесбанк произвел переход к количественно-ориентированной политике на основе, но в частичном соответствии с монетаристской теорией. В первую очередь собственной интерпретации подверглось все тоже целевое значение денежной массы Бундесбанка.

Так, вместо рекомендуемых теорией целевых показателей по денежной массе, таких как M1, M2, M3, до 1988 г. Бундесбанк в качестве индикатора промежуточной цели использовал «центробанковскую денежную массу» (*Zentralbankgeldmenge*)<sup>166</sup>. Данную расчетную величину

---

<sup>165</sup> Так как фискальная политика обладает высокой чувствительностью к процентным ставкам и при недостаточной ликвидности может активизировать кредитование, то Бундесбанк не в состоянии управлять денежной массой независимо от действий государства.

<sup>166</sup> После 1987 г. центральный банк ФРГ перешел на расчет денежной массы на основе показателя M3, который включает наличные деньги и средства на расчетных счетах в банках (M1), другие срочные вклады (как правило вклады сроком более двух лет) до четырех лет (M2), сберегательные вклады физических лиц со сроком менее 3 месяцев. Нужно указать на то, что все эти определения денежной массы в конечном счете являются неполными в том смысле, что обеспеченность экономических субъектов ликвидными средствами не охватывается ими полностью. Так, агрегат M3 не способен в достаточной степени отразить реальные количественные данные, поскольку не включает краткосрочные вклады немецких предприятий и частных лиц на европейском рынке, степень ликвидности которых сравнима с внутринациональными вкладами. Они могут составлять до 10% базового индикатора M3. В связи с этим практика некоторых стран предусматривала расчет расширенного индикатора, величина которого

составили наличные средства в обороте и минимальные резервы (исходя из банковских вкладов, по которым обязательно создание резервов в Центральном банке, то есть резервы по пассивной части банковского бухгалтерского баланса)<sup>167</sup>. В международном сравнении эта особенность, несомненно, применима только в отношении немецкого опыта. В противоположность прежней ориентации на свободные резервы ликвидных средств банков, которые нацелены на потенциал финансирования или другими словами ориентированы на предложение, центробанковская денежная масса скорее является величиной, учитывающей потенциальный спрос.

С 1975 г. целевой рост денежной массы базировался на собственной оценке потенциала экономического роста Бундесбанком с постоянным учетом плановых показателей, закладываемых правительством. Бундесбанком учитывались следующие показатели:

- ожидаемое увеличение потенциала производства. Речь шла о такой денежной политике, которая максимально обеспечивает финансирование и кредитование для реализации потенциала;
- предпочтительное изменение уровня нагрузки производственных мощностей;
- неизбежный ценовой рост<sup>168</sup>;
- ожидаемое изменение скорости оборота денежных средств, то есть отношения ВВП и денежной массы<sup>169</sup>.

---

превышает на 1–2% значение стандартного МЗ. См.: *Brand C.* Op. cit. P. 17. Здесь нужно дополнить, что как раз таки практике расширенного денежного агрегата Фридмен приписывал одну из причин несоответствия фактически достигнутых результатов целевым величинам денежного роста в ряде стран. В то же время, по мнению Фридмена, переход от денежного агрегата М1 к более сложным был оправдан по причине структурных изменений, касающихся выплаты процентов по депозитам до востребования, что привело к изменению функции спроса на деньги и определило непредсказуемость монетарного показателя на многие годы. См.: *Сноудон Б., Вэйн Х.* Современная макроэкономика и ее эволюция с монетаристской точки зрения: интервью с профессором Милтоном Фридменом // *Journal of Economic Studies* (перевод Ю. Валевица). 1997. № 24. P. 191–221. URL: <http://www.old.research.by/pdf/2002n4r01.pdf> (дата обращения: 12.04.2014).

<sup>167</sup> С 1978 г. из наличных средств в обороте стали вычитаться кассовые остатки банков. Минимальные резервы в составе расчета показателя включали те, которые формируются из небанковских вкладов сроком до четырех лет. Отметить надо, что минимальные резервы формировались только в отношении средств резидентов. Считалось, что в расчет целесообразно относить средства, не связанные со спросом третьих стран на услуги или товары внутреннего рынка Германии. Также не принимались во внимание собственные резервы банков, так как они считались количественно незначительными. Конечно, к этим особенностям были предъявлены свои вопросы и претензии (в частности касательно участия вкладов нерезидентов в дальнейшем обороте инициативой самого банка). Бундесбанк подчеркивал именно теоретическую составляющую своей политики, призывая абстрагироваться от регулирующих мер, как мер изолированных (эндогенных). Центральный банк утверждал, что важно, что он создает импульс, основными и настоящими же участниками валютной политики являются кредитные и небанковские организации.

<sup>168</sup> Совет по общему экономическому развитию способствовал появлению понятия неизбежного темпа инфляции и определял его как: неизбежный рост цен, возникающий при стабилизации затрат в микроэкономике и не влияющий на занятость. Немецкий бундесбанк определял это понятие как рост цен, которого не удастся избежать при учете применения всех возможных мер стабилизационной политики. Неизбежный рост цен рассчитывался до 1984 г. и был всегда ниже фактического обесценения денег.

<sup>169</sup> Скорость обращения денег означает частоту, с которой имеющаяся денежная масса используется для оплаты товаров и услуг в течение определенного периода времени. Определяется формулой  $V_i = Y / M_i$  (номинальный ВВП)/ $M_i$  (денежный агрегат). Скорость обращения денежной массы оказывает принципиальное воздействие на рост цен. Так, увеличение  $V_i$  воздействует на рост цен подобно увеличению денежной массы (инфляционно), уменьшение  $V_i$  соответствует эффекту от сокращения  $M_i$  (дефляционный эффект).

При определении Бундесбанком целевых значений учет перечисленных показателей мог варьироваться в зависимости от условий конъюнктуры и «факторов-помех»<sup>170</sup>. Так, например, Центральный банк мог исходить из разной степени возможного и желательного изменения нагрузки производственных мощностей с целью поступательного снижения дисбалансирующих факторов, тем самым создавая антициклическое влияние. Наряду с антициклическостью денежно-кредитная политика Бундесбанка включала в себя и проциклические элементы. Так, уровень экспансии центробанковской денежной массы, соответственно ее прирост (или уменьшение) соответствовал приросту (или уменьшению) ожидаемой загруженности мощностей и замедлению (или возрастанию) скорости обращения денежной массы. Данное правило подтверждает цикличную направленность стабилизационных методов<sup>171</sup>.

Теперь следует поставить вопрос: каким показателям Центральный банк отдавал предпочтение при постановке промежуточных денежных целей? Исходя из собственных высказываний руководства Эмиссионного банка Германии, Бундесбанк с 1975 г. никогда не проводил политику, учитывающую лишь динамику роста денежной массы. Информация о финансовых рынках и экономическом развитии также подлежала постоянному анализу. Но одновременно с этим Бундесбанк предостерегал от оценок своей деятельности, как деятельности неструктурированной, учитывающей в равной мере все оценочные величины.

Эмиссионный банк Германии не воспринимал задачу контроля роста денежной массы как краткосрочную, то есть охватывающую недели или месяцы. Промежуточные целевые значения служили лишь ориентиром для понимания соответствия выбранной конечной цели тенденциям на товарных и финансовых рынках. Относительно выбора стратегического периода установления целевых значений изначально Бундесбанк склонялся в сторону долгосрочного планирования роста денежной массы, из-за чего в его адрес поступала критика со стороны Совета по экономическому развитию. Совет считал, что невозможно ставить долгосрочные цели при постоянном изменении учитываемых при расчете этих целей показателей. Приводились примеры Канады, где с принятием многолетних целевых уровней управление денежной массой вовсе прекратило свое существование. Схожий негативный опыт имелся и в Великобритании. Аргументом же при задании долгосрочных целей в первую очередь выступало желание Центрального банка ФРГ ощутимее влиять на инфляционные ожидания, чего постановкой годовой цели не добиться. Так, Совет по экономическому развитию выступал за среднесрочное декларирование целевого значения, приводя в пример следующие аргументы<sup>172</sup>:

---

<sup>170</sup> Понятие факторов-помех отражает наличие процессов в экономике или экономических субъектов, деятельность которых препятствует планированию стабилизационных мер, а также снижают их эффективность.

<sup>171</sup> По мнению Н. Клотена, Бундесбанк в своей монетарной политике проявил антициклические подходы, которые среднесрочная политика стабилизации (*Verstetigungspolitik*) в принципе не допускала. См.: *Kloten N. Op. cit. S. 39–54.*

<sup>172</sup> См.: *Paprotzki M. Op. cit. S. 247.*

- 1) по-возможности, более надежное сохранение стабильности цен;
- 2) преимущественное планирование политики оплаты труда и финансовой политики;
- 3) стабилизация ожиданий инвесторов.

Кроме этого предусматривалась необходимость в исключительных случаях вовсе не ставить цели роста денежной массы. В конечном счете, репутация Совета и его доводы способствовали принятию Бундесбанком практики установления ежегодного целевого роста денежного агрегата. Позиция Совета по экономическому развитию же в свою очередь была более принципиальной в отношении обязательств соответствия прогнозируемых значений, закладываемых Центральным банком, фактическим. Это замечание оказалось достаточно прозорливым, потому что в последующие годы Бундесбанк действительно неоднократно отклонялся от целевых значений.

Отдельного внимания заслуживает вопрос об инструментарии Эмиссионного банка, так как в соответствии с новым пониманием модели денежной политики, практиковавшиеся до 1973 г. Бундесбанком меры по управлению свободными резервами ликвидности теряли свою актуальность. Прежнее регулирование номинальных процентных ставок на рынке капитала могло осуществляться только в ущерб контролю реальных темпов инфляции. Также новую концепцию предстояло принять в отношении обменного курса – при отсутствии фиксированных паритетов, вызывающих неожиданные инфляционные и дефляционные шоки, Бундесбанк теперь мог управлять им по своему усмотрению<sup>173</sup>.

Итак, с изменением концепции основной подход – варьирование условиями, по которым коммерческие банки могут занимать средства у Центрального банка, остался прежним<sup>174</sup>. Поэтому с позиции инструментария денежная политика оставалась политикой процентных ставок по ссужаемым средствам. Изменилось лишь ее назначение. Варьирование краткосрочных процентных ставок теперь и воздействие на уровень ликвидности банковского сектора отражались на изменении денежного агрегата. Денежно-кредитная политика на момент принятия монетаристской концепции включала следующие инструменты<sup>175</sup>:

1. Дисконтная политика – один из двух основных инструментов регулирования ликвидности, осуществляется путем изменения процентной ставки, по которой банковские организации могут погашать векселя (в том числе казначейские и от иностранных контрагентов

---

<sup>173</sup> На самом же деле нельзя утверждать, что последующая валютная политика центрального банка ФРГ была полностью независимой. Поскольку те же самые паритеты были частично введены уже в 1973 г. в отношении ряда европейских валют в рамках ЕЭС, а с 1979 г. кооперация валютной политики вышла на новый уровень в результате интеграции стран в ЕВС.

<sup>174</sup> Денежно-кредитный инструментарий соответствовал рекомендациям концепции «кредитной политики, ориентированной на потенциал экономического роста» Совета по экономическому развитию за исключением метода регулирования ликвидности, предусматривающего участие центрального банка в долговых отношениях государства и частных банков, а также введения резервирования ликвидных средств банков, образующихся в результате операций с ценными бумагами и валютой.

<sup>175</sup> См.: *Deutsche Bundesbank*. Sonderveröffentlichung 10.1995. Frankfurt a. M., S. 110–150.

немецких предприятий) и чеки в Бундесбанке<sup>176</sup>. Законом не установлены верхние и нижние границы процентных ставок дисконтирования. Среди прочих инструментов рефинансирования ставка дисконтирования является самой низкой. Векселя к погашению должны содержать, по крайней мере, три платежеспособных должника и иметь срок погашения не более трех месяцев с даты выставления векселя. К дисконтной политике банки обращаются исключительно по собственной инициативе. Поэтому на управление ликвидностью помимо процентной ставки по этому инструменту большое воздействие оказывает возможность Центрального банка ФРГ количественно ограничивать дисконтный кредит путем изменения общей суммы редисконтирования. Суммарный объем средств, выделяемых на редисконтирование, определяется Советом Центрального банка (*Zentralbankrat*) по установленной процедуре, согласно которой для каждого кредитного института на основе объективных критериев устанавливается своя нормативная сумма возможного дисконтирования<sup>177</sup>. Поэтому политику дисконтирования можно назвать в определенной степени дискриминирующим инструментом<sup>178</sup>. В период до 1973 г. Центральный банк ФРГ достаточно успешно сокращал степень ликвидности банковского сектора за счет поэтапного сужения редисконтного контингента<sup>179</sup>.

2. Ломбардная политика (ломбардное кредитование) – второй из двух основных инструментов регулирования ликвидности, согласно которому Бундесбанк вправе предоставлять кредитным учреждениям займы под определенный процент при условии, что на срок займа возврат кредитных средств будет обеспечен залогом в форме ценных бумаг определенного типа<sup>180</sup>. В качестве залоговых ценных бумаг могут выступать: векселя, соответствующие требованиям первой очереди, казначейские векселя, соответствующие требованиям второй очереди, долговые расписки и обязательства Федеративной Республики или федеральных земель и прочие ценные бумаги. Ломбардные кредиты предоставляются Центральным банком на срок не более трех месяцев. Ставка по ломбардному кредиту, как правило, выше, чем ставка дисконтирования<sup>181</sup>, что указывает на то, что данный вид рефинансирования носит функцию покрытия банковской потребности в краткосрочной ликвидности. Кроме того, ломбардный кредит обла-

---

<sup>176</sup> Согласно §19 закона «О Бундесбанке».

<sup>177</sup> Нормативный контингент определяется для каждого конкретного банка сроком на 1 год, исходя из средств банка, по которым есть поручители, структуры кредитов различной срочности и общего выполнения банком нормативных требований касательно кредитования и ликвидности. Подробнее о процедуре определения размера дисконтирования см.: *Deutsche Bundesbank. Regelungen für die Bemessung von Rediskontkontingenten. Monatsbericht April 1975. Frankfurt a. M., 1975. S. 21–28.*

<sup>178</sup> Причем в определенной степени это инструмент, поощряющий краткосрочные банковские сделки, так как расчет редисконтного контингента опирается именно на них (долю краткосрочных сделок в составе портфеля сделок).

<sup>179</sup> В Приложении 2 приводится пример эффективности дисконтной политики в управлении банковской ликвидностью с 1965 по 1973 гг.

<sup>180</sup> См.: §19, раздел 1 закона «О Бундесбанке» (также описаны и критерии к залоговым ценным бумагам).

<sup>181</sup> В течение 1974–1981 гг. разница между ставками, как правило, не превышала 1%. Но в период особенно жестких рестрикций, различие в процентных ставках могло составлять 3%, а между обычным ломбардным кредитом и специальным разница могла быть еще более ощутимой.

дает еще одной особенностью – по усмотрению Бундесбанка, доступ к ломбардному кредиту может быть либо ограничен, либо полностью закрыт. По решению Совета Бундесбанка, с июня 1973 г. банкам при необходимости мог быть предоставлен только специальный ломбардный кредит (*Sonderlombardkredit*), процентная ставка по которому могла меняться ежедневно<sup>182</sup>.

Итак, установка процентных ставок по перечисленным двум инструментам рефинансирования составляет основу процентной политики. Ставка дисконтирования в банковских системах, которые постоянно пользуются дисконтным кредитом (немецкая система не является исключением) означает своего рода нижнюю границу процентных ставок по средствам, предоставляемым на срок от одного до трех месяцев, что закрепляет за Бундесбанком роль «кредитора первой инстанции» (*lender of first resort*)<sup>183</sup>. В фазах избыточной ликвидности, однако, процентные ставки по межбанковским кредитам могут временно перекрывать потребность в дисконтировании, так как их возможность использования для банков возобновляется только после срока погашения по уже дисконтированным векселям. Считается, что главная задача политики дисконтирования – выравнивание банковской ликвидности в долгосрочной перспективе, никаких сигналов рынку об изменении процентных ставок она подать не может, кроме как сигнала о развороте денежной политики.

3. Политика открытого рынка – инструмент денежной политики, получивший широкое применение после 1978 г. Согласно нему, в целях регулирования денежного рынка Бундесбанк вправе приобретать и реализовывать ценные бумаги на фондовом рынке<sup>184</sup>. Сюда относятся все актуальные для политики рефинансирования векселя и долговые расписки (облигации).

В арсенале Бундесбанка различают следующие подвиды политики открытого рынка: сделки на открытом рынке с краткосрочными облигациями, сделки с обязательством обратного выкупа и сделки с долгосрочными ценными бумагами.

Сделки с краткосрочными облигациями были распространены в периоды массовых притоков иностранной валюты вплоть до 1980-х гг.<sup>185</sup> Под ними, прежде всего, понимался опыт Центрального банка по изъятию части национальной валюты в виде продажи банкам так называемых мобилизационных ценных бумаг (*Mobilisierungspapiere*)<sup>186</sup>.

---

<sup>182</sup> То есть до перехода к монетаристской концепции в денежно-кредитной политике центральный банк ФРГ фактически упразднил традиционную ломбардную политику.

<sup>183</sup> См.: *Issing O.* Op. cit. S. 45.

<sup>184</sup> См. §21 закона «О Бундесбанке».

<sup>185</sup> См.: *Beckh S.* Op. cit. S. 44.

<sup>186</sup> Данное понятие известно еще со времени послевоенной денежной реформы и является обозначением для облигаций и иных долговых ценных бумаг, эмитированных государством по требованию центрального банка ФРГ. Мобилизационные бумаги не сопровождалось обязательством обратного выкупа, но в период с 1978 по 1980 гг. обстоятельства массивного притока валюты в 1978 г. сначала заставили реализовать бумаги, а обратная тенденция 1980 г. обусловила их обратный выкуп.

Сделки с обязательством обратного выкупа являлись денежно-кредитной новацией Бундесбанка в 1970-е гг.<sup>187</sup> Данный вид операций распространялся как на векселя, так и на облигации. Длительность временных сделок на открытом рынке, как правило, составляла от 10 до 20 дней. Впервые данный инструмент был протестирован на сделках с векселями в 1973 г. Временные сделки осуществлялись в виде тендера – количественного или процентного. Основное различие заключалось в том, что при процентном тендере банки, помимо денежного эквивалента реализуемых ценных бумаг, выдвигают предложения относительно процентной ставки<sup>188</sup>. В сравнении с политикой рефинансирования краткосрочные сделки на открытом рынке являются более оперативным инструментом воздействия на рынок денег и инициатива по определению масштаба применения инструмента заключена в руках Бундесбанка.

Сделки с долгосрочными ценными бумагами предполагают приобретение и реализацию Бундесбанком только государственных облигаций и только на вторичном рынке. Так как государственные ценные бумаги составляют существенную долю рынка облигаций, и действия Бундесбанка здесь могут приводить к ощутимому влиянию на порядок цен, не говоря уже о возможном ухудшении репутации Центрального банка как финансового обеспечителя государственного дефицита, эти долгосрочные сделки в сравнении с прочими видами политики открытого рынка были востребованы Бундесбанком в меньшей степени. Отказ от данного инструмента подтверждается тем, что последняя его значительная экспансия была осуществлена в поддержку дефицита бюджета во второй половине 1975 г., а во время более масштабного дефицита 1980 г. срочные сделки с облигациями уже не проводились вовсе.

Одновременно со срочными сделками на открытом рынке в практику Бундесбанка вошли срочные сделки с валютой или сделки СВОП. Механизм их осуществления схож с операциями с ценными бумагами на открытом рынке. То есть Бундесбанк вступает с банками в сделки по покупке иностранной валюты (доллара США) с обязательством последующего обратного выкупа. Осуществляя сделки СВОП с валютой, Центральный банк привносит в денежную политику элемент точного и оперативного регулирования ликвидности банковского сектора. Каких-либо второстепенных воздействий данный инструмент не оказывает ввиду проведения сделок по рыночным курсам.

Влияние политики открытого рынка сводилось по большей части к изменению процентных ставок на рынке ценных бумаг, нежели чем сопровождалось воздействием на уровень ликвидности кредитных учреждений. То есть участники фондового рынка воспринимали процентные ставки, сопровождающие сделки Бундесбанка, как ориентир для прочих финансовых

---

<sup>187</sup> См.: *Deutsche Bundesbank*. Neuere Tendenzen bei den Wertpapierpensionsgeschäften der Bundesbank. Monatsbericht, Oktober 1985. Frankfurt a. M., 1985. S. 19–25.

<sup>188</sup> Принятие решения о предоставлении кредита принималось Бундесбанком по голландской процедуре до 1988 г., после по американской.

сделок. Ликвидность в свою очередь была затронута в меньшей степени, потому что влияние политики сосредотачивалось не только на банковском секторе<sup>189</sup>. Доступность финансирования практически была конкурентоспособной в сравнении с банковскими продуктами, поэтому реализация политики открытого рынка находила спрос и среди небанковских организаций.

4. Политика минимальных резервов – инструмент денежной политики, предполагающий хранение банками части клиентских вкладов на счете в Центральном банке. С послевоенного времени вплоть до смены валютной концепции минимальные резервы были основным и наиболее действенным способом регулирования степени ликвидности банковского сектора. По вкладам до востребования и вкладам со сроком действия менее месяца минимальные резервы могут составлять по усмотрению Бундесбанка не более 30%, по вкладам на срок от месяца до четырех лет – не более 20%, по средствам на сберегательных счетах – не более 10%, по обязательствам перед нерезидентами – до 100%<sup>190</sup>. Обязанность к выполнению условий резервирования части вкладов относится ко всем кредитным институтам, предлагающим классические банковские услуги. Отчисления минимальных резервов должны производиться ежемесячно.

Минимальные резервы выполняют сразу две функции денежной политики. Во-первых, их действие сопровождается оттоком ликвидных средств и повышением спроса в прочих инструментах рефинансирования Центрального банка. Во-вторых, Бундесбанк с помощью этого инструмента создает значительную подушку ликвидности на случай нестабильности на рынке капитала (для сглаживания колебаний процентной ставки) или на валютном рынке (для осуществления валютных интервенций в значительно меньших масштабах). Эту функцию можно назвать функцией поддержания «политики усиления постоянства».

В связи с тем, что на банковские минимальные резервы на счете в Бундесбанке не начисляются проценты, этот инструмент оказывает прямое влияние на снижение рентабельности банковского сектора. Центральный банк, однако, компенсирует негативное воздействие от этого путем предоставления дисконтного кредита или расширенного ломбардного кредита. Нужно отметить, что с появлением международных финансовых площадок (например, евро-рынка), банки получали все больше возможностей осуществления тех же операций без необходимости отчисления минимальных резервов. Кроме того, из-за оттока национального капитала из зоны контроля Бундесбанка, все более страдала значимость денежного агрегата как межцелевого ориентира. Данная тенденция способствовала постепенному отказу денежной политики от минимальных резервов в пользу прочих инструментов и в первую очередь политики открытого рынка.

---

<sup>189</sup> В 1971 г. в число приобретателей данных ценных бумаг Бундесбанком впервые были привлечены и небанковские организации.

<sup>190</sup> Согласно §16 закона «О Бундесбанке».

Итак, можно утверждать, что новую концепцию стабилизационной политики в общих чертах впервые сформулировал Совет по экономическому развитию. Для практического использования была принята подавляющая доля рекомендаций Совета. И, прежде всего, это ежегодное установление целевого роста денежной массы и система показателей для его расчета, а также введение целевого коридора. Определение вида и состава инструментария денежно-кредитной политики было прерогативой Бундесбанка. В основе подхода находилась идея регулирования денежной массы косвенным образом, то есть за счет изменения доли свободных резервов ликвидных средств в банковском секторе. На момент принятия новой концепции инструментарий денежно-кредитной политики оставался классическим<sup>191</sup>, то есть опирался на варьирование ставок минимального резервирования и дисконтную политику. Политика минимальных резервов, будучи инструментом грубого регулирования денежной массы, начиная 1973 г. подлежала постепенному сокращению, так же как и ломбардный кредит. На смену и в дополнение классических инструментов вводилась политика открытого рынка, обладавшая рядом преимуществ эффективного регулирования денежной массы: оперативность проведения, использование только по инициативе Центрального банка, возможность изменения типа срочности (от суток до нескольких месяцев), использование рыночного механизма покупки и реализации ценных бумаг на рынке капитала.

Количественное регулирование денежной массы происходило в соответствии с многофакторным анализом инфляционного роста. На практике в качестве основного показателя выступал денежный агрегат, но особое внимание Бундесбанк уделял нивелированию резких изменений на рынке капитала и валюты. При этом вынужденные валютные интервенции и применение инструментов регулирования ликвидности в течение года по возможности компенсировались мерами обратного характера в целях недопущения отклонения от заданного темпа роста денежной массы.

### **2.3. Теоретические аспекты внедрения монетаристской концепции в чистом виде в контексте сравнения с предшествующей стабилизационной политикой**

Поскольку монетаристская концепция должна была стать альтернативой проводившейся до 1973 г. денежно-кредитной политике, важно сконцентрировать внимание на сравнении этих концепций с последующим ответом на вопрос: действительно ли все основные рекомендации монетаризма соответствовали экономическим особенностям в Германии и могли они обеспечить эффективное осуществление стабилизационного регулирования? А также: какие структур-

---

<sup>191</sup> К классическому инструментарии относилось введенное в 1980-х гг. понятие „*Grobsteuerung am Geldmarkt*“ – инструменты с запаздывающим эффектом и долгосрочным влиянием, такие, как минимальные резервы, редисконтирование, ломбардные сделки.

ные, конкурентные и прочие последствия могли бы возникнуть на пути реформирования денежной политики на основе постулатов монетаризма? Для оценки целесообразности и последствий, связанных с реформой Фридмена, необходимо поочередно рассмотреть ее основные элементы.

Важное значение имеет анализ введения 100% нормы минимальных резервов. Согласно рекомендациям Фридмена, полному резервированию должны подлежать все классические депозиты, а также средства, находящиеся на доверительном управлении в инвестиционных фондах (в том числе инвестиционные паи). В конце 1972 г. совокупная сумма вкладов со стороны резидентов составила 568,30 млрд. немецких марок, из которых средства на счете в Центральном банке, а также наличные средства в кассе составляли 53,72 млрд. немецких марок<sup>192</sup>. Если бы на это время пришлось обязанность банковского сектора депонировать полную сумму клиентских депозитов, то Бундесбанк должен был бы мультиплицировать центробанковскую денежную массу на дополнительные 514,58 млрд. немецких марок. Согласно рекомендациям Фридмена, реализоваться это должно было по следующей схеме:

1. Бундесбанк принимает (то есть, выкупает) банковские активы (казначейские облигации, ценные бумаги частных эмитентов, векселя), тем самым переводя их в состояние денежного агрегата (на сумму 19,87 млрд. немецких марок);

2. Бундесбанк выкупает общий долг государства (бюджетов и бюджетных программ всех уровней) банковскому сектору и небанковским организациям, составляющий на конец 1972 г. 125,16 млрд. марок. После этого, все еще остается сумма в 369,55 млрд. немецких марок, на которую предстоит увеличить оборот денежной массы.

То есть в случае введения 100% ставки минимальных резервов пришлось бы столкнуться со следующими трудностями:

1. У банков фактически была бы отобрана существенная доля ресурсов, предназначенная для кредитования. Кроме того кредитование подавлялось бы еще и тем обстоятельством, что спрос частных инвесторов был бы по-прежнему направлен на покупку ценных бумаг у банковского сектора на сумму, эквивалентную ценным бумагам, выкупленным регулятором (71,14 млрд. немецких марок). Хотя также уместно считать, что действия предпринимателей и домохозяйств могли бы принять форму распределения, вырученных от продажи ценных бумаг, средств в виде вкладов в частных банках. Также вполне вероятно, что для покрытия текущих долгов банковский сектор был бы вынужден эмитировать собственные долговые ценные бумаги с последующей реализацией государству. То есть фактически изменению подвергался бы способ образования банковских пассивов.

---

<sup>192</sup> См.: Honeck G. Op. cit. S. 70.

2. Несмотря на то что вытеснение банковского сектора из сферы кредитования, согласно Фридмену, облегчает управление денежной массой, факт, что эмиссионный банк в ощутимой степени встраивается в сектор коммерческих сделок уже сам по себе предполагает угрозу стеснения основных положений рыночной экономики. В данном случае Центральный банк нарушает тот рыночный принцип, который предполагает, что экономическая активность может поддерживаться государством только в тех условиях, когда предложение товаров и услуг и их ценообразование претерпевают трудности по причине сложившихся условий конкурентной среды или в случае, когда нужно стимулировать достижение важных общеэкономических, политических и культурных целей<sup>193</sup>. Во всех остальных случаях активность в сферах экономики должна основываться на принципах конкуренции и максимизации экономического результата, то есть относиться к задачам частных предприятий и домохозяйств, так как только в этом случае можно гарантировать, что товары и услуги будут производиться в соответствии с реальным спросом на рынке. Не является исключением и финансовая сфера, включающая банковское кредитование. Данной полемики вскользь касается и сам Фридмен, но лишь уделяя ей внимание лишь в виде сноски на странице<sup>194</sup>.

3. Включение Центрального банка ФРГ в процесс кредитования коммерческого сектора с большой долей вероятности осложнило бы его задачу как гаранта экономической политики по следующим причинам:

а. Снижение доверия общественности по отношению к неприкосновенности, чистоте денежной политики и в целом к репутации Бундесбанка. Также определенную нагрузку получили бы и взаимоотношения регулятора с банковским сектором, так как по сути происходит деление сфер деятельности между ними;

б. Присутствие вероятности конфликта, в котором Центральный банк, с одной стороны, должен выполнять общеэкономические задачи, а с другой – уделять внимание частным экономическим событиям.

4. Фонды, аккумулирующие финансовый капитал (например, страховые взносы) могли бы предлагать свои государственные облигации Центральному банку, и поскольку банк оставляет за собой исключительное право резервировать ценные бумаги, то последующая покупка была бы для фондов затрудненной. Это значит, что они лишились бы активов с минимальным риском и гарантированность средств в таких фондах оказалась бы под вопросом. Тот же самый риск инвестиций в ценные бумаги вынуждены были бы принять предприятия и частные домохозяйства.

---

<sup>193</sup> То есть в данном случае центральный банк принимает на себя исключительно государственную компетенцию.

<sup>194</sup> См.: *Friedman M. A program for Monetary Stability. New York, 1960. P. 109.*

5. Вытекающий из предложенной схемы гипертрофированный спрос на государственные бумаги, возможно, не смог бы регулярно покрываться самим государственным сектором. В этом случае обслуживание потребности небанковских организаций перешло бы к Центральному банку. Но эта процедура противоречила бы рыночному принципу, предполагающему, что спрос на продукты как финансового, так и реального секторов может изменяться только при стимулирующем влиянии цен или изменении доходов<sup>195</sup>.

6. В ущемленном положении оказались бы незначительные банковские организации (отдельные кооперативные банки, сберегательные кассы). Так как их кредитные операции сопряжены с относительно более высоким уровнем риска (вследствие меньшей диверсификации кредитного портфеля), то и собственные займы этих кредитных организаций также сопряжались бы повышенным риском и поэтому были бы менее востребованными на рынке.

Значительно снизить недостатки предложенной монетаристами процедуры 100% резервирования вкладов стало бы возможно, если бы по факту создания резервов Бундесбанк предоставлял частным банкам беспроцентную ссуду в размере вкладов за минусом средств на счете регулятора. Вторым вариантом могло стать и 100% резервирование, но в рамках упрощенного денежного агрегата, например,  $M_1$ <sup>196</sup>. Степень контроля за денежной массой в этом случае конечно была бы сниженной и требовала более частых и точных денежно-кредитных мер.

Следующим отягощением адаптации монетаризма согласно плану Фридмена представляется корректность определения долгосрочного роста экономики. Ведь в случае переоценки предполагаемого роста стабилизационная политика из-за излишнего увеличения денежной массы становится фактором, определяющим усугубление инфляционных темпов экономики. С другой стороны, долгосрочный темп роста денежной массы может и препятствовать росту производства в случае, если потенциальное развитие экономики денежной политикой недооценено. Соответственно, так как изменение цен и оплаты труда не имеет прецедентов нисходящей тенденции, то неверный прогноз может привести к серьезным общеэкономическим последствиям – сокращению занятости и стагнации. Здесь следует отметить, что вплоть до настоящего времени знания о причинах экономического роста и их относительных весах недостаточны и не гарантируют верное краткосрочное прогнозирование, не говоря уже о долгосрочном. Необходимо обратить внимание на другой аспект прогнозирования, а именно на возможность миними-

---

<sup>195</sup> Здесь также следует сделать дополнение, что центральный банк в силах разгрузить ажиотаж вокруг долговых бумаг государственного сектора путем включения в контингент операций на открытом рынке бумаг частного сектора.

<sup>196</sup> Согласно Отчету Бундесбанка от июня 1973 г., на конец 1972 г. денежная масса  $M_1$  составила  $\frac{1}{4}$  денежной массы  $M_2$ , а вклады, включенные в расчет первого агрегата  $\frac{1}{8}$  от вкладов второго.

зировать ошибочность оценок до такой степени, чтобы они не имели негативного воздействия на достижение стабильности цен и максимального уровня занятости<sup>197</sup>.

В 1962 г. Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) совместно с ЕЭС сделали прогноз экономического роста до 1970 г., основываясь на оценках производительности и объема труда. По итогам пройденного этапа развития, оценки этих организаций различались с фактическими в пределах одного процента. Поскольку результат оказался схож с методом экстраполяции Фридмена, можно судить о том, что погрешность в расчете величин в рамках долгосрочного диапазона незначительна. Данный факт, впрочем, никак не подтверждает возможность достоверного прогноза на более длительный период. Кроме того под вопросом целесообразность долгосрочного планирования в условиях открытых экономических систем, которым свойственно нелинейное экономическое развитие, по меньшей мере, вследствие внешних кризисных факторов и научного прогресса. Справедливо предположить, что для временного горизонта в 10–12 лет прогноз экономического развития все же возможен, но с удовлетворительной точностью.

Второй прогнозный показатель – скорость оборачиваемости денежных средств. И точно также как и в случае с определением потенциального экономического роста нужно знать, какие составляющие находятся в основе его расчета и постоянна ли их связь с оборачиваемостью денежной массы. И здесь ситуация обстоит сложнее, так как применяемый анализ является многофакторным и основан на условиях, определяющихся, как минимум, изменением доходов, процентных ставок на рынке кредита и капитала, ожидаемой инфляцией. В этой связи ниже следует обозначить факторы-помехи, исходящие из особенностей современного развития предпринимательского сектора.

Во-первых, это слияния. Предприятия, имевшие между собой рыночные отношения и расчеты и образующие единый концерн, более не нуждаются в резервах денежных средств, некогда необходимых для осуществления товарооборота. Функцию платежей в таких случаях полностью заменяет внутренний клиринг.

Во-вторых, это улучшение методов ведения предпринимательского бизнеса привело к тому, что предприятия уделяют большое внимание рационализации остатков и запасов наличности, то есть время от времени вкладывают незадействованные средства для получения прибыли – либо размещают средства во вклады, либо очень четко совмещают кассовые приходы с расходами.

---

<sup>197</sup> Необходимо напомнить, что Фридмен придавал данному аспекту недостаточное значение и для прогнозирования экономического роста предполагал пользоваться экстраполяцией средних значений прошлых периодов.

В-третьих, это предоставление банками своим клиентам более удобных условий овердрафтного кредитования, так что рационально выстроенный бизнес зачастую не нуждается в собственных резервах в виде средств на счете или вкладов.

Эти тенденции способствуют снижению резервов денежных средств и увеличению скорости оборачиваемости. Но есть факторы, которые, напротив, способствуют накоплениям и уменьшению интенсивности оборота средств. Сюда относятся следующие аспекты:

1. С течением времени немецкие предприятия все больше стремятся переводить сотрудников в штат компании, что ведет к уменьшению частоты оплаты труда на помесечной основе. Таким образом, растягивается период удержания денежных средств работников на счете компании.

2. Количество зарплатных счетов граждан имеет тенденцию к повышению. Вполне разумно также, что владельцы счетов за ненужностью использования всех средств для потребления переводят остатки на единый сберегательный счет или открывают краткосрочные вклады.

Чтобы проводить оценку скорости оборачиваемости денежных средств, Центральному банку, однако, недостаточно знать только лишь перечисленные обстоятельства сбережения денежных средств, которые хотя и влияют на принятие решений регулятора, но только в краткосрочном аспекте. Насколько же в долгосрочном аспекте сбережения и процентные ставки (и веса этих показателей) влияют на скорость оборачиваемости показано в ряде статистических исследований<sup>198</sup>, которые среди прочих факторов склонны придавать наибольшее значение валовому продукту.

---

<sup>198</sup> См.: *Westphal U.* Theoretische und empirische Untersuchungen zur Geldnachfrage. S. 44; *König H.* Einkommenskreislaufgeschwindigkeit des Geldes und Zinsveränderungen: eine ökonometrische Studie über die Geldnachfrage in der BRD. S. 83–85; *Bergen V.* Theoretische und empirische Untersuchungen zur längerfristigen Geldnachfrage S. 137; *Traut G.* Das Geldangebotverhalten der Kreditinstitute in der BRD von 1957–1970. S. 104, 116. Еще одно важное замечание эконометрических исследований в том, что до 1973 г. ожидаемая инфляция в значительной степени влияла на спрос, тогда как фактическое действие ожидаемой инфляции являлось незначительным.

**Таблица 2. Долгосрочная эластичность спроса относительно ВВП, процентных ставок кредитного рынка и объема операций в 1957 – 1966 гг.** <sup>199</sup>

Источник	Период	Эластичность спроса по показателям			
		Y	Z	R	r
König	1957–1966 гг.	0,97		-0,18	
Westphal	1959–1967 гг.	0,99	0,97		-0,1
Bergen	1950–1967 гг.	0,99		-0,27	-0,22
Traut	1957–1970 гг.	1,04		-0,16	

Источник: Honeck G. Op. cit. S. 91.

Пройденные конъюнктурные циклы в Германии характеризуются незначительной взаимосвязью оборачиваемости доходов от роста оборотов в реальном секторе и самого изменения дохода. Поэтому долгосрочный прогноз скорости оборачиваемости из-за многочисленных факторов не является точным и грозит недооцененностью данного показателя с вытекающими негативными последствиями для ценового роста. А введение минимального резервирования, рекомендуемого монетаризмом, в реальных условиях может привести не только к колебаниям скорости обращения в рамках одного цикла, но к ее возрастанию в долгосрочной перспективе.

В отношении инструментария, предлагаемого Фридменом, также необходимо привести ряд контраргументов. Эмпирические исследования теории ликвидности процентных ставок привели к выводу, что, хотя денежная масса и процентные ставки по кредитованию и связаны между собой, но характер их взаимозависимости не является стабильным<sup>200</sup>. Стабильность же указанной взаимосвязи является ключевой. Основное условие выражается в том, чтобы банковская ликвидность и денежная масса имели одинаковый вектор, то есть меры Центрального банка, направленные на увеличение (уменьшение) банковской ликвидности сопровождались интенсификацией (сокращением) банковского кредитования. Исследования, однако, показали, что из этого условия не всегда следует, что активизация банковской деятельности должна обязательно сопровождаться изменением процентных ставок для конечного потребителя<sup>201</sup>.

<sup>199</sup> В таблице приведены данные на основе источников литературы предыдущей сноски. Расшифровка показателей: Y – номинальный ВВП, Z – объем платежей, представляющий средства небанковских организаций на текущих счетах, R – рентабельность вложений в долговые ценные бумаги, r – процентные ставки по вкладам со сроком более 1 месяца. Под долгосрочной эластичностью понимается изменение хранения денег (неиспользуемых в целях потребления или получения дохода) после воздействия факторов изменения дохода и процентных ставок по кредитным ресурсам (фиксируется по прошествии 5 месяцев от начала действия указанных основных факторов).

<sup>200</sup> С момента освобождения процентных ставок по кредитованию (*Soll-Zinsen*) частных банков в 1967 г. от привязки к ставке дисконтирования прослеживается связь между ликвидностью банковских организаций и стоимостью банковских кредитов. См.: Honeck G. Op. cit. S. 96., Hübl L. Bestimmungsgründe der nominalen Zinsentwicklung. Berlin, 1973.

<sup>201</sup> На основе анализ периода с 1958 по 1970 гг. автор делает вывод о том, что изменение денежного предложения со стороны банковского сектора хотя и не сопровождается изменением процентных ставок по кредитам (как утверждал Фридмен), но связано с последними косвенно. Основным фактором, стимулирующим расширение денежного агрегата, становится возросшая ликвидность банков и поэтому более активное финансирование секторов экономики и домохозяйств. См.: Honeck G. Op. cit. S. 110.

Если попытаться сравнить управление денежной массой, которое предположительно удалось бы осуществить центральному банку, действующему согласно постулатам монетаризма, разработанным Фридменом, с результатом, который был показан Бундесбанком до 1973 г., то возникают следующие выводы, определяющие проблемные стороны стабилизационного механизма Центрального банка Германии как зависимые от конъюнктуры:

1. Низкая эффективность мер Бундесбанка по ограждению от внешнего воздействия. Регулятор попросту не располагал должной степенью контроля объема ликвидных средств банковского сектора, каким он мог бы располагать в условиях гибких валютных курсов, когда их изменение не обязывает центральный банк вводить в обращение дополнительное количество национальной или иностранной валюты<sup>202</sup>;

2. Возможность осуществления банковскими организациями кредитной экспансии не только благодаря притоку иностранной валюты, но и по причине того, что вплоть до 1972 г. Бундесбанк был принужден к проведению в основном экспансивной денежной политики. Поэтому вполне вероятно, что по факту перехода к монетаристской концепции денежной политики, соответствующей плану Фридмена, банки ввиду достаточно активной деятельности экономических субъектов, свойственной для фазы роста и в условиях увеличения спроса на кредиты, использовали бы все ресурсы и расширение денежной массы приняло бы угрожающие масштабы<sup>203</sup>. В ответ Центральный банк должен был бы в экстренном порядке сократить денежную массу, но так как точных данных о величине избыточного капитала нет, то пришлось бы ориентироваться на соотношение резервов к депозитам. Использование данного подхода, как было сказано выше, сопровождается погрешностями, поэтому актуальный вопрос для центрального банка по образцу Фридмена в Германии это вопрос его эффективности.

В отношении величины оценочных погрешностей принимаемых в расчет показателей Бундесбанком и центральным банком по образцу Фридмена можно привести следующее сравнение (см. *таблицу 3*):

---

<sup>202</sup> Полноценно гибкие валютные курсы без каких-либо ограничений хоть и облегчают управление денежной массой, но все равно не обеспечивают защиту от прочих негативных последствий в виде инфляции или недостаточной занятости.

<sup>203</sup> Важным фактором наращивания резервов ликвидности стала рецессия 1966–1967 гг., сопровождавшаяся падением спроса на заемные средства со стороны реального сектора.

**Таблица 3. Оценочные величины и их погрешности в прежней денежной политике Бундесбанка и центрального банка по представлению монетаристской теории Фридмена (ЦБФ)<sup>204</sup>**

Оценочные величины Бундесбанка	Оценочные параметры "ЦБ Фридмена" (ЦБФ)	Среднесрочная погрешность, %	
		Бундесбанк	ЦБФ
Оборот наличных средств	Отношение наличных средств в обороте к банковским вкладам	17,6	35,5
Срочные обязательства (займы) частных банков у резидентов	Отношение срочных обязательств (займов) частных банков у резидентов к вкладам и средствам на счетах	6,3	32,7

Источник: Honeck G. Op. cit. S. 187.

3. Наличие внешнеэкономических условий, сдерживающих осуществление рестриктивной политики ввиду опасения Бундесбанка в виде ответного усиления притока иностранного капитала. Поскольку по мнению Фридмена, центральный банк не должен проводить интервенции на валютном рынке, то предстоял выбор – либо допустить непредсказуемую ревальвацию немецкой марки со всеми исходящими последствиями, либо отказаться от монетаризма в чистом виде.

Исходя из описанного можно сделать вывод об отсутствии уверенности в лучшем управлении приростом денежной массы по представлению главного идеолога монетаризма. И все же необходимо проанализировать еще один ключевой фактор при прогнозировании и принятии решений денежно-кредитной политики – скорость оборачиваемости денежной массы. Дело в том, что центральный банк Фридмена, изымая из банковского сектора пассивы в виде вкладов, в теории заставляет кредитные организации и предприятия прибегать к новым источникам финансирования. Это приводит к тому, что управляемая эмиссионным банком денежная масса используется в полной мере. Кратко рассмотрим зависимость скорости оборачиваемости денежной массы в случае с полным резервированием вкладов и частичным.

В случае полного резервирования всех видов вкладов и исходящей из этого невозможности удовлетворить спрос клиентов исходными ресурсами, банки начнут эмитировать ценные бумаги с фиксированным доходом, создавая таким образом замену депозитам. С позиции монетаризма, ценные бумаги не обладают той же степенью ликвидности, что и банковские вклады, что не соответствует реальному положению дел, ведь доступные на рынке ценных бумаг обли-

<sup>204</sup> В параметры, оцениваемые Бундесбанком, помимо указанных в таблице, следовало бы также включить показатель движения иностранной валюты (краткосрочные требования центрального банка и банковского сектора к зарубежным странам), которое отсутствует в оценке центрального банка Фридмена.

гации являются такими же обеспеченными, как и вклады и поэтому их ликвидность вполне сравнима с депозитами от трех месяцев. Единственное, в чем нет гарантий для отдельно взятого частного банка, это в том, что отток депозитов будет компенсирован им в том же размере, ведь спрос инвесторов будет направлен на долговые ценные бумаги, как актив, который в свою очередь может эмитироваться не только банковским сектором, но также реальным и государственным. Активность на рынке ценных бумаг может превзойти все ожидания центрального банка, действующего согласно монетаристским постулатам Фридмена, так как в случае избыточного спроса на банковское финансирование, процентные ставки на кредитном рынке могут вырасти и в последующем привести к повышению дохода по минимальным резервам<sup>205</sup>. Вместо того, чтобы вернуть вкладчикам часть возросшего дохода, банковский сектор, преследуя собственную выгоду, станет эмитировать новые ценные бумаги с более привлекательными условиями доходности, что, безусловно, приведет к дополнительному спросу со стороны потенциальных инвесторов. То есть рекомендации монетаризма не смогут уберечь кредитование от неконтролируемого расширения и, как следствие, от роста оборачиваемости денежной массы<sup>206</sup>.

В случае с предлагаемым монетаристами 100% резервированием вкладов на текущих счетах и депозитов со сроком до 30 дней, развитие ситуации будет схожим. Следует, однако, ожидать, что кредитные организации переведут клиентские счета в разряд среднесрочных вкладов (например, 30 дней). И главное отличие будет в том, что депозиты в многократно меньшем масштабе будут переключены на облигации. Поэтому указанные требования могут лишить экономического порядка сферу кредитования и привести к совершенно непрогнозируемым изменениям скорости оборачиваемости денежных средств, а поэтому неэффективности монетарной политики в отношении обеспечения стабильного ценового роста.

И наконец, необходимым представляется сопоставление взаимосвязи между денежной массой и доходами в Германии. Дело в том, что Фридменом и его последователем Коганом в ходе анализа девятнадцати конъюнктурных циклов в США в период с 1878 по 1954 гг. была обнаружена высокая степень корреляции (0,9) между показателями денежной массы, уровнем цен и доходами<sup>207</sup>. Хонек же задался вопросом, не является ли полученный результат особенностями только лишь американской экономики. Для этого им были проанализированы конъюнктурные циклы в экономике ФРГ в 1949–1971 гг.

---

<sup>205</sup> Следует напомнить, что центральный банк Фридмена обещает частным банкам доход на минимальные резервы, соответствующие средним рыночным ставкам доходности капитала.

<sup>206</sup> Так как расширение кредитования означает рост оборота в производственном секторе и рост потребительского спроса. При этом рост денежного агрегата соответствует возросшему производству товаров и услуг с запаздыванием. Подробнее см. схему взаимодействия участников рынка в процессе ускорения оборачиваемости денежной массы: Ibid. S. 191.

<sup>207</sup> Подробнее об исследовании см.: *Friedman M. The optimum quantity of money and other essays. Chicago, 1969.*

**Таблица 4. Среднегодовые темпы роста денежной массы, денежной массы в расчете на одну продуктовую единицу, номинального ВВП, и цен в ФРГ в 1949 – 1971 гг.<sup>208</sup>**

Период	Количество конъюнктурных циклов	$M_1$	$Y$	$M_1/Y_T$	$P_c$	$P_y$
1949–1971 гг.	5	9,44	9,7	-	-	-
1954–1971 гг.	4	8,82	8,74	2,85		
1958–1971 гг.	3	8,17	8,47	3,34		
1963–1971 гг.	2	7,08	8,24	2,52		
1949–1953 гг.	1	13,43	13,12	-	-	-
1954–1957 гг.	1	8,9	9,7	1,14	2,08	2
1958–1962 гг.	1	10,1	8,8	4,82	2,12	3,09
1963–1966 гг.	1	6,98	7,73	2,45	2,62	3,22
1967–1971 гг.	1	7,19	8,75	2,57	3,76	4,1

Источник: Honeck G. Op. cit. S. 52.

Верхняя часть таблицы, включающая от пяти до трех конъюнктурных циклов, показывает достаточно низкую степень взаимосвязи между денежной массой и номинальным доходом. Более того, разрыв в темпах изменения данных величин в пределах двух последних циклов является значительным. Также примечательно, что темпы роста денежной массы убывают существенно темпов роста номинального дохода. В этом явлении находит отражение тенденция увеличения скорости оборачиваемости денежной массы (сокращение кассовых остатков). В то время как на протяжении всего рассматриваемого периода изменение денежной массы соответствует изменению ВВП, взаимосвязь между изменением денежной массы на единицу продукции и ростом цен не является прямой. Если первый показатель в третьем периоде сокращается (в 1963–1966 гг.), то второй, наоборот, возрастает. Объяснение этого феномена опять же кроется в увеличении скорости оборачиваемости денежной массы<sup>209</sup>.

Исходя из сопоставления рекомендаций монетаризма с экономическими реалиями в Германии, форма, в которой была реализована концепция стабилизационной политики Бундесбан-

<sup>208</sup> Обозначения:  $Y$  – номинальный ВВП,  $Y_T$  – реальный ВВП,  $P_c$  – индекс потребительских цен (ценовой рост в потребительской корзине домохозяйства со средним доходом, состоящего из четырех членов),  $P_y$  – дефлятор ВВП (ценовой индекс, оперирующий текущим годом, а не базисным).

<sup>209</sup> Для полноты информации, необходимо дополнить, что Фридмен ошибочно недооценивал влияние на исследуемые показатели в рамках экономики США со стороны скорости оборачиваемости денежной массы. Проведенные позже исследования показали, что для США был характерен постоянный возрастающий тренд скорости оборачиваемости, который был переломлен в начале 1980-х гг., что в принципе оправдывает неполноценность заключений Фридмена. Подробнее см.: *Scheide J. Geldmenge, Einkommen und Preisniveau: Wie stabil ist der Zusammenhang nach der deutschen Wiedervereinigung?* Kiel, 1993, S. 6. URL: <http://www.econstor.eu/bitstream/10419/644/1/043012469.pdf> (дата обращения: 19.05.2014).

ка, представляется вполне оправданной и логичной. Не подлежали реализации два положения монетаризма, формирующие основы для функционирования всего механизма: введение 100% нормы минимального резервирования и упразднение денежно-кредитного инструментария с применением только лишь политики открытого рынка. В случае трансформации всей денежно-кредитной системы согласно требованиям Фридмена реальный сектор экономики лишился традиционного кредитования, что неприемлемо для малых предприятий, а население возможности размещать депозиты в кредитных учреждениях с присущим для них низкой степенью риска, сравнимой лишь с инвестициями в государственные облигации. Важным критерием отказа от большинства рекомендаций монетаризма стало нежелание Центрального банка Германии интегрироваться в экономические процессы и прежде всего в систему финансирования хозяйствующих субъектов, ведь изначальное самоопределение Центрального банка ограничивается исключительно функциями финансового регулятора, а не участника.

Также невозможность средне- и долгосрочного прогнозирования, рекомендуемого монетаризмом, обосновывается нецелесообразностью составления таких прогнозов в рамках открытых экономических систем и в условиях действия психологических факторов, препятствующих точному определению динамики скорости оборачиваемости денежной массы, оказывающей ключевое влияние на взаимосвязь денежной массы и инфляционного роста.

И наконец, весомой характеристикой центрального банка Фридмена, неподлежащей реализации в немецких условиях начала 1970-х гг., является регулирование валютного курса. Необходимо учитывать, что интервенции на валютном рынке являются неотъемлемым элементом функционирования системы плавающих валютных курсов, позволяющим нивелировать резкое изменение объемов валютных спекуляций и стабилизировать международные потоки капитала.

#### **2.4. Проблемы перехода к новой концепции стабилизационного регулирования в оценках немецких ученых**

Большинство экономистов и экономических историков единогласны в определяющей роли Бундесбанка и его новой стратегии (*Neuorientierung*) в перестроении экономической политики. Различной оценке же поддаются особенности реализации теории, как правило, касающиеся аспектов соответствия практики Бундесбанка принципам монетаристской теории, своевременности реорганизации денежно-кредитной политики, то есть, призваны ответить на вопросы – насколько приближенно к теории, своевременно и эффективно с позиции экономических реалий осуществлялось развитие денежной политики Центрального банка Германии в первые годы нового курса денежно-кредитной политики.

Немецкий экономист, исследователь кризисов второй половины XX в. в ФРГ Хайнц Петер Шпан, определяя смысл концепции, приводит цитату Вице-президента Бундесбанка в 1980-е гг., Гельмута Шлезингера: «Мы монетаристы по закону»<sup>210</sup>. То есть, закон «О Бундесбанке» и его официальное толкование уже задавали приоритет обеспечения стабильности валюты через правильную дозировку находящихся в обращении средств<sup>211</sup>. Сам же тезис об инфляции как монетарном феномене и необходимости ограничения свободных денежных средств был известен и учитывался Центральным банком еще до реализации монетаристской теории. Поэтому отчасти справедливым является выражение Шпана о том, что монетаризм обеспечил антиинфляционной политике Бундесбанка лишь «научную легитимность». В то же время новое научное обоснование известных приоритетов привело и к значительным изменениям стабилизационной концепции, основой которой стало установление Бундесбанком нормативного роста денежной массы как ориентира для частных домохозяйств, предприятий и банков в процессе принятия ими экономических решений. Петцольд конкретизирует, что в «монетаристской основе» новой денежной политики закрепились подходы, учитывающие потенциальный экономический рост и скорость оборачиваемости денег<sup>212</sup>.

Общее мнение относительно предпринятой смены концепции, в котором сходятся ученые-исследователи Бундесбанка, заключается в двух решающих элементах: переходе к управлению денежной массой и публичном заявлении ежегодного целевого уровня роста денежной массы с 1975 г. Основная мысль количественно ориентированной денежной политики выражалась в двух несложных постулатах. Во-первых, в долгосрочной перспективе инфляция может проявиться в случае, когда денежная оценка спроса на товары и услуги растет интенсивнее, чем обеспечиваемое мощностями экономики их производство. Этому, однако, не противоречит наличие вероятности подстегивания инфляции не только монетарными импульсами, но и за счет роста цен на импорт, повышения налогов или профсоюзных соглашений с завышенной индексацией оплаты труда. Но опять же, без длительной монетарной подпитки влияние и этих процессов можно корректировать. Во-вторых, существует стабильная пропорция между денежной оценкой спроса и находящейся в обороте денежной массой. Выражаясь иначе, скорость обращения денег не подлежит ощутимым изменениям, она постоянна и изменяется прогнозируемо<sup>213</sup>. То есть, согласно монетаризму, допустимый рост денежной массы соответствует росту

---

<sup>210</sup> См.: *Spahn H.-P.* Op. cit. S. 55.

<sup>211</sup> Поскольку в ЗоББ указаны цели эмиссионного банка Германии: организация денежного обращения и обеспечение стабильности уровня цен. И согласно закону, в принимаемых решениях Немецкий бундесбанк обладает независимостью от влияния прочих государственных институтов, но степень выполнения его главных задач осуществляется в рамках поддержки им основной линии экономической политики правительства ФРГ.

<sup>212</sup> См.: *Pätzold J.* Strategien der Stabilisierungspolitik. URL: <http://www.juergen-paetzold.de/stabpol/BG+Infl/Stabpol%20Strategien.html> (дата обращения: 19.05.2014).

<sup>213</sup> По пояснению Дитера Касселя, в монетаризме скорость обращения хотя и не является постоянной, как в классической количественной теории, но и не является также величиной, способной принимать любые значения, как в

реального ВВП при полной загрузке мощностей, скорректированного в соответствии с изменением скорости оборачиваемости<sup>214</sup>.

Рассматривая соответствие новой денежно-политической парадигмы Бундесбанка монетаристским постулатам, исследователь концепций Банка Англии и Бундесбанка, Мария Папротцки, отмечает его весомую роль в относительном успехе денежной политики благодаря приверженности именно долгосрочным целям. При этом денежно-кредитная концепция в ходе своего действия проявила себя далеко не сугубо монетаристской. На всесторонние упреки искаженной адаптации монетаристской теории Папротцки отвечает, ссылаясь на позицию тогдашнего вице-Президента Бундесбанка, Гельмута Шлезингера, о том, что «концепции, надолго претворяемые в жизнь, должны проявлять хотя бы минимальную степень подвижности»<sup>215</sup>. Подобным образом в частности и действовал Бундесбанк, реализуя теорию в практике путем постоянных перепроверок и ревизий. В основе данной характеристики лежат как эмпирические, так и институциональные причины.

Так, например, в первые годы перехода к контролю денежной массы, Бундесбанк предпринял попытки в различной степени ограничить доступ банков к ресурсам. Как известно, эти действия вкупе с энергетическим кризисом, падением рентабельности промышленности ввиду неблагоприятной политики повышения оплаты труда, привели к непривычному поведению частных банков, выразившемся в том, что последние стали представлять барьер на пути более доступных ликвидных средств Центрального банка реальному сектору экономики. Данная политика банковского сектора, направленная на накопление ликвидных средств во избежание повторения предбанкротных ситуаций 1974 г., способствовала убеждению Бундесбанка в том, что процесс создания кредитных и денежных средств в короткой перспективе и непосредственно в понимании монетаристской денежной концепции, по факту не поддается точному управлению. В подтверждение возникших несоответствий можно привести следующую цитату Шлезингера: «С переходом в 1975 г. к заранее декларируемым целевым значениям денежной массы и к разочарованию некоторых исследователей монетаризма, было уже определено, что Бундесбанк свою концепцию управления денежной массой будет прививать не в форме чисто монетаристской теории»<sup>216</sup>.

Реальный ход дел в аспекте управления и взаимосвязей процессов на денежном рынке в первые годы преобразований Центрального банка открыл простор для критики, часть которой

---

кейнсианской теории. Это переменная, изменения которой позитивно реагируют на изменение процентной ставки и негативно на изменение реального дохода.

<sup>214</sup> См.: *Hartwig K.-H.* Op. cit. S. 70.

<sup>215</sup> См.: *Paprotzki M.* Op. cit. S. 294.

<sup>216</sup> См.: *Schlesinger H.* Op. cit. S. 135.

связана с отходом от постулатов монетаризма и в том числе с проявлением на практике элементов кейнсианства.

Член директората Бундесбанка и основной разработчик денежно-кредитной политики ЕЦБ Отмар Иссинг приводит три основных аспекта, в которых прослеживаются явные отличия принятой концепции управления денежной массы от монетаристских представлений. Итак, во-первых, она ориентирована на среднесрочную и долгосрочную перспективу, а не краткосрочный контроль денежной массы, во-вторых, содержит дискретные элементы одновременно с идеей константного темпа роста денежной массы и, в-третьих, осуществляет не прямое количественное управление денежными агрегатами, а косвенное управление денежной базой посредством воздействия на условия денежного рынка<sup>217</sup>.

Затрагивая вопрос несоответствия теории более подробно, справедливо начать с того, что для реализации монетаристской концепции Бундесбанк в качестве целевой величины выбрал достаточно простой для расчета и управления, но недостаточно точный индикатор центробанковской денежной массы (*Zentralbankgeldmenge*)<sup>218</sup>, состоящий из денежных средств в обороте и банковских минимальных резервов<sup>219</sup>. Определяемая таким образом денежная масса чисто технически отличалась от предлагаемой монетаризмом в том, что не включала в себя прочие банковские резервы на счете в Центральном банке и также не предусматривала обязательств по минимальным резервам для вкладов нерезидентов<sup>220</sup>. Обосновано со стороны Бундесбанка это было тем, что первая категория количественно не представляет значимости, а вторая представляет собой спекулятивные средства, прямо не влияющие на внутренний спрос.

Слишком большой вес, около 50%, в выбранном показателе занимали наличные средства. С течением времени и такими факторами, как низкие процентные ставки и инфляция, вероятность повышения налогов на доходы по вкладам, наличный оборот немецкой марки значительно увеличился, в особенности за границей, в то время как нормы минимальных резервов, лежащих в расчете агрегата, наоборот, сокращались. По этим причинам, управление денежной массой стало производиться исходя из расчета МЗ.

---

<sup>217</sup> См.: *Issing O. Op. cit. S. 13.*

<sup>218</sup> В соответствии с неоклассическим видением денежной политики, ориентированной на стабильность уровня цен и нейтральной относительно конъюнктуры, за основу расчета темпа роста центробанковской денежной массы была принята формула  $W_m = W_{bip} - W_u + W_p$ , где  $W_{bip}$  – оценочный рост максимального производственного потенциала (ВВП), рассчитываемый исходя из полной нагрузки производственных мощностей,  $W_u$  – изменение скорости обращения денежных средств исходя из продолжительного тренда (изменение денежного агрегата и изменение скорости обращения денежных средств имеют обратную взаимосвязь),  $W_p$  – неизбежный инфляционный темп (инфляция, неизбежная в краткосрочном временном диапазоне). К слагаемым формулы с 1979г. добавился поправочный элемент *Marge* – в разные годы величина от  $\pm 1$  до  $\pm 1,5\%$ .

<sup>219</sup> Хотя в теории Фридмена рекомендуются денежные агрегаты от М1 до М3.

<sup>220</sup> В сравнении с денежными агрегатами более высокого уровня (М1–М3), «центробанковская денежная масса» также не включала и депозиты населения.

Касательно расчета денежной массы Иссинг отмечает, что не совсем верно в начале практики был построен и сам механизм учета денежной массы исходя из выбранного агрегата и также формулирование ее целевого значения<sup>221</sup>. Изначально выбранный учетный период в один год начиная с первого квартала способствовал снижению эффективности управления денежной массой ввиду довольно распространенной особенности бюджетного сектора повышать затраты на предстоящий год в конце четвертого квартала предыдущего года. Резкий рост этих расходов в конце года не оставлял достаточного простора для центробанковских мер как реакцию на реализацию бюджетных средств. Поэтому с 1979 г. впервые был выбран более рациональный период учета с отправной точкой четвертый квартал предыдущего года. В том же году произошел переход на установление целевого роста денежного агрегата исходя из коридора, а не фиксированных значений, практиковавшихся с 1975 г. и показавших существенное несоответствие с реальными цифрами<sup>222</sup>. Тем самым Бундесбанк теперь мог закладывать в целевой диапазон непрогнозируемые изменения конъюнктуры, цен и обменных курсов, оставаясь при этом в рамках основных принципов монетаристской теории. В перечисленных просчетах Бундесбанка Петцольд видит отчасти вину Совета по экономическому развитию<sup>223</sup>, хотя и вставшим на сторону Центрального банка на пути к монетаризму, но представлявший последнему обязательные и не совсем адекватные рекомендации<sup>224</sup>.

Спорный вопрос о том, послужили ли принятые решения основной причиной последовавших промахов в управлении денежной массой<sup>225</sup> и ее прогнозировании нашли отклик в частности в эконометрических исследованиях под руководством Герхарда Ханзена, усматривающих в дисбалансе роста цен, спроса и предложения кейнсианское толкование, а не объяснение с позиции денежного обеспечения. В частности, проведенный автором анализ показывает достаточно слабую корреляцию роста денежной массы с ростом цен и в период до 1979 г. выделяет темпы роста оплаты труда как определяющий фактор<sup>226</sup>. В ответ на выводы Ханзена можно привести мнения экономистов, например Папротцки и Шпана, которые связывают осечки денежной политики с факторами-помехами, воспрепятствовавшими построению четкого

---

<sup>221</sup> С резкой критикой результатов прогнозирования роста денежной массы выступал Рюдигер Поль: «Целевые значения роста денежной массы, которые оглашал Бундесбанк, чистый воды ритуал. Бундесбанк внушает общественности о ее связи с целевым значением, которой на самом деле нет, потому что Бундесбанк предусматривает оговорку, что в случае неожиданных обстоятельств, таких, как чрезмерный разрыв разницы обменных курсов, он имеет право отклоняться от целевых значений». Подробнее см.: *Pухтер Р.* Денежная политика в зеркале научной дискуссии / Пятьдесят лет немецкой марки. С. 571–617.

<sup>222</sup> См.: *Issing O.* Op. cit. 22.

<sup>223</sup> В целом Совет по экономическому развитию придерживался позиции, что плавающие курсы не обеспечивают полного абстрагирования от монетарных и инфляционных помех мировой экономики, а ведут к неопределенности номинальных цен и к определяемым ожиданиями чрезмерным реакциям. При этом на начальных этапах совет оказал весомое влияние на форму реализации монетаристских идей денежной политике центрального банка.

<sup>224</sup> Точное целевое значение по показателю роста денежной массы было инициативой совета.

<sup>225</sup> См. Приложение 4. Для подробного ознакомления см.: *Creutz H.* Das Geldsyndrom. München, 1993.

<sup>226</sup> Для более подробного ознакомления с эконометрическими исследованиями автора см.: *Hansen G.* Test des Einflusses von Geldmenge und Preisniveau auf Sozialprodukt und Beschäftigung mit Subset-VAR-Modellen. Kiel, 1990.

воздействия экспансий Бундесбанка на реальное расширение денежного агрегата в экономике. В качестве примера приводится феномен роста денежных сбережений с 1975 по 1978 гг., шедший вразрез со стимулированием ликвидности и соответственно вызвавший противоречия монетаристской концепции. Снижение инвестиционной квоты и увеличение доли сбережений были во многом связаны с кризисным этапом в экономике ФРГ<sup>227</sup>. И в этой связи нужно отметить тот факт, что экспансивная денежная политика с 1975 г. была направлена на противодействие снижающейся инфляции с угрозой стагнации экономики. Опираясь на множество факторов, нивелирующих действия Бундесбанка в первые годы новой концепции, Папротцки в своем исследовании подтверждает его ощутимую роль в управлении уровнем цен, приводя в пример опыт управления денежной массой в 1973–1974 гг. А именно, в период, когда растущая инфляция, вызванная первым энергетическим кризисом, подогревала рост тарифов оплаты труда, резко рестриктивные меры Центрального банка способствовали сокращению денежной базы почти на 7% и фиксации инфляционного тренда на уровне 6,5% с последующим снижением. Именно в то время профсоюзы признали возможности регулятора по обузданию инфляции, переориентировав в свою очередь рост тарификации труда на более умеренный<sup>228</sup>. Немаловажная ремарка в понимании воздействия стабилизационной политики на инфляционный рост состоит, в том числе, в учете временного лага, в особенности актуального в период сочетания новых подходов стабилизационной политики и все еще традиционного денежно-политического инструментария.

Помимо несоответствия в методике расчета денежного агрегата, значительные различия с теорией следуют также из мер экспансивного характера, однозначно относимых к кейнсианской интерпретации стабилизационной политики. На это в частности обращает внимание Петцольд, приводя в пример учет Бундесбанком «неизбежного инфляционного темпа и целевого коридора» при определении целевого денежного мультипликатора. Исследователь денежной политики Бундесбанка, Херманн Дудлер, в своих заявлениях однозначно придерживается монетаристской

---

<sup>227</sup> Монетаристская теория предполагает уменьшение коэффициента денежных остатков (*Kassenhaltungskoeffizient*) в периоды экономического роста. Данный коэффициент соответствует отношению денежной массы к сумме транзакций, его увеличение отражает отрицательную динамику показателя скорости оборачиваемости денег. Одно из объяснений рассогласованности показателей роста денежной массы и инфляции состоит в том, что в фазах снижения стоимости заемных средств во время экспансий центрального банка снижаются и альтернативные издержки сберегаемых средств, в том время, как, с другой стороны, падающие инфляционные темпы увеличивают степень ликвидности денежных средств.

<sup>228</sup> В 1974 г. при ожидаемой инфляции в 10%, фактическая оказалась намного ниже и составила 7%. Однако заключенные тарифные соглашения, предполагавшие рост в 12%, способствовали в свою очередь резкому росту реальной оплаты труда, что отразилось на снижении рентабельности и платежеспособности предприятий, и впервые в послевоенное время сопутствовало нестабильности в финансовом секторе. Именно этот случай послужил рекомендации Совета по экономическому развитию Бундесбанку в ежегодном заблаговременно объявлении целевого значения и подтвердил ключевую роль монетарных действий центрального банка. Учитывая весомость ежегодных договоренностей профсоюзов с правительством ФРГ об индексации оплаты труда в общем кумулятивном эффекте всех факторов инфляционного роста, данное достижение Бундесбанка как раз и является примером возрастающей репутации монетаристской концепции.

концепции и считает: «Политика Бундесбанка в рамках целевого коридора имеет мало чего общего с обособленным и точным регулированием в денежной политике»<sup>229</sup>. Защищая идею целевого коридора, его информационного влияния на само задание целевого уровня и инфляцию, Отмар Эммингер высказывается против, по его мнению, чрезмерно используемой теории рациональных ожиданий: «Ожидания общественности намного сильнее подвластны практическому опыту, чем декларируемым целям и моральному воздействию. Завоеванное долгими годами доверие к стабилизационной политике важнее, чем психологический эффект от выбора точной цели по уровню роста денежной массы»<sup>230</sup>. Данное изречение Эммингера схоже по смыслу с выражением Фридмена касательно Западной Германии, Швейцарии и Японии: «Эти страны на протяжении многих лет строили доверие к своей долгосрочной политике. Совершенно дикое колебание на протяжении коротких периодов допустимы, если у всех есть доверие к тому, что долгосрочная цель будет взята»<sup>231</sup>.

Наконец, широкой критике подвергся тот важный факт, что для выполнения задач, Центральный банк ФРГ продолжал использовать прежний инструментарий, основанный на принципе косвенного регулирования денежного агрегата изменением процентных ставок и банковской ликвидности, то есть посредством классической денежно-кредитной политики. И в этой связи ученые сходятся во мнении о том, что о какой-либо технической революционности говорить не всегда уместно<sup>232</sup>. Скорее справедливо говорить о принципиально новом уровне ответственности, предъявляемом к прежним инструментам.

Подтверждает данную точку зрения то обстоятельство, что длительное время лишь второстепенную роль выполняли операции на открытом рынке – институциональная основа точного и оперативного управления денежной массой. Широкое применение этого инструмента приходится на период после 1978 г.<sup>233</sup>, примерно в это же время обозначилось и упразднение политики минимальных резервов, вызывавшей наибольшую критику профессиональных кругов<sup>234</sup>. При этом надо отметить, что и сам Бундесбанк прекрасно понимал необходимость введения

---

<sup>229</sup> См.: *Dudler H.-J.* Op. cit. S. 113.

<sup>230</sup> См.: *Emminger O.* Deutsche Geldpolitik im Zeichen des Monetarismus. Stuttgart, 1982. S. 288. В конечном счете, в защиту решения Бундесбанка можно привести и отказ от правила постоянного роста денежного предложения в среде монетаристов в 1979 г.

<sup>231</sup> Фридмен процитирован Эммингером. См.: *Ibid.*

<sup>232</sup> Принцип косвенного управления денежной массой, ликвидностью банков посредством регулирования процентных ставок с 1948 г. относился к основам денежной политики в ФРГ.

<sup>233</sup> Хотя Ровэдер считает, что в сравнении с 1969–1972 гг. начиная с 1973 г. Бундесбанк уже уделял значительное внимание ставкам рынка капитала, и, в частности, в год перехода к монетаристской концепции вывел из рынка около 7,7 млрд. немецких марок путем размещения долгосрочных облигаций. См.: *Rohwäder J.* Op. cit. S. 118.

<sup>234</sup> По обоснованию самого Бундесбанка, промедление с использованием политики открытого рынка связано с нежеланием прямого финансирования бюджетных организаций и поэтому опасением потери автономии и снижения репутации немецкой марки. Кроме того, наличествовала и вероятность передачи ответственности Бундесбанку за процентные колебания на рынке облигаций, в то время когда рынку капитала в своей основе свойственны воздействия международной ренты, инфляционных ожиданий и, главное, портфельных изменений, так как частные банки основной участник этого рынка. Но все же Бундесбанк поставил задачу постепенного введения политики открытого рынка, не исключая возможности покрытия этим инструментом и рынка акций.

инструментов точного регулирования и даже до 1978 г. ряд специалистов, включая Шлезингера признавали, что, именно по этой причине, инфляция еще в недостаточной степени была подконтрольна денежной политике.

И, напротив, активное использование политики минимальных резервов способствовало проявлению неэластичности краткосрочного банковского спроса на средства Центрального банка и расширение денежного оборота<sup>235</sup>. Сами же инициативы Бундесбанка по изменению ликвидности банковского сектора из-за этого сопровождались временным лагом и отсутствием четкого соотношения между регулированием денежной массы и ее действительным расширением.

Другой основополагающий признак, существенно отличающий денежно-политическую концепцию Бундесбанка от монетаристского понимания, это тот факт, что изменение денежной массы в долгосрочном аспекте происходило не без учета развития обменных курсов. Монетаристский тезис, утверждающий, что внутренняя денежная политика уже в достаточной степени ограждена от внешнеэкономических влияний посредством гибких курсов, практикой эмиссионного банка Германии не подтвердился. Центральный банк обосновывал необходимость интервенций тем, что краткосрочные колебания валютных курсов далеко не всегда являются следствием инфляции, и в принципе отсутствие реакции на краткосрочные курсовые колебания может привести к незапланированным еще более радикальным мерам<sup>236</sup>. В этом отношении денежная политика Бундесбанка, даже при учете плавающих курсов, не абстрагирована от внешних воздействий, не говоря о том, что с 1975 г. она интегрирована в систему взаимозависимых валютных курсов в рамках Европейской валютной системы (далее ЕВС)<sup>237</sup>, что предполагало краткосрочные вливания или изъятия денежной массы в миллиардных масштабах.

Из приведенных оценок немецких экономистов и специалистов по экономической истории следует, что модель стабилизационной политики Бундесбанка опиралась на теорию моне-

---

<sup>235</sup> Неэластичность спроса на ссужаемые Бундесбанком средства вылилась в активизацию займов немецкими банками на международном межбанковском рынке. Данное обстоятельство заставило правительство в 1973–1975 гг. принять ряд протекционистских мер, в том числе в виде депонирования части указанных займов в центральном банке.

<sup>236</sup> В краткосрочной перспективе изменение курсов может существенно расходиться с инфляционными темпами. Например, в случае чрезмерной и неоправданной ревальвации в результате продолжительных различий в инфляционных темпах, может возникнуть ненужное рестриктивное давление. И, наоборот, в случае чрезмерной девальвации, негативное инфляционное давление может усилиться и привести к возможным повторным ревальвациям и инфляционному толчку.

<sup>237</sup> Исходя из рамок валютной кооперации, начиная с 1975 г. справедливо говорить о действии монетарной политики Бундесбанка в системе относительно плавающих или смешанных валютных курсов. В этой связи Дитер Бендер приводит свою радикальную точку зрения о том, что возрастающее воздействие ожиданий обменных курсов произвело нестабильный спрос на валюту и таким образом разрушило всю основу монетаристской концепции управления. Подробнее о валютных интервенциях и их влияниях на контроль денежной массы см. *Bender D. Aussenwirtschaftliche Gefährdung der Geldmengesteuerung in Deutschland / Geldpolitik: Zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland* (Hg. von Siebke J.). Baden-Baden, 1995. S. 183.

таризма только частично. Правильнее будет ее охарактеризовать как смешанную. С одной стороны, она ориентировалась на рост денежной массы и определяла инфляцию как монетарный феномен. С другой стороны, Бундесбанк не исключал существования и немонетарных факторов роста инфляционных темпов (тарифные соглашения на рынке труда, последствия фискального стимулирования и роста цен на импорт), а также необходимости нивелирования этих факторов инструментами денежно-кредитной политики. Сочетание идеи константного роста денежной массы с дискретными элементами свидетельствует о применении и монетаристских, и кейнсианских подходов в организации стабилизационного регулирования. Поэтому распространенное мнение о том, что с 1973 г. Бундесбанк перешел к денежно-кредитной концепции, основанной на только лишь монетаристских постулатах, является ошибочным.

### **Глава 3. Стабилизационная политика Бундесбанка в период 1973–1982 гг.: проблемы консолидации монетаристского подхода**

#### **3.1. Формирование инструментария денежно-кредитной политики и его соответствие официальному курсу экономической политики ФРГ**

После событий, предопределивших смену концепции денежно-кредитной политики, заниженный курс немецкой марки перестал быть фактором, создававшим конкурентные преимущества для немецкого экспорта. Поэтому начиная с 1974 г. Немецкий бундесбанк стал активно продвигать свою роль как инстанции, главным образом ответственной за инфляционные процессы. Рестрикции Центрального банка и обуздание инфляции приобрели важное значение в поддержании внешнеэкономической экспансии. Низкие инфляционные темпы рассматривались необходимым условием для расширения производственной деятельности, снижения доли трудовых затрат в составе себестоимости и увеличения производительности.

Условия мировой экономики в начале 1970-х гг. сложились таким образом, что применение видоизмененной денежно-кредитной политики пришлось на период мирового топливного кризиса. Поэтому, несмотря на рестрикции 1973 г. и некоторое снижение фискального стимулирования, экономистами прогнозировались довольно высокий уровень роста инфляции в пределах 8%, падение спроса, рост безработицы и общий спад конъюнктуры. Одним из основных условий всеобщего пессимизма касательно усугубления инфляции был рост цен на импорт прежде всего, топлива, который находил отражение в потребительских ценах. Вторым и не менее важным инфляционным фактором стали, заключенные по требованию профсоюзов, соглашения о росте оплаты труда в 10%<sup>238</sup>. Таким образом, стали закладываться основания для раскручивания спирали «рост оплаты труда/рост потребительских цен». Кроме того, учитывая неизбежность стагнации промышленности во время кризиса, Министерство экономики готовилось принять уровень безработицы чуть менее одного млн. граждан и выступить с мерами финансового стимулирования спроса, ограниченного сокращенным энергопотреблением. В результате бюджет на 1974 г. предусматривал сравнительно большие расходы, чем это планировалось заранее. Одновременно были подняты две программы стимулирования частных и государственных инвестиций. Первая реакция финансовой политики соответствовала «кейнсианскому» толкованию ситуации<sup>239</sup>. Не остановили правительство и провальные переговоры В. Брандта с профсоюзом работников государственного сектора и транспорта, предусматривавшие

---

<sup>238</sup> В среднем с 1969 по 1974 гг. оплата труда в расчете на одного занятого прирастала ежегодно по 12,5%. См.: *Borchardt K. Op. cit. S. 200.*

<sup>239</sup> Аналогично экономической политике в Швеции, Великобритании и Австрии.

12% рост оплаты труда<sup>240</sup>. Итого к 1975 г. были приняты еще программы повышения детских пособий и сокращения налогов – на 2,5% от ВВП в 1974 г. и на 4% от ВВП в 1975 г.<sup>241</sup>

Структуру экономических приоритетов применительно к политике правительства 1970-х гг. лучше всего описывает высказывание федерального канцлера Г. Шмидта о том, что если бы ему пришлось выбирать между пятью процентной безработицей или пятью процентной инфляцией, то он бы склонился в пользу второго<sup>242</sup>. Фактически же реализовались обе негативные тенденции<sup>243</sup>.

Наряду с этим, хотя еще и не проявилось по факту, но уже ожидалось падение внешнего спроса на товары, произведенные в Германии, поскольку центральные банки основных стран-потребителей, таких, как США и Япония акцентировали свою денежно-кредитную политику на сдерживании инфляции. Но все же Бундесбанк склонялся к временному характеру трудностей и не сомневался в постепенном возобновлении роста с 1975 г. Аналогичная оценка присутствовала как у немецких исследовательских институтов, так и у зарубежных финансовых учреждений<sup>244</sup>.

Тот факт, что инфляционные темпы в Германии находились в международном сравнении в нижних границах, для Бундесбанка был недостаточным результатом. С 1 июля 1973 г. до октября 1974 г. инструментарий и курс денежно-кредитной политики Бундесбанка находились без изменения: дисконтная и ломбардная ставки зафиксировались на достаточно высоких уровнях в 7 и 9%. Единственным инструментом, утратившим свою рестриктивную направленность в первый год кризиса, стали минимальные резервы. С 1973 г. Центральный банк ФРГ начал проводить их регулярное снижение – средняя ставка понизилась с 13% до 10% в 1974 г. до 8% в 1975 г. Четко обозначилась тенденция постепенного отнесения минимальных резервов среди инструментария Бундесбанка на второстепенный план<sup>245</sup>. Упразднение данного инструмента знаменовало начальную стадию процесса становления средств точного регулирования денежной массы, которыми предстояло заменить и прочие классические инструменты.

Можно с уверенностью сказать, что негативные последствия в том виде, в каком они проявились, возникли из-за отсутствия взаимодействия регуляторов. В этой связи директор Кёльн-

---

<sup>240</sup> При фактическом приросте инфляции в 7%.

<sup>241</sup> См. Приложение 5.

<sup>242</sup> В этом высказывании Шмидт, учитывая свою прежнюю деятельность на посту министра финансов ФРГ, оперирует теорией эконометрика Филлипса. Кривая Филлипса, развитая Самуэльсоном и Солоу, и исходившая из практических наблюдений в Великобритании, выдвигала следующую закономерность: инфляция может быть стабильной при безработице, равной 2,5%. При меньшем уровне безработицы индексация оплаты труда опережает производительность труда, что вызывает рост цен. Поэтому остается выбор – либо допустить 5% инфляции при полной занятости, либо 5% безработицы при относительно стабильном уровне цен.

<sup>243</sup> См.: *Prollius M.* Op. cit. S. 188.

<sup>244</sup> Например, президент Центрального Банка Нидерландов, Елле Зэйлстра придерживался точки зрения о том, что «конъюнктура кажется стабильной, и было бы ошибкой усиленно стимулировать спрос». См.: *Rohwäder J.* Op. cit. S. 155.

<sup>245</sup> См.: *Dieter B.* Geschichte und Struktur der Aussenwirtschaftsbeziehungen der Bundesrepublik. Köln, 1979. S. 191.

ского Института общественных исследований им. Макса Планка, Фритц Шарпф отмечает, что если ознакомиться с ежемесячными отчетами Бундесбанка и Совета по экономическому развитию в 1973–1974 гг., то с уверенностью можно сказать о том, что и государственная политика и профсоюзы неоднократно предупреждались о предстоящих катастрофических последствиях столкновения рестриктивной денежной политики и экспансивной финансовой. Шарпф считает, что никто из перечисленных участников не ожидал подобного уровня эффективности стабилизационных мер, поэтому заявления Центрального банка многими не воспринимались всерьез<sup>246</sup>.

Вектор денежной политики продолжал оставаться неизменным до четвертого квартала 1974 г., когда наметился разворот, утвердившийся в 1975 г. – Бундесбанк предусматривал постепенный переход к экспансивному курсу и одновременно декларировал год как подготовительный к новой фазе экономического роста<sup>247</sup>. Немаловажным поводом для смены курса помимо ревальвационной составляющей немецкой марки стала серия банковских банкротств на волне спекулятивных сделок с валютой. Решение было обоснованным и с точки зрения необходимости стимулирования ослабевшей конъюнктуры<sup>248</sup>. Разворот стабилизационной политики проявился в снижении процентных ставок по инструментам рефинансирования – прежде всего, была пошагово снижена с 7 до 4,5% ставка дисконтирования<sup>249</sup>. В результате рост денежной массы составил 10%<sup>250</sup>, что, однако, не способствовало достижению положительного эффекта в аспекте занятости населения. В новой системе оперативного регулирования банковской ликвидности в рамках долгосрочного таргетирования денежной массы проявился значительный недостаток: несмотря на то что рефинансирование стало доступным, инвестиционную сдержанность предприятий и осторожность домохозяйств сразу сломить не удалось. Параллельно происходила также либерализация условий притока иностранного капитала – ставка минимальных резервов по вкладам нерезидентов к осени 1975 г. снизилась до национального уровня<sup>251</sup>.

---

<sup>246</sup> Существенное влияние на данную точку зрения оказал негативный опыт рецессии между 1969 и 1972 гг. когда профсоюзы понесли потери из-за реального снижения оплаты труда. Вышедшая из кризиса экономика тогда характеризовалась растущей прибылью предприятий, инфляцией и неравномерным ростом заработной платы. Вторым важным фактором был курс экономической политики, в котором ведущая роль отдавалась фискальным мерам, а не регулированию денежного рынка. И, в-третьих, в большей степени было распространено мнение, что для снижения инфляции необходимо такое снижение спроса, которое вызовет рост безработицы, что возможно только в случае одновременных рестрикций и со стороны фискальной политики и со стороны денежной.

<sup>247</sup> Смена вектора денежной политики также объяснялась необходимостью контрмер как реакции на европейскую девальвацию в ведущих странах. Монетарные послабления в этом аспекте преследовали цель предупреждения нежелательной ревальвации марки. Несмотря на то что переход на экспансивный курс сопровождался рестриктивной политикой за рубежом, в целях соответствия курса пределам валютной змеи, Бундесбанк был вынужден реализовать в течение года иностранной валюты на сумму 6,4 млрд. немецких марок, однако это не остановило доллар от обесценения на 8%.

<sup>248</sup> См.: *Deutsche Bundesbank. Jahresbericht*. Frankfurt a. M., 1975. S. 12.

<sup>249</sup> См.: *Giersch H.* Op. cit. P. 187.

<sup>250</sup> См. Приложение 4.

<sup>251</sup> За счет введенных послаблений контроля за капиталоборотом, Бундесбанку удалось не только привлечь дополнительные кредитные ресурсы, но и сгладить девальвационный эффект от собственной экспансивной политики начиная с лета 1974 г.

Произошло первое существенное изменение стратегии – Бундесбанк больше не управляет денежной массой в целях постоянного снижения инфляционных темпов, а учитывает экономическую ситуацию и предоставляет банкам некое поле для действий, давая им возможность прирастить свободные ликвидные средства. Так или иначе, новая стратегия требовала иной взаимосвязи между целями и инструментарием Центрального банка. Предусматриваемый Бундесбанком экспансивный курс нуждался в подходах по оперативному изменению ликвидности. Экспансивные меры такого характера в будущем предполагалось осуществлять не путем классической денежно-кредитной политики, а с помощью покрытия части долгосрочного спроса банковского сектора в ликвидных средствах путем проведения политики открытого рынка<sup>252</sup>. За идеями последовала практика – в результате первого опыта по проведению операций на открытом рынке к маю 1974 г. свободные ликвидные средства банковского сектора выросли на 2 млрд. или до 6,5 млрд. немецких марок<sup>253</sup>.

Между тем, в 1975 г. второй год подряд отмечался дефицит бюджета в размере 2,5% ВВП<sup>254</sup>. Для государственного сектора ситуация была схожа с аналогичной в 1967 г. с той разницей, что теперь была принята налоговая реформа и частичное покрытие дефицита планировалось путем повышения налогов, в частности НДС на 2%. Также некоторые перспективы связывались с деятельностью правительства в лице министра финансов Апеля<sup>255</sup>, который вполне осознавал необходимость и поддержки конъюнктуры, и экономии бюджетных средств. В этих условиях был выбран вектор «дифференцированной конъюнктурной политики», согласно которому Бундесбанком была выделена дополнительная кредитная линия Ведомству по восстановлению экономики для финансирования КМУ, а правительство направило 0,95 млрд. немецких марок на специальную программу поддержки занятости регионального реального сектора. Поддерживать предполагалось в первую очередь предприятия, работающие на внутреннем рынке и стоящие перед задачей массовых увольнений. Узкий характер экономического

---

<sup>252</sup> В 1974 г. Бундесбанком были впервые проведены краткосрочные экспансии на открытом рынке. Приведя уровень процентных ставок на рынке капитала в норму, Бундесбанк сперва увеличил, а затем вновь сократил свободные резервы ликвидности банковского сектора на 2 млрд. немецких марок. Чтобы не создавать эффекта рестриктивной или экспансивной политики, центральный банк принял решение о более доступном ломбардном кредите с пониженной ставкой в 10%. Основной переход к экспансивной политике произошел с возросшей эластичностью по предложению кредитных средств, т.к. в то время Бундесбанк не реализовывал котируемые на рынке бумаги. А поэтому банки могли полагаться только на неиспользованные линии рефинансирования.

<sup>253</sup> Deutsche Bundesbank Jahresbericht. Frankfurt a. M., 1974.

<sup>254</sup> В абсолютных цифрах консолидированный бюджетный дефицит составил впечатляющие 70,5 млрд. немецких марок. Для сравнения можно привести дефицитные 1974 и 1973 гг. с 25,7 млрд. и 1,1 млрд. немецких марок соответственно. По большей части долг был направлен на покрытие уже существовавших займов от Бундесбанка в размере 4,2 млрд. марок (стабилизационные ссуды и компенсации) и долгосрочные стабилизационные инвестиции в производственные предприятия в размере 5,8 млрд. марок. Помимо этого, часть средств была направлена на прирост оплаты труда сотрудников государственного сектора и увеличение страховых выплат по безработице на 30%. Большая часть перечисленных затрат была отнесена на федеральный бюджет (в 1975 г. выплаты федерального бюджета росли гораздо интенсивнее расходов земель и общин, их рост распределялся как 18,5%, 9,1% и 5,6% соответственно). Данные по росту бюджетных поступлений и расходов см. Приложение 5.

<sup>255</sup> Ханс Эберхард Апель – с 1974 по 1978 гг. министр финансов ФРГ, после 1978 г. министр обороны.

стимулирования обосновывался тем, что на производстве экспортирующих предприятий кризис отразился в меньшей степени<sup>256</sup>.

Однако, несмотря на эффективность, данный симбиоз экономии и выборочной поддержки реального сектора дальнейшего развития не получил. Помехами выступили такие факторы, как, с одной стороны, несогласие большинства правящей коалиции с программами экономии, с другой стороны, критика оппозицией недостаточной экономии и в то же время повышающихся налогов. А Объединение германских профсоюзов (*Deutscher Gewerkschaftsverband*) вообще считало принятый вектор правительства «социально непереносимым» и «поражающим низшие слои занятого населения», а не людей с высокими доходами<sup>257</sup>.

На мировой арене среди индустриальных стран ситуация была на порядок острее. По мнению Вице-президента Центрального банка, О. Эммингера, зарубежные примеры<sup>258</sup> подтверждали, что «поступательное развитие инфляционных темпов сокрушает не только экономический, но и общественный порядок». Это способствовало еще большему убеждению Бундесбанка в правильности выбранных приоритетов. В том числе в соответствии с такой точкой зрения, а также исходя из рекомендаций Совета по экономическому развитию, с 1975 г. Бундесбанк начал впервые декларировать целевой рост денежной массы публично<sup>259</sup>. Исходя из ограниченного обозначенного в 8% роста денежного агрегата, государство и экономические агенты должны были учитывать в своих действиях, что реальный рост ВВП теперь будет происходить при снижающейся инфляции<sup>260</sup>.

Для межкризисного периода с 1975 по 1978 гг. было характерно сокращение инфляции при том, что во все годы ее прогнозное значение оказывалось выше фактического и особенно сильное расхождение отмечено по «ахиллесовой пяте» – скорости оборачиваемости денег (по причине отката стоимости нефти и ревальвации национальной валюты). Происходило парадоксально интенсивное наращивание средств на счетах в кассах, хотя в период экономического роста логичнее ожидать противоположного<sup>261</sup>. Кроме того, в эти годы денежная политика

---

<sup>256</sup> Немецкий экспорт показывал положительную динамику, за исключением 1975 г.: 1972 г. – 144 млрд., 1973 г. – 167 млрд., 1974 г. – 188 млрд., 1975 г. – 168 млрд., 1976 г. – 191 млрд. немецких марок.

<sup>257</sup> См.: Rohwäder J. Op. cit. S. 123.

<sup>258</sup> Приводится пример Англии, для которой в период кризиса были характерны не только опережающие темпы роста оплаты труда, но также дефицит счета текущих операций и девальвация. При сравнительно более высокой инфляции индексация заработной платы достигала 30% в год (в отрасли горной добычи).

<sup>259</sup> См.: Erkel S. Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank seit der Einführung des Geldmengenziels: eine empirische Untersuchung mit Methoden der Zeitreihen- und Kointegrationsanalyse. Köln, 1997. S. 27.

<sup>260</sup> Целевое значение было принято 5 декабря 1974 года и учтено правительством при утверждении программы поддержки конъюнктуры 11 декабря 1974 года. В первый год реализации цели наметилось недопонимание, которое должен был объяснить Эммингер в конце 1975 г. при установке целевого значения во второй раз: «Прирост центробанковской денежной массы в течение года определяет исключительно рамки для монетарных экспансий, но никак не означает необходимости прироста индивидуальных доходов». См.: Deutsche Bundesbank Jahresbericht. Frankfurt a. M., 1975.

<sup>261</sup> Подробнее о взаимосвязи денежной массы, скорости обращения и инфляции см.: Spahn H.-P. Op. cit. S. 175. В целом в этот период по сравнению с кризисным денежная масса M1, M2, M3 стабилизируется, падает процентная

благоприятно сказывалась на аспекте занятости. Положительное сальдо счета текущих операций (ТО) стабилизировалось на уровне 10 млрд. марок, так что после изначального экспорта занятости в 1973–1974 гг. уменьшение вдвое счета ТО не принесло видимой потери эффективности<sup>262</sup>.

Несмотря на реальную ревальвацию немецкой марки, дефицита счета текущих операций экономика ФРГ не показывала вплоть до 1978 г., хотя Бундесбанк уже высказывал свои предостережения в этот адрес. Дело в том, что в результате валютных интервенций, приводивших к ощутимым колебаниям резервов с 1974 г. до 1977 г., в конце каждого года отток и приток иностранной валюты выравнивался. Это являлось также следствием небольшой фактической ревальвации немецкой марки.

В последующие годы данная ситуация стала постепенно изменяться, так как взаимосвязь между разницей роста цен в странах и их кросс-курсами ослабевала. Если еще 1975–1976 гг. считались периодом внешнеэкономического баланса, так как обменные курсы оставались стабильными без проведения серьезных интервенций, то в 1977 г. о балансе говорить не приходилось, в т.ч. из-за колоссальной ревальвации марки и вышеупомянутой рассогласованности цен и курсов.

Фактически же статистикой фиксировался дефицит в два раза превышающий рекомендуемый. И хотя уже были запланированы серьезные меры по сокращению бюджетного дефицита<sup>263</sup> и консолидации государственных расходов (см. *таблицу 5*), вмешательства правительства в 1976 г.<sup>264</sup> в экономику все-таки привели к впечатляющему росту цен в автомобильной промышленности и повышению оплаты труда в ряде отраслей, например полиграфической.

---

ставка на рынке капитала, что свидетельствует о достаточной ликвидности. Примечательно, что в то же время государственный сектор был вынужден эмитировать долговые ценные бумаги в размере 62 млрд. немецких марок, и что очень нехарактерно для фазы роста – предприятия развивались на основе самофинансирования, 97% инвестиций осуществлялось за счет собственных средств.

<sup>262</sup> С точки зрения реальной экономики падение сальдо счета текущих операций должно восприниматься как экспорт занятости, который восполнялся снижением экспорта капитала. Снижение экспорта капитала повлияло на то, что реальный обменный курс при снижающемся счете ТО остался на стабильном уровне. По всей видимости, противодействующую роль сыграли другие определяющие факторы как ожидание ревальвации немецкой марки.

<sup>263</sup> Речь идет, прежде всего, о принятом в 1975 г. законе «Об улучшении структуры бюджета» (*Haushaltsstrukturgesetz*), который должен был залатать дыры в том месте, где они в первую очередь появились – в Федеральной службе по трудоустройству в части страховых выплат по безработице. Данная мера подразумевала увеличение членских взносов с трудящихся и сокращение выплат и была настолько эффективной, что уже к 1977 г. позволила вывести бюджет службы в профицитное состояние.

<sup>264</sup> На 1976 г. пришлось наиболее крупные бюджетные затраты (4,5 млрд. немецких марок), связанные с конъюнктурными программами, принятыми еще в 1974 г.

Таблица 5. Баланс бюджета в 1975 – 1982 гг.<sup>265</sup>

%	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
Прирост бюджетных расходов, Δ	13,3	4,5	4,9	9,7	8,4	8,4	6,4	3,7
Прирост бюджетных поступлений, Δ	2	10,8	10,7	8,2	7,6	6,8	3,1	5,5
Дефицит бюджета, млрд. марок	63,8	48	31,2	39,6	46,6	57,1	75,7	69,9

Источник: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Jahresgutachten. Wiesbaden, 1984. Tabelle 35.

В ответ Клазен инициировал новый этап денежно-кредитных рестрикций. Началом денежных ужесточений служило решение Центрального банка, принятое в мае 1976 г. о повышении минимальных резервов на четыре млрд. немецких марок. Дополнительно Бундесбанк также реализовал 87% ценных бумаг, купленных годом ранее. Новыми приобретателями стали не только реальный и частный сектор, но и зарубежные инвесторы (см. Приложение 6). После краткосрочных ужесточений второй половины 1976 г., уже в первом квартале 1977 г. Бундесбанк начал создавать условия для преодоления инвестиционной сжатости, политика была направлена на увеличение свободных резервов – расширение контингента дисконтирования и снижение минимальных резервов. В декабре ставка дисконтирования была снижена до самого возможного минимума – до 3%.

Для вновь экспансивного этапа в экономике ФРГ, можно выделить несколько основных факторов:

- опережающее рост реального сектора увеличение оплаты труда;
- заключенная в марте 1977 г. многолетняя «Программа поддержки инвестиций» (*Zukunftsinvestitionsprogramm*), предполагавшая вливания в размере 16 млрд. марок<sup>266</sup> и Боннское соглашение от 1978 г., предполагавшее реализацию ежегодных программ повышения потребительского спроса на 1% от ВВП<sup>267</sup>.

<sup>265</sup> Консолидация государственных расходов на этом была продолжена и в общем итоге привела к сокращению дефицита федерального бюджета с 63,8 млрд. марок в 1975 г. до 31,2 млрд. марок в 1977 г.

<sup>266</sup> На 1978 г. согласно программе выделялось 6,5 млрд. марок, главным образом средства были адресованы строительной отрасли. Также Программа предусматривала поддержку транспортной инфраструктуры, рационализацию энергопотребления, строительство очистных сооружений, образовательных центров. В итоге суммарные затраты компенсировали эффект консолидации расходов, проведенной в соответствии с законом «Об улучшении структуры бюджета». Кроме данной программы в 1977 г. Бундестаг принял программу энергосбережения, инициированную правительством и предполагавшую инвестиции в течение трех лет в сумме 4,5 млрд. немецких марок. Новые экспансивные планы правительства в корне дискредитировали торжественную речь Клазена по случаю выбора 1 июня 1977 года Эммингера президентом Бундесбанка, а Карла Пёля вице президентом, в которой он обращался к министру финансов Апелю со словами: «Сейчас наше сотрудничество значительно облегчилось, потому что Вы пострадали от бюджетного дефицита также как и Бундесбанк».

<sup>267</sup> См.: Rödder A. Op. cit. S. 180.

Что удивительно, в правительственных кругах в это время критиковали резкое снижение государственного долга, так что Апелю пришлось заложить на 1978 г. в некоторой степени еще более экспансивную бюджетную политику<sup>268</sup>.

К 1978 г. высшей точки достигли разногласия между работниками и работодателями. Преобладание первых в контрольных советах профсоюзов побудило предпринимателей к обращению в конституционный суд. В ответ со стороны профсоюзов донеслись возгласы о господстве предпринимательского эгоизма и ломкости социального мира. Как и прежде они полагались на стимулирование потребления и преодоление безработицы государственными силами<sup>269</sup>. Бундесбанк в лице Пёля высказывался касательно других не столь явных опасений – замедления скорости оборачиваемости денежной массы, связывая с этим потенциально негативное воздействие на уровень инфляционного роста со всеми вытекающими последствиями для стабильного экономического роста. На самом же деле реальные данные в ходе рассматриваемого периода показали скорее отсутствие какой-либо зависимости между собой (см. таблицу б).

**Таблица б. Изменение скорости оборачиваемости денежной массы и уровня использования производственного потенциала в 1972 – 1983 гг.**

	1972 г.	1973 г.	1974 г.	1975 г.	1976 г.	1977 г.	1978 г.	1979 г.	1980 г.	1981 г.	1982 г.	1983 г.
$\Delta Wzbg, \%$	-2,8	0,5	1,0	-3,3	0,0	-2,3	-3,3	2,5	1,5	-0,5	-1,1	-1,6
$\Delta Wa, \%$	-0,6	1,6	-3,0	-4,3	2,4	0,4	0,6	1,8	-0,7	-2,7	-2,6	-1,3

Примечание:  $\Delta Wzbg$  – среднегодовой темп изменения скорости оборачиваемости денежного агрегата,  $\Delta Wa$  – уровень изменения степени нагрузки производственных мощностей.

Источник: Rödder A. Op. cit. S. 147.

Между тем, стабилизационной политике в первом квартале 1978 г. все еще соответствовал экспансивный курс – процентные ставки на рынке денег составили самые низкие уровни в период с 1969 по 1982 гг. (см. Приложение 7 Структура процентных ставок Центрального банка).

С 1978 г. период монетаристской концепции управления денежной массой впервые подвергся качественному изменению. С этого года Бундесбанк стал регулярно поддерживать рынок капитала через операции на открытом рынке и в течение года активно проводил покупки ценных бумаг с обязательством обратного выкупа (см. таблицу 7). При этом банк оценивал скорее негативно последствия своего вмешательства на уровень ставок – по его мнению, слишком экспансивная стратегия была способна подогреть инфляционные ожидания. Поэтому одновре-

<sup>268</sup> Параллельно с налоговыми послаблениями предприятий, планировалось снижение бюджетных поступлений на сумму около 10 млрд. марок.

<sup>269</sup> В дебатах 1978 г. на обсуждении бюджета Шмидт уделил отдельное внимание восстановлению взаимопонимания сторон – задача была поручена лично министру Апелю.

менно покупая новые бумаги, Бундесбанк реализовывал на рынке бумаги 1976 г., чтобы сгладить эффект от предоставления новой ликвидности. Надо отметить, что данные мероприятия Бундесбанка сыграли на руку местным бюджетам, т.к. приращение ликвидности банковского сектора позволило в это время реализовать муниципалитетам ценные бумаги в крупном объеме для финансирования все того же дефицита.

**Таблица 7. Инструменты денежно-кредитной политики в сумме кредитования банковского сектора в 1979 – 1982 гг., млн. немецких марок**

	1979 г.	1980 г.	1981 г.	1982 г.
<b>Политика дисконтирования</b>	24'175 (78,3%)	34'292 (82%)	43'445 (85,2%)	45'914 (77,6%)
<b>Ломбардная политика</b>	5'126 (16,6%)	4'782 (11,5%)	3'652 (7,2%)	3'466 (5,9%)
<b>Политика открытого рынка</b>	1'579 (5,1%)	2'726 (6,5%)	3'891 (7,63%)	9'781 (16,53%)
<b>Итого</b>	30'880	41'800	50'988	59'352

Источник: Issing O. Op. cit. S. 31.

Бундесбанк же вплоть по 1978 г. не прекращал экспансии не только по причине состояния платежного баланса. Во втором квартале стал проявляться отток иностранной валюты и Эмиссионный банк был вынужден уменьшить требования к величине минимальных резервов в целях компенсации потери ликвидных средств<sup>270</sup>. Одновременно происходила продажа ценных бумаг на открытом рынке, преследовавшая задачу недопущения резкого роста процентных ставок на рынке капитала. Продолжая данный курс до конца 1978 г. Эммингер рассчитывал, что необходимость в рестриктивной политике не наступит: «Мы не хотим, и не будем действовать в осложнение конъюнктуры»<sup>271</sup>. Одновременно с этим по итогам года был зафиксирован рост денежной массы в 14%, намного превышающий плановый в 8%<sup>272</sup>. Это означало, что вопреки надеждам за экспансиями до 1978 г. следовала фаза рестрикций.

<sup>270</sup> Еще одно нововведение касательно минимальных резервов ждало банковский сектор с 1978 г. До этого года Бундесбанк подразделял отделения банков на те, которые находятся в месте присутствия филиала центрального банка и те, которые находятся обособленно. Поскольку обособленные банки были вынуждены хранить на кассовых счетах большие денежные суммы, то в отношении них существовали привилегии в виде сниженных норм минимальных резервов. С 1978 г. эти привилегии были полностью отменены ввиду того, что кассовые остатки в национальной валюте теперь входили в состав минимальных резервов.

Послабления в части минимальных резервов, однако компенсировало другое решение Бундесбанка – применение дифференцированной ставки при их расчете. С 1978 г. относительно трех типов суммарного объема вкладов, подлежащих резервированию, была введена трехступенчатая градация: процентная ставка повышалась при суммарном объеме вкладов от 10 до 100 млн. и более 100 млн. марок, разрыв между минимальной и максимальной ставкой мог достигать до 5%. Поскольку во многих банках объем вкладов с течением времени приблизился к эквиваленту третьей ступени, то в период с 1986 по 1994 гг. данная градация была полностью отменена, уступив место единой процентной ставке.

<sup>271</sup> См.: Ibid. S. 161.

<sup>272</sup> См. Приложение 4.

В ноябре 1978 г. Эммингер выступил с идеями защиты внутреннего рынка от внешних воздействий, которые могут возникнуть в мировых масштабах из-за долларовых проблем. Проявлением этих проблем стало обстоятельство за пределами валютного рынка – решение ОПЕК от 17 декабря 1978 года о последовательном повышении цен на нефть на 10%. Зависимая от внешней конъюнктуры, экономика Германии, конечно, не осталась в этой ситуации незатронутой. В этих условиях проявилась важная для денежной политики проблема. А именно зависимость инфляционной составляющей от компромисса между работодателями и сотрудниками в аспекте разделения дохода. Потенциальную опасность представляла вероятность, что если фискальная политика не уделит должного внимания ценовому росту, то нацеленная на обуздание инфляции денежная политика будет эффективна, либо путем пагубного давления на экономику реального сектора, либо неэффективна вовсе.

К 1979 г. экономический рост был прерван и начался период самой жесткой конфронтации между политикой правительства и стабилизационными мерами Немецкого бундесбанка. На очередные рестрикции, как и предполагалось, правительство среагировало контрпродуктивно. После увеличения минимальных резервов на 5% и поднятия ломбардной ставки с 3,5% до 4%, государственный секретарь Ланштайн от лица министра финансов Маттхёфера охарактеризовал меры Центрального банка как преждевременные и опасные для конъюнктуры. В ответ Бундесбанк обрушился на правительство с обвинениями в создании избыточного спроса в сфере строительства, возникшего не в последнюю очередь из-за раздувания государственных контрактов<sup>273</sup>. Рост государственной поддержки произошел отчасти из-за переоценки инвестиционными программами предельных мощностей отрасли, а в некоторой степени государственное стимулирование совпало и с ростом частного спроса. В этом вопросе Йенс Роведер склонен полагать, что наиболее пагубное влияние оказали Программа будущих инвестиций (*Programm für Zukunftsinvestitionen*) и циклическое расходование средств местными бюджетами<sup>274</sup>. Но именно дисбаланс в динамике расходов федерального и бюджетов местных уровней вызывал

---

<sup>273</sup> «В некоторых сферах рост уже упирался в границы мощностей, что например, в строительной отрасли уже привело к инфляционным движениям» (Эммингер, 26 марта 1979 года). Кредитная экспансия осуществлялась в основном через сберегательные кассы и кооперативные банки, которые помимо МСБ специализировались на финансировании жилищного строительства. Одни только сберегательные кассы в 1978 г. выдали ипотечных кредитов на 60% больше сравнительно предыдущего года. А в 1979 г. ценовой скачок в строительстве составил около 16% по сравнению с 1978 г. Совет по финансовому планированию (*Finanzplanungsrat*) также как и Бундесбанк предлагал сократить кредитование строительства. Но, вместо рекомендованного сокращения строительных программ на треть, последовал лишь 10%-ый откат, что свидетельствовало в который раз о негибкости государственного стимулирования, его процикличности и пагубности в аспекте образования государственного долга и роста цен.

<sup>274</sup> Стоит отметить, что решения о финансовых вливаниях принимались правительством не без учета мнения сторонних экспертов. Так, министр экономики Ламбсдорфф еще в начале 1979 г. высказался в пользу дополнительного финансового импульса, эквивалентном 10–15 млрд. немецких марок. Пёль также считал повышение расходов приемлемым. Однако сам Эммингер, позитивно оценивая будущую конъюнктуру, был против повышения государственных расходов.

особую озабоченность Бундесбанка<sup>275</sup>. Поэтому, учитывая экономическую ситуацию и то, что эффективность от кредитной экспансии Бундесбанка была фактически нулевой, смена вектора денежно-кредитной политики выглядела оправданной.

В 1979 г. впервые обозначилась проблема, не совсем свойственная для Германии – дефицит счета текущих операций. И не то, что это представляло какую-то экономическую катастрофу, но степень свободы денежно-кредитной политики теперь была ограниченной. Учитывая цели Бундесбанка, дефицитное состояние счета ТО было неприемлемо, поэтому существовало несколько вариантов выхода из ситуации:

- Бундесбанк мог принять отток капитала и вытекающие последствия в виде девальвации марки как должное. Данная политика была характерна для Японии. При ней, конечно, возрастает импортируемая инфляция ввиду удорожания импорта, но вместе с тем стимулируется экспорт и, в конечном счете, выравнивается счет ТО;

- Бундесбанк мог попытаться удержать курс марки от падения за счет валютных интервенций исходя из оставшихся резервов. Здесь существовал риск спровоцировать спекуляции и в результате использовать все валютные резервы для сглаживания валютных колебаний;

- Бундесбанк мог контролировать отток капитала, тем самым сглаживая падение обменного курса до его соответствия реальному состоянию. В случае с Германией эта стратегия вновь приводила к сочетанию рестриктивной денежной политики и экспансивной фискальной, а значит и препятствовала восстановлению занятости.

В результате, желая приостановить девальвацию марки к доллару, Бундесбанк прибегнул к рестрикциям, и поэтому ужесточение стабилизационной политики произошло при низких инфляционных темпах, что не совсем естественно. Объяснение заключается в том, что в период второго топливного кризиса велась борьба за международный капитал (см. *таблицу 8*).

---

<sup>275</sup> По рекомендации Бундесбанка, дефицит бюджетов местных уровней не должен был превышать 2% от ВВП, но, колеблясь от 6 до 2,5%, к 1979 г. он составил 2,7%. Это нарушение «джентельменского соглашения» никак не подтверждало антицикличность фискальной политики. Ведь всплеск конъюнктуры не сопровождался снижением государственного дефицита. Причина состояла, как и ожидалось, в нежелании министра финансов Маттхёфера отходить от приоритетов финансовой политики, основным из которых была поддержка занятости. В абсолютных выражениях сальдо бюджетов местных уровней имело постоянный отрицательный тренд до 1982 г. (в млрд. немецких марок): 1969 г. – (-127,8), 1975 г. – (-284,1), 1978 г. – (-403,5), 1982 г. – (646,6).

**Таблица 8. Сравнение номинальных и реальных ставок  
на рынке капитала в США и ФРГ в 1975 – 1982 гг.**

		1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
<b>Германия</b>	реальные проц. ставки	2,3	4,3	2,4	1,4	3,3	3,9	5,9	4,1
	номинальные проц. ставки	8,5	7,8	6,2	5,7	7,4	8,5	10,4	8,9
<b>США</b>	реальные проц. ставки	-2	0,9	1,2	0,4	0,2	1,1	3,7	4,9
	номинальные проц. ставки	7	6,8	7,1	7,9	8,7	10,8	12,9	12,2

Источник: Rohwäder J. Op. cit. S. 227.

Между тем, инфляционный риск становился все более вероятнее риска конъюнктурного. По сравнению с угрозами, создаваемыми топливным кризисом, дефицит бюджета отодвигался на второй план. К октябрю 1979 г. по сравнению с декабрем 1978 г. средний рост цен на нефть составил 60%, что намного превысило ожидания общественности. Кроме того, нельзя не учесть уже упомянутый внешнеэкономический фактор, негативно влиявший на стабильность цен в немецкой экономике с 1979 г. – ужесточение валютной политики в США, которое привело к снижению краткосрочных курсовых колебаний и частичной реабилитации доллара.

Итогом начальных рестрикций к марту 1979 г. стало сокращение резервов ликвидности банков на 70% или с 13,8 млрд. марок до 4,1 млрд. марок. Пересмотру подверглись ставки всех инструментов денежно-кредитной политики кроме ломбардного кредита, обращение к которому к марту 1979 г. составило эквивалент в 10 млрд. немецких марок. Чтобы рассредоточить действие инструментария, был расширен контингент редисконтирования. Но, ввиду большого оттока капитала и чувствительной к политике и рынку реакции банковского сектора, Бундесбанк как никогда нуждался в краткосрочно действенном и точном инструменте.

В мае 1979 г. кругу банков, допущенному к редисконтированию, была предложена покупка ценных бумаг с обязательством их выкупа по истечении 30 дней (*Wertpapierpensionsgeschäft*). Обратившись к временным сделкам на рынке ценных бумаг, 19 июня 1979 г. Центральный банк выкупил по ставке в 5% ценные бумаги эквивалентом в 7,6 млрд. марок<sup>276</sup>. Последующие сделки на открытом рынке сопровождались более высокими ставками рефинансирования – до 7,75%.

С апреля того же года Бундесбанк начал осуществлять сделки СВОП с иностранной валютой. Ожидалось, что банки будут обращаться к евторынку с целью покупки доллара и тем самым препятствовать затяжному падению курса немецкой марки. После того, как в июне курс американской валюты снова вырос, в августе Эмиссионный банк прибегнул к ряду новых сделок, привязав заключенные операции на открытом рынке к ценным бумагам казначейства

<sup>276</sup> Ломбардный кредит был успешно разгружен, поскольку ставка по нему была повышена до 5,5%.

США. Преимущество заключалось в том, что рынок валюты ощутимо освободился от колебаний и лишился непосредственных препятствий дальнейшему росту доллара<sup>277</sup>.

В 1979 г. правительство в лице канцлера и министра финансов снова было склонно занимать позицию Центрального банка и ясно представляло новые цели: восстановление и обеспечение экономического роста<sup>278</sup>. Было запланировано снижение дефицита бюджета на 1,5 млрд. марок за счет последовательной консолидации бюджета<sup>279</sup>. Но Бундесбанк по-прежнему не устраивали принятые на 1981 г. программы сокращения налогов на доходы предприятий и граждан. Учитывая негативный опыт предыдущего кризиса, правительство при посредничестве Союза работодателей инициировало договоренность с предприятиями о замораживании краткосрочных ценовых колебаний с целью компенсации утраченной прибыли.

В условиях неопределенности экономического развития в период кризиса, к 1980 г. Бундесбанку было ясно, что ни фискальная, ни денежная политика более не в состоянии успешно решать проблему безработицы. По данным Эммингера, при четырех процентном экономическом росте, ресурсы труда уже были ограничены, то есть при целевом экономическом росте в 3,5% безработица должна была стремиться к повышению. После четырех лет государственной политики стимулирования занятости, Бундесбанк начал требовать естественного или рыночного регулирования доходов для более устойчивой конъюнктуры. Позиция Центрального банка подкреплялась статистическими данными, согласно которым около 750 тыс. безработных по тем или иным причинам были потенциально неэффективными<sup>280</sup>. А это означало дальнейший новый виток требований профсоюзов о среднем повышении доходов до 10%<sup>281</sup>. Опасения Бундесбанка по поводу раскручивания спирали рост оплаты труда/рост цен снова оправдались.

К 1980 г. в профессиональных кругах составилось определенное мнение касательно американской валюты. Член правления Бундесбанка Гут высказался за кросс-курс 1,80 немецкой марки за доллар США при поддержании Д. Картером денежного курса главы ФРС Пола Волке-

<sup>277</sup> По итогам года денежная масса выросла на 6,3%, а инфляция все же тоже показала прироста на 4,2%, несмотря на рестрикции. Счет ТО впервые с введения плавающих валютных курсов показал отрицательное сальдо, так как импорт капитала в это время прирастал крайне слабо, проявился дефицит платежного баланса, который Бундесбанк стал покрывать за счет продажи иностранной валюты. Можно сказать, что с позиции Бундесбанка в итоге удалось соответствовать намеченной цели по росту денежной массы, в то время как в сравнении с маркой доллар вновь девальвировал.

<sup>278</sup> Неожиданным стало довольно лояльное отношение профсоюзов к темпам роста оплаты труда в 1979 г. В особенности, если учитывать одну из самых длинных забастовок в 44 дня, предпринятой сотрудниками металлургической отрасли.

<sup>279</sup> См. Приложение 5.

<sup>280</sup> По данным министерства труда, структура безработных включала следующие группы: 250 тыс. нездоровых, 155 тыс. в поиске временной занятости, 200 тыс. не испытывающих необходимости труда. В результате многие предприятия перестали заявлять о вакансиях, так как были уверены в неудачном найме.

<sup>281</sup> Между тем, рост ВВП в 1980 г. оценивался на уровне 2,5%, инфляция на сентябрь 1979 г. составила 5%. Бундесбанк, мотивируя повышенные темпа роста цен поднятым на 1% НДС и в целом развязыванием государственных расходов, на 1980 г. определял при инфляции в 4,5% допустимый уровень роста оплаты труда в 6%. Реальное повышение оплаты труда в структуре затрат предприятия на 1980 г. составляло 8,2% (в сравнении с 3,6% в 1979 г.), потребительские цены же выросли только на 5,5%. Подробнее см.: *Sachverständigenrat für Wirtschaftsentwicklung. Jahresgutachten*. Stuttgart, 1986 S. 47.

ра<sup>282</sup>. По крайней мере, никто уже не сомневался в том, что доллар не ослабит позиций. Осенью 1980 г. научно-исследовательские институты ФРГ прогнозировали увеличение притока иностранной валюты параллельно с новым витком цен на топливо вследствие последовавшего после начала кризиса удорожания импортных товаров, ввозимых странами ОПЕК<sup>283</sup>. Тенденция перехода к политике ограничения инфляции становилась все более явной не только в США, но и других развитых странах. На совещании МВФ директор Ларозье советовал всем участникам блока стабилизировать денежное обращение, несмотря на угрозу рецессии, исходившую в первую очередь со стороны США. Борьба с инфляцией была продекларирована в качестве приоритета и между участниками ОЭСР и ГАТТ<sup>284</sup>. К концу 1979 г. удалось достичь намеченных целей, когда ФРС США вновь задала повышенную планку в части стоимости кредитных ресурсов. Тогда Бундесбанку пришлось обратиться ко второй стратегии поддержки обменного курса посредством валютных интервенций, в чем ему поначалу также сопутствовал успех. В середине 1980 г. когда марка начала терять стоимость по отношению ко всем ведущим валютам, и на интервенции было израсходовано более четверти ЗВР, Бундесбанк вновь прибегнул к третьей стратегии. В итоге жесточайших рестрикций, прирост денежной массы и инфляционных темпов в 1980–1981 гг. находились не только в нижних прогнозных значениях, но и были минимальными в международном сравнении.

---

<sup>282</sup> В 1979 г. на встрече с Эммингером в Германии представители США в составе с руководителем ФРС Волкером приняли решение о санации национальной валюты и смене денежно-политического курса на рестриктивный (параллельно с введением денежного таргетирования на основе показателей M1 и M2 на основе инструмента - ставки по федеральным фондам). На сей раз это были концепциональные перестановки в валютной политике – от регулирования процентных ставок к управлению денежной массой. Причем этим решением вполне определенно руководила ориентация на немецкий опыт. Данное решение от 6 октября 1979 года знаменовало эпохальную веху в экономической истории не только в отношении США, но и для всего мира, так как вместе с ним начала проводиться американская политика по борьбе с инфляцией, которая развернула всю мировую экономику.

<sup>283</sup> Министр энергетики Саудовской Аравии, Ямани, обратился к странам-потребителям со следующей речью: «В случае если мировой спрос на нефть до 1990 г. будет расти ежегодно на 2,5%, а после 1990 г. до 2000 г. на 2%, и если ежегодно будут разведываться до 19 млрд. баррелей нефти, то перед Саудовской Аравией не будет стоять задачи покрытия дефицита торгового баланса за счет роста цен на нефть». Подробнее см.: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*. 07.11.1979 S. 15.

<sup>284</sup> В результате смены монетарного курса ФРС, с 1979 г. немецкая валюта все более приближалась к вероятности девальвации, также как и экономика Германии теряла привлекательность для иностранного капитала. Происходил данный процесс в четыре этапа. С октября 1979 по май 1980 гг. был достигнут исторический минимум марки к доллару – соотношение 1,7/1. С января 1980 г. немецкая экономика впервые за долгие годы ощутила регулярный отток валюты. С февраля по апрель 1980 г. в результате агрессивных рестрикций ФРС марка обесценилась по отношению к доллару на 13,7%, в эти три месяца Бундесбанк был вынужден покрыть дефицит иностранной валюты в эквиваленте 13,5 млрд. немецких марок, сразу на время оказавшись в нижних границах валютного коридора ЕВС. С апреля по июль 1980 г. произошел откат – марке вновь удалось вернуться к курсовым соотношениям, действовавшим до 1980 г. По итогам первого полугодия Бундесбанку удалось поддержать более высокий уровень рестрикций по сравнению с ФРС и соответственно повысить рентабельность иностранного капитала (был зафиксирован несущественно положительный баланс капитала). Во второй половине года тренд на снижение курса немецкой марки продолжился, частично из-за политических перестановок, но по большей части из-за смягчения денежной политики. В третьей и четвертой фазе заметен конфликт целей – между управлением платежным балансом и внутренней конъюнктурой. По результатам года, фактический прирост денежной массы находился в нижних границах прогноза, что говорит, в том числе об упущенной возможности провести безболезненные интервенции. Не совсем ясно, почему в четвертой фазе Бундесбанк изменил своим представлениям, так как при наличии дефляции не должно возникать угрозы чрезмерного роста оплаты труда, проблему лишь составлял тот факт, что дефицит валютных операций покрывался за счет валютных резервов, а не за счет импорта капитала.

На фоне увеличения резервов немецкой марки в зарубежных эмиссионных банках с 2 до 12% начиная с 1970-х гг. или абсолютного прироста с 3 до 85 млрд. немецких марок руководство Бундесбанка задалось вопросом: «Если накопление немецкой валюты происходило в течение всех пройденных лет при постоянном положительном счете ТО и как номинальной, так и реальной ревальвации марки, то что ожидает рынки, если Германия более не сможет демонстрировать столь положительных результатов»? Ответ на этот вопрос не заставил себя ждать.

Решение ОПЕК от декабря 1980 г. о повторном повышении стоимости нефти на 10%<sup>285</sup> вновь наихудшим образом отразилось на росте цен и ожиданиях динамики оплаты труда в Германии. Кроме того, хотя экспорт ФРГ в страны ОПЕК и вырос на 19%, но в тоже время гораздо менее интенсивно экспорта других индустриальных стран (+30%). Германия теряла конкурентные преимущества, в особенности в сравнении с успехами Японии<sup>286</sup>.

В ситуации повышающихся затрат предприятий на оплату труда Бундесбанк был вынужден продлевать политику сохранения внутренней и внешней стабильности валюты путем рестрикций. Сценарий оставался прежним: рост цен на энергоносители приводил к снижению реальных доходов капитала, но не к равнозначному снижению затрат на трудовые ресурсы, то есть реакция изменения оплаты труда не была достаточной, поэтому заграничные инвестиции в капитал, находясь в поиске положительного экономического результата, запустили процесс перемещения собственности в отраслях из одной в другую. Уверенности инвесторов препятствовала незамедляющаяся девальвация, поэтому бегство инвесторов из немецкой валюты и капитала было продолжено.

Под влиянием нового витка рестрикций центробанковская денежная масса выросла всего на 4,9% из предусмотренного коридора в 5–8%, но инфляционный рост составил более 5%<sup>287</sup>. По меркам эмиссионного банка, эта инфляция была внушительной, хотя и на порядок ниже, чем в других странах. Несмотря на это обозначилось снижение валового продукта, а вместе и с этим второй виток рецессии после введения плавающих валютных курсов. По результатам 1980 г. экономику ФРГ настиг обвал конъюнктуры. Страна фиксировала самый высокий уровень дефицита счета ТО среди индустриальных стран – 25 млрд. немецких марок. Экономический упадок сопровождался снижением производительности ввиду роста цен на топливо и все более из-за роста оплаты труда. Отсюда происходило падение рентабельности в реальном секторе и сокращение инвестиционной активности. Предприятия снижали долю самофинансирования и все чаще стали прибегать к займам на еврынке. На внутреннем рынке ввиду менее привлека-

---

<sup>285</sup> Официально данное решение ОПЕК было связано с нестабильностью в регионе, затруднениями поставок топлива из-за военного столкновения между Ираком и Ираном.

<sup>286</sup> Положение дел в США было диаметрально противоположным – фиксировались рост производства, положительный баланс счета ТО.

<sup>287</sup> См. Приложение 4.

тельных процентных ставок сокращалось банковское кредитование. Перечисленные обстоятельства набрали максимальные обороты в 1981 г.

Исходя из ситуации, Бундесбанк решается на экстренные меры. В феврале 1981 г. он полностью отменяет ломбардный кредит, что заставляет мгновенно увеличить стоимость займов на внутреннем рынке. Смысл действий Бундесбанка был в том, чтобы дождаться послаблений денежно-кредитной политики со стороны ФРС и снижения курса доллара, и уже в этом случае проводить собственные экспансии. Эта позиция была довольно альтруистична и, надо полагать, вызывала восхищение общественности<sup>288</sup>. Но, к сожалению, фактором-помехой выступило запланированное еще в 1978 г. развертывание масштабных государственных программ и заказов.

Здесь нужно добавить, что совершенно удивительным образом, Германией не обсуждался и не был использован опыт Японии по части ограничения оттока иностранной валюты. Вполне реализуема была бы практика раздельного управления обменным курсом в виде фиксированного курса для торговых операций и свободного плавающего – для финансовых. Йенс Ровэдер, исследуя кризисный период в истории Бундесбанка, считает, что применив данную политику, Германия смогла бы снизить потери на рынке труда и достичь более низких инфляционных темпов. В этом случае, немецкая марка, правда, потеряла бы свою функцию резервной валюты, но зато более стабильные позиции марки могли облегчить последующее денежно-политическое регулирование<sup>289</sup>. Здесь в пользу решения Бундесбанка выступают несколько аргументов. Во-первых, политические условия в виде широкой представленности Свободной демократической партии Германии (*FDP*) в составе коалиции, представляли барьер на пути введения контроля за оборотом иностранной валюты. Во-вторых, немецкая экономика, будучи образцовой для европейских стран, сопутствовала бы всеохватному развитию протекционизма, последствия которого в виде угрозы дезинтеграции и падения совокупного спроса могли бы оказаться куда более серьезными. В-третьих, основная проблема, по мнению Карла Шиллера, выступившего в апреле 1981 г. на конференции в Ганновере, все же была в том, что Бундесбанк действовал единолично, без поддержки фискальной политики. И, в-четвертых, отдельным фактором давления на стабилизационную политику стоит выделить гипертрофированный рост рынка капитала с конца 1970-х гг.

---

<sup>288</sup> Пока лидирующие развитые страны были заняты вопросом санации собственных экономических систем, последствия взаимосвязанных событий конца 1970-х гг. привели к неожиданному для многих финансовому кризису, ударившему в первую очередь по странам Восточной Европы.

<sup>289</sup> См.: Rohwäder J. Op. cit. S. 205.

Качественный разворот фискальной политики, в поддержке которого остро нуждался Бундесбанк, произошел лишь в 1982 г. со сменой правительства<sup>290</sup> и приходом к власти Христианско-демократического союза (CDU) под руководством Г. Коля, сумевшего переориентировать экономическую политику в сторону создания условий для притока зарубежного капитала на внутренний рынок, в том числе посредством стабилизации государственного бюджета и темпов роста цен. К этому времени можно сказать, что канцлерство Шмидта утратило доверие ввиду неспособности решить 3 основные задачи, актуальные на то время – снижение темпов инфляции, решение энергетической проблемы, консолидация государственного бюджета<sup>291</sup>. на смену экономического курса весомое воздействие оказал Совет по экономическому развитию, который уже в начале 1980-х гг. видел бесперспективность политики стимулирования спроса. В годовом отчете 1981 г. говорилось: «Спрос не является величиной самостоятельной и независимой от предложения. Наоборот, именно предложение в виде производства товаров и услуг посредством роста дохода создает платежеспособный спрос. Предложение создается там, где есть инвестиции или иными словами, подготавливается база для будущего производства».

До смены власти правительство успело начать реализацию трех достаточно важных для экономики проектов. 8 апреля 1981 года была разработана и внедрена методика поддержки частных инвестиционных проектов в сфере энергосберегающих технологий в сумме 6 млрд. немецких марок, исходящих главным образом от МСБ. Сама финансовая сторона проекта была удачной, так как бюджет возмещал лишь размер субвенционной ставки, равной 2,25%. Основные займы осуществлялись за счет зарубежных средств<sup>292</sup>. 2 сентября 1981 года правительством была принята Программа бюджетной реструктуризации на 1982–1985 гг., которая должна была разгрузить бюджет более чем на 50 млрд. немецких марок. И хотя данная программа предусматривала сокращение далеко не всех чрезмерно раздутых выплат, но все-таки с увеличением налогов на потребление, сокращением трансфертных выплат, структурный дефицит существенно сократился, по оценкам Совета на 7 млрд. марок в 1982 году по сравнению с 1981 годом. Местные бюджеты, однако, не смогли показать впечатляющей экономии<sup>293</sup>.

---

<sup>290</sup> Вообще весь период с 1969 по 1982 гг. в той или иной степени можно классифицировать как неудачное смешение политики. В конечном счете, трудно покрываемый государственный дефицит при снижении инвестиционной квоты и росте краткосрочного кредитования и сбережения привел к тому, что Бундесбанк проводил ограничивающую инвестиции стабилизационную политику с рекордно высокими процентными ставками, а правительство стимулирующую потребление политику поддержки занятости с рекордными дефицитами.

<sup>291</sup> Консолидировать предстояло задолженность в сумме 25 млрд. марок по расчетам Бундесбанка и 40 млрд. немецких марок, по мнению Совета по экономическому развитию. Также для оздоровления бюджета было необходимо зафиксировать рост налогов и снизить расходы. Энергетический сектор нуждался кроме финансовых инициатив, также в создании долгосрочных и прозрачных правил строительства атомных электростанций и жилья, а также законодательной базе по защите окружающей среды.

<sup>292</sup> Даже государственные учреждения стали сокращать свои дефициты за счет размещения облигаций на иностранных рынках, главным образом в арабских странах-экспортерах нефти.

<sup>293</sup> Зато с 1980 г. местные власти стали прибегать к займам на внешних рынках. Так, в 1980 г. из 54 млрд. марок заимствовано за рубежом было 22 млрд. марок, а в 1981 г. из 77 млрд. 23 млрд. марок. См. Приложение 5.

Значение правительственной инициативы оказалось весомым для того, чтобы так называемая «операция 82» повлияла на упразднение рестриктивного курса Бундесбанка<sup>294</sup>. Кроме того, с конца 1981 г. обозначилась долгосрочная тенденция снижения стоимости нефти, так как после фиксации падения мирового потребления топлива, страны ОПЕК, собравшись в очередной раз, не смогли прийти к консенсусу касательно снижения нефтедобычи<sup>295</sup>. Позитивный фон для валютного рынка составляли новости с финансовых рынков – в начале 1982 г. впервые за кризисное время ФРГ удалось выйти в плюс по счету ТО. Немецкие экспортеры снова начали отыгрывать свою репутацию, как производящие качественную продукцию и отличающиеся жесткой дисциплиной в поставках. Свой вклад в стабилизацию капиталоборота также внесла договоренность Бундесбанка и коммерческих банков, согласно которой последние в первом квартале 1982 г. отказывались от обращения к долгосрочным зарубежным кредитам. В конце года кризис можно было считать преодоленным.

По итогам 1982 г. можно следующим образом кратко описать положение стабилизационной политики: поскольку зависимость от вновь возрастающего рестриктивного курса ФРС была определяющей, в период большой разницы между процентными ставками для Бундесбанка важно было сохранить веру инвесторов в ожидаемую ревальвацию марки. Но фактически Центральный банк стал свидетелем того, как особенно небанковский сектор в больших объемах приобретал облигации в иностранной валюте. Отрицательный баланс капитала в первом полугодии 1982 г. (-14,8 млрд. марок) должен был компенсироваться краткосрочными притоками средств. Но, поскольку основную опасность представлял рост безработицы с 4% в 1979 г. до 9% в 1982 г., то для Бундесбанка не оставалось выбора, кроме как возглавить процесс увеличения рефинансирования<sup>296</sup>. При этом важными задачами для него оставались не только постепенное снижение процентных ставок, но и стабилизация ожиданий. Денежно-кредитные послабления до весны 1982 г. происходили по классической схеме. Сначала была снижена по сравнению с ломбардным кредитом на 1% ставка дисконтирования. При относительной стабильности валютного рынка планировалось снижать далее процентные ставки по «сигнальным» инструментам. Перед увеличением доступности средств Бундесбанка, исходная ставка по временным сделкам с ценными бумагами была равна 12,5%, ломбардному кредиту – 12%, дисконтированию – 7%<sup>297</sup>. С конца 1981 по начало 1982 г. важнейшим источником пополнения ликвидности для банковского сектора выступила политика открытого рынка. Однако, несмотря на экспан-

---

<sup>294</sup> Хотя смену монетарного курса нельзя считать само собой разумеющейся. В своем заключении от июля 1981 г. Совет по экономическому развитию даже призывал Бундесбанк к ужесточению рестрикций в целях противодействия девальвации относительно доллара.

<sup>295</sup> Данная неопределенность была связана с мировым сокращением потребления топлива. С 1978 по 1982 гг. потребление нефтяного топлива в Германии в среднем сократилось на 25%.

<sup>296</sup> См.: Rohwäder J. Op. cit. Tabelle 4.

<sup>297</sup> См.: Приложение 7.

сивные меры и положительные прогнозы аналитиков, ВВП в 1982 г. снизился на 1,1%. Главным фактором было сокращение реального дохода и потребления. Ключевым стало и сокращение спроса на немецкий экспорт со стороны стран ОПЕК.

Вслед за Германией последовал разворот денежной политики многих европейских стран (на экспансивный курсы перешли Швейцария, Нидерланды, Швеция, Франция) и Японии. Денежная политика ФРС в конце 1981 г., также смогла переориентироваться, но акцент Рейгана на проблеме колоссального дефицита бюджета вскоре снова восстановил в США прежний курс денежно-кредитной политики.

На смену периода «импортирования инфляции» с 1974 г. пришло время «загрязненного плавания». Инструментарий Бундесбанка впервые подвергся корректировке. Во-первых, Центральный банк отказался от протекционистских мер регулирования ликвидности банковского сектора. Во-вторых, наметился путь на создание и использование инструментов точного регулирования денежной массы. До 1978 г. преобладающее значение в денежно-кредитной политике отводилось классическому инструментарию. Непосредственно вектор стабилизационной политики в фазе кризиса 1973-1975 гг. носил рестриктивный характер (в целях подавления излишнего инфляционного роста), в фазе умеренного экономического роста в 1976–1977 гг. – экспансивный характер (в целях стимулирования конъюнктуры и ограничения ревальвации немецкой марки), а в фазе второго топливного кризиса с 1979 г. был снова переориентирован на ограничительные меры (ввиду необходимости противодействия оттоку капитала и девальвационному давлению на немецкую марку). Последовательность смены вектора позволяет утверждать о процикличности стабилизационной политики в 1973–1982 гг.

Очевидным достижением Центрального банка Германии стало внедрение и регулярное использование в 1978 г. политики открытого рынка. В 1979 г. он впервые осуществил рестрикции с применением подвида политики открытого рынка – срочными сделками с ценными бумагами. Затем практика Бундесбанка дополнилась аналогичными срочными операциями и на валютном рынке. Также важным изменением выступил переход от публичного объявления фиксированного целевого роста денежной массы к его установлению в рамках диапазона значений. В свою очередь был продолжен курс на упразднение политики минимальных резервов: вводилась дифференцированная процентная ставка, определявшая долю резервирования в зависимости от объема депозитов в кредитной организации.

Ни в одном из прогнозных периодов не были достигнуты целевые значения роста денежной массы. Данное обстоятельство объясняется как гибкостью приоритетов стабилизационных мер Бундесбанка (целью которых могло быть не только обуздание инфляции, но и поддержание конъюнктуры, ликвидности банковского сектора вследствие оттока капитала, а также курса

немецкой марки), так и дефицитным состоянием государственного бюджета, а также ростом оплаты труда, определяемым тарифными соглашениями профсоюзов.

С уверенностью можно утверждать о несоответствии векторов стабилизационной и фискальной политик в рассматриваемые годы за исключением межкризисного периода, когда правительством были приняты решения по реструктуризации, снижению расходной части и увеличению налоговых поступлений в целях снижения бюджетного дефицита. По большей части государственная экономическая политика по-прежнему была направлена на стимулирование спроса. Социал-либеральная коалиция проводила политику согласно приоритетным целям: усиленное влияние государства на экономику, рост государственного потребления, распределение доходов в пользу работающих по найму.

Последствия от такой политики ощущались еще в течение нескольких лет после смены правящей коалиции: четырехкратно возросшая безработица (с 270 тыс. в 1973 г. до 1 млн. в 1975 г. и до 2 млн. человек в 1982 г.)<sup>298</sup>, дефицит бюджетов всех уровней, неподъемная в финансовом плане система социальной защиты. В период 1973 по 1982 гг. государством было инициировано 16 бюджетных программ, прежде всего, негативно сказавшихся на росте долга, чем на реальной поддержке экономики. Кумулятивный государственный долг за этот период составил 309 млрд. марок<sup>299</sup>. Долгосрочное соответствие курсов экономической политики и стабилизации денежного обращения берет отсчет с 1982 г., когда большинство мест в парламенте получил ХДС под руководством Г. Коля. Большинство немецких экономических историков вполне обоснованно считают, что в 1970-е гг. никакой согласованности действий между Бундесбанком и правительством не было.

### **3.2. Возможности применения стабилизационной политики Бундесбанка для стимулирования общеэкономического развития ФРГ**

Немецкий бундесбанк, равно как и центральный банк любого развитого государства, является значимым участником общеэкономических процессов. Это значит, что в ходе стабилизационной политики, его воздействие распространяется не только непосредственно на его собственные приоритетные цели, но и опосредованно на определенные сектора и отрасли экономики, а также экономическое развитие в целом.

---

<sup>298</sup> Андреас Рёддер в своей книге „Die Bundesrepublik Deutschland 1969–1990“ акцентирует внимание на не совсем эффективной политике стимулирования занятости ввиду перекоса в сторону создания рабочих мест преимущественно в государственном секторе. В пример приводятся данные о росте числа безработных обрабатывающей промышленности в 1970–1983 гг., в то время как в секторе государственных услуг были созданы вакансии почти на миллион человек.

<sup>299</sup> См.: *Henning F.-W.* Das industrialisierte Deutschland 1914 bis 1992. Paderborn, 1997. S. 260.

Изменяя стоимость рефинансирования, Бундесбанк мог значительно воздействовать на реальный сектор, регулируя активность кредитования со стороны национальных коммерческих банков или создавая условия для притока иностранных инвестиций. В связи с этим, для комплексного анализа стабилизационной политики необходимо абстрагироваться от основных задач Бундесбанка, заключающихся в регулировании денежного обращения и валютных курсов, и сфокусироваться на том, каким образом принятые им меры отражались на состоянии экономики. При этом целесообразным представляется проведение анализа в разрезе двух периодов – до внедрения Бундесбанком монетаристской концепции и после.

Сравнивая обозначенные периоды, необходимо отметить принципиальное отличие влияния денежно-кредитной политики на ликвидность банковского сектора. В 1969–1973 гг., то есть до наделения Центрального банка Германии функциями регулирования валютных курсов и контроля денежного обращения на основе таргетирования денежной массы, банковский сектор не испытывал дефицита ликвидных средств. Несмотря на ограничение наличного оборота и повышения ставок резервирования средств, в 1971–1973 гг. коммерческие банки продолжали развивать кредитование (см. Приложение 9 Изменение структуры банковских активов в 1970–1982 гг.). Причиной низкой эффективности рестрикций стала инерционность тенденции конца 1960-х гг., когда постепенно снижалась зависимость коммерческих банков от инструментов рефинансирования или денежного обеспечения всей банковской системы. Ужесточение денежно-кредитной политики приводило к конкурентной борьбе за альтернативные источники финансовых ресурсов на международном банковском рынке. Усугубляющим фактором выступали предусматриваемые правительством достаточно высокие ежегодные темпы инфляции, так что спрос на кредиты со стороны потребителей оказался незатронутым и банковский сектор мог закладывать в процентной ставке прибыль, значительно компенсирующую затраты по привлеченным депозитам.

Межбанковское кредитование на международном рынке при наличии системы фиксированных курсов приводило в свою очередь к вынужденному изменению денежной массы, то есть раскручиванию инфляционной спирали. Отсюда следовал важный макроэкономический аспект, который заключался в том, что с 1970 по 1973 гг. Бундесбанк не мог эффективно поддерживать стабильный ценовой рост: в данный период инфляционные темпы увеличились в два раза, с 3,6 до 6,9%<sup>300</sup>. Поскольку инструменты дисконтной и ломбардной политики в принципе не подходили для стерилизации денежной массы, то единственным возможным выходом оставалось предложить банкам достаточное количество государственных ценных бумаг с фиксированной процентной ставкой (облигаций). Данная экстренная мера тянула за собой ряд негативных последствий, поскольку помимо количественного ограничения ликвидности, снижала еще и

---

<sup>300</sup> См.: Приложение 4.

среднюю степень ликвидности в инвестиционном портфеле банка<sup>301</sup>. Более того, рестриктивные меры на основе эмиссии государственных облигаций не давали порой желаемого результата ввиду просчетов самого Бундесбанка, связанных с открытым доступом к ним со стороны внешних рынков капитала. Следует добавить, что массовое использование государственных ценных бумаг в качестве инструмента изменения ликвидности было прекращено после перехода к монетаристской концепции ввиду наличия риска снижения независимости Бундесбанка и приобретения им репутации инвестора государственного долга.

Несмотря на достаточно высокую ликвидность в банковском секторе и сохраняющуюся на одном и том же уровне долю сбережений среди частных домохозяйств, по мнению Хайнца-Петера Шпана, инвестиции в реальный сектор в 1970–1973 гг. могли показать стагнирующую динамику, если бы не гипертрофированный рост государственной поддержки сферы жилищного строительства<sup>302</sup>.

Другой отличительной чертой, сопровождавшей стабилизационную политику Бундесбанка в начале 1970-х гг. являлась дилемма выбора приоритета между стабильностью инфляционных темпов и устойчивостью валютного курса, и, как следствие, поддержкой экспорта. Так, по мнению Олафа Брокмана, в период до 1971 г. Бундесбанк несколько раз принимал меры по удержанию процентных ставок инструментов рефинансирования на минимальном уровне в целях недопущения ревальвации и, следовательно, стимулирования экспорта, пусть это шло вразрез с приоритетом стабильности цен<sup>303</sup>.

В начале 1973 г. процесс инфляционного роста продолжился, несмотря на то что Бундесбанк прибегнул к жесточайшим рестрикциям, в особенности посредством поднятия планки резервных отчислений. На объемы кредитования, однако, это повлияло несущественно, поскольку спрос со стороны реального сектора оставался высоким. Занимая средства на международных рынках, в корне изменилось понимание минимальных резервов в глазах кредитных организаций: банки более не считали, что резервные отчисления необходимы для поддержания собственной стабильности, а рассматривали их как неиспользованный потенциал кредитной экспансии. Производственный сектор вслед за финансовым, с 1973 г. также стал все чаще прибегать к заимствованиям на внешнем рынке и уже в 1975 г. более чем 25% краткосрочных займов были зарубежные. В конечном счете, ужесточение денежно-кредитной политики<sup>304</sup>,

---

<sup>301</sup> См.: *Spahn H.-P.* Op. cit. S. 50.

<sup>302</sup> См.: *Ibid.* S. 48.

<sup>303</sup> См.: *Brockmann O.* Op. cit. S. 159.

<sup>304</sup> В 1973 г. Бундесбанк инициирует жесточайшую за послевоенные годы рестриктивную политику, обосновывая свои действия необходимостью санации денежной системы в результате вынужденного импортирования инфляции. Напечатанные до 1973 г. 27 млрд. марок банковская система выводит из оборота – путем повышения резервных ставок по депозитам с 4,5 до 11% привлекаются 22 млрд. немецких марок. Дополнительно центральный банк вводит продажу ценных бумаг на открытом рынке – всего на 7,7 млрд. немецких марок (против 2 млрд. предыдущего года).

возникшее на основе феномена импортирования инфляции, действия международного рынка ссудных средств, неоправданно высоких государственных расходов привело к дестабилизации экономического развития. По факту распространения инфляционных факторов всегда следовала одна и та же реакция со стороны Бундесбанка в виде ужесточения условий рефинансирования и изъятия избыточной ликвидности (то есть денежных средств) из экономики.

Первыми жертвами рестрикций Бундесбанка стали инвестиции и доход реального сектора: в 1974 г. в то время как доходы рабочих по найму увеличились на 10% доходы от предпринимательской деятельности снизились на 0,5%, доля инвестиций в предпринимательскую деятельность сократилась с 23,9% в 1972 г. до 21,6% в 1974 г. (см. таблицу 9). Реальные инвестиции в обновление производства за год упали и вовсе на почти 11%. Как следствие удорожания кредитов и нарастания склонности к сбережениям, стало сокращаться и частное потребление.

**Таблица 9. Показатели развития реального сектора в 1972 – 1979 гг.**

%	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
<b>ВВП, Δ</b>	4,2	4,7	0,3	-1,6	5,4	3	2,9	4,2
<b>Потребительские цены, Δ</b>	5,5	6,9	7	6	4,5	3,7	2,7	4,1
<b>Доход от деятельности по найму (ДДН), Δ</b>	10,1	13,5	10,2	4,2	7,5	7	6,7	7,7
<b>Доход от предпринимательской деятельности, Δ</b>	8,9	8,1	-0,5	3	14,8	5	10,8	7,6
<b>Доля ДДН в ВВП</b>	63,6	64,2	66	66,1	64,6	64,6	63,6	63,4
<b>Доля инвестиций в УК</b>	25,4	23,9	21,6	20,4	20,1	20,2	20,7	21,8
<b>Доля безработных</b>	1,1	1,2	2,5	4,7	4,6	4,5	4,3	3,7

Источник: Rohwäder J. Op. cit. Tabelle 3-5

Эффект от рестрикций Центрального банка совпал с коррекцией экспансивного характера государственных финансов, а именно ограничениями в сфере строительства<sup>305</sup>. Если еще в 1973 г. жилищное строительство показывало прирост благодаря рекордному объему выданных ипотечных кредитов (+15%), то уже в период с 1973 по 1974 гг. ввиду повышенной зависимости от заемных средств, стоимость недвижимости увеличивалась в среднем примерно на 7% в год, что делало невыгодным для собственников услуги сдачи недвижимости в аренду. Только собственные средства частных лиц на приобретение недвижимости еще по инерции оставались

<sup>305</sup> По инициативе правительства была введена ускоренная процедура амортизации строительных объектов и к тому же сократился объем выдачи разрешений на строительство. В 1975 г. застройщики получили в два раза меньше разрешений. Так что, на сокращение роста в сфере строительства в ощутимой степени повлияла и государственная экономическая политика.

высокими (40% против 21% в 1973 г. и 30% в 1972 г., в 1975 г. – 37%)<sup>306</sup>. К 1974 г. доля заемного финансирования стала снижаться по большей части из-за повышенного риска банковского сектора в отношении девелоперов ввиду возросших случаев банкротства отрасли. В итоге упал и спрос на малоквартирные дома.

Кроме отрасли жилищного строительства, особенно затронутыми стали отрасли, ориентированные на внутренний рынок. Так, 1973–1974 гг. на 30–40% в год сокращалась прибыль в горной промышленности, легкой металлургии, на 90% в автомобильной промышленности. Снижение объемов производства было характерно также для малого и среднего бизнеса. В то же время экспортные отрасли показывали даже положительную динамику – химическая, текстильная, а также нефтеперерабатывающая.

Согласно приведенным аргументам, рестриктивные меры Бундесбанка в кооперации с правительственной финансовой политикой подавления инфляционного роста действительно нанесли ущерб занятости и мощностям основным сферам экономики. Деловыми кругами отмечалось, что кризис и инфляционная тенденция стали особенно заметны тогда, когда Бундесбанк начал применять эффективные меры борьбы с инфляцией<sup>307</sup>. Эта точка зрения окончательно закрепила в общественном мнении из-за видимого сокращения ликвидности и соответственно числа рабочих мест. В 1973 и 1974 гг. явным приоритетом Бундесбанка стала исключительно борьба с инфляцией, ввиду перехода к плавающим валютным курсам, занятость как аргумент экономического благополучия перестала обладать весомой значимостью.

Второй рассматриваемый нами период после 1974 г. характеризовался наложением на перечисленные выше последствия от ужесточения стабилизационной политики влияния энергетического кризиса. Экономические условия двух кризисных лет заключались в том, что во время роста цен в международном масштабе и даже при резком росте цен на сырье, инфляционный рост только слабо повлиял на немецкую экономику в силу фактора интенсивной ревальвации немецкой марки. Бундесбанком проводились интервенции в зарубежной валюте, но в большей степени для поддержания валютного порядка сложившихся рыночных отношений, для сглаживания кратковременных курсовых колебаний. Бундесбанку в особенности в международном сравнении удалось значительно сократить темпы инфляционного роста благодаря неожиданно высокой эффективности новой концепции стабилизационного регулирования<sup>308</sup>. В 1974 г. объем центробанковской денежной массы продолжил снижение на 6,3%, несмотря на обеспе-

---

<sup>306</sup> См.: Ibid. S. 129.

<sup>307</sup> См.: Spahn H.-P. Op. cit. S. 50.

<sup>308</sup> Инфляционные темпы в ФРГ в 1974–1975 гг. составили около 5,5% (прирост по сравнению с 1973 г. составил 1,5%). Данный результат был лучшим в мировом сравнении, так как в большинстве стран Европы и в США потребительские цены показали рост от 10% до 20%. См.: Übersicht internationale Inflationsraten. URL: <http://de.global-rates.com/wirtschaftsstatistiken/inflation/1974.aspx> (дата обращения: 19.05.2014).

ченный профсоюзами рост номинальной оплаты труда на 13%<sup>309</sup>. Стабилизационный курс Бундесбанка был продолжен, а вина в сложившейся ситуации притеснения работников и снижения рентабельности реального сектора была передана профсоюзам<sup>310</sup>. Решающим воздействием кризиса стало падение спроса на внутреннем рынке, которое в свою очередь вызвало падение производства в реальном секторе. Снижение собираемости налогов и в тоже время рост экспорта с 3 млрд. до 27 млрд. немецких марок в период с 1972 по 1974 гг. говорят именно о внутренних причинах кризиса. Доля сбережения населения достигла высшей отметки с момента окончания войны (16,2%). Рынок капитала стали покидать иностранные инвестиции, сжатию подверглись отрасли экономики и в первую очередь, строительство жилья<sup>311</sup>. Ситуация усугубилась внезапно вскрывшейся проблемой недостаточности ликвидности финансового сектора ввиду участвовавших инвестиций в привлекательные из-за своей волатильности сделки с иностранной валютой, в результате которых по причине оттока банковского капитала, пострадали многочисленные кредитные институты и в том числе обанкротился крупный банковский дом *Herstatt* в Кельне<sup>312</sup>. Далее на волне валютных спекуляций последовали еще 14 случаев банковских банкротств. Вторым фактором снижения экономического роста стал тот факт, что даже после смены денежно-политического курса на экспансивный, финансирование реального сектора оставалось затрудненным. При достижении Бундесбанком значительного снижения инфляционных темпов и повышения ликвидности банковского сектора, последовавшей отмены закона «О депонировании зарубежных кредитов»<sup>313</sup> и продолжения роста краткосрочных заимствований на внешнем рынке оказалось, что среди финансовых организаций и частных домохозяйств господствует депрессивный настрой, выражающийся в виде резкого сокращения инвестиций. Дело в том, что угнетающий эффект от рестрикций оказался значительно больше, чем накопленный годами эффект государственного стимулирования спроса<sup>314</sup>. Поэтому даже при-

---

<sup>309</sup> См.: Rohwäder J. Op. cit. Tabelle 6.

<sup>310</sup> По причине того, что реальные инфляционные темпы оказались много ниже прогнозных (и соответственно ниже предусмотренного профсоюзами роста оплаты труда наемных сотрудников) 1974 г. характеризовался увеличением себестоимости продукции производственных предприятий, привилегированным положением работников и ущемлением собственников в распределении прибыли.

<sup>311</sup> Henning F.-W. *Das industrialisierte Deutschland 1914 bis 1992*. Paderborn, 1997. S. 277.

<sup>312</sup> Президент Бундесбанка Карл Клазен еще весной 1974 г., исходя из полученной информации от прочих европейских центральных банков, обращался к частным банкам ФРГ с предостережением о большом количестве открытых позиций в иностранной валюте. По инициативе Бундесбанка, частным аудитором была проведена проверка банка „*Herstatt*”, в результате которой убытки не были выявлены, как оказалось позже, по причине непрозрачного учета операций банка. 26 июня 1974 г. Служба банковского надзора (*Bundesaufsichtsamt für das Kreditwesen*) инициировала закрытие банка вследствие установления убытков в размере 1,2 млрд. немецких марок.

<sup>313</sup> Закон о депонировании денежных средств был разработан Министерством финансов в лице Шиллера совместно с Бундесбанком и принят 23 декабря 1971 г. Закон распространялся на период с 1 января 1972 г. по 12 сентября 1974 г. и обязывал депонировать часть внешних обязательств банков резидентов беспроцентно на счете в эмиссионном банке ФРГ. В течение двух лет действия закона ставка ограничений, охватывающая долю полученных за рубежом кредитов, колебалась в диапазоне от 50% до 20%.

<sup>314</sup> Рестриктивная политика центрального банка напрямую отразилась на стоимости заемных средств. Если в 1974 г. затраты связанные с повышением ставок финансирования выросли на 20%, то рост оборота составил 10,3%, а выручки 6,4%. Разрыв динамики оборота и дохода был связан с ростом цен на сырье и волной увольнений, кото-

нятые меры не смогли оживить в нужной степени падающий уровень инвестиций и спрос на займы со стороны предприятий. В свою очередь банки переключились на краткосрочные сделки с повышенным риском, не позволяя предоставленной им ликвидности в полном объеме переходить в долгосрочный капитал. Совет по экономическому развитию в своем отчете от 17 августа 1975 года с критикой отозвался в адрес банковского сектора, который замедляет эффект экспансивной денежной политики, создавая препятствия росту кредитования и снижению процентных ставок. Руководитель банковского союза, Камман, напротив, представлял проблему не в деятельности банков, а в существовании отдельных экономических рисков и перспективы неполного возмещения займов. «В нынешней ситуации любому банку приходится довольствоваться мало-мальски платежеспособным клиентом. Компенсация рисков ни в коем случае не завышена в стоимости финансирования, так как банки ввиду своей ответственности перед клиентами должны предупреждать свое банкротство»<sup>315</sup>.

1975 г. стал периодом небывалого сокращения производства. Сокращение инвестиций извне подрывало расширение производства. Банки были вынуждены предлагать средства на более выгодных условиях, но рынок пользовался ситуацией долгосрочных займов, чтобы покрыть текущие долги. То же касалось и вкладов, которые становились в основном долгосрочными. Вместо планируемого номинального роста ВВП на 8–9%, фактический составил в два раза меньше. Не последнюю роль сыграло то обстоятельство, что в сравнении с периодом высокой стоимости ресурсов низкие процентные ставки 1975 г. сильно повлияли на увеличение доли сбережений частных домохозяйств в ущерб размещению депозитов<sup>316</sup>. Но основной причиной стало то, что впервые, государственным и центробанковским мерам не удалось вывести поведение участников рынка из психологических рамок.

Параллельно с перечисленным можно выделить и положительные последствия шоковой рестриктивной политики 1974 г. В то время как под действием роста цен на топливо во всем мире повышалась оплата труда, немецкая экономика находилась в сдержанном инфляционном тренде. Были разрушены инфляционные ожидания и прекратилось оседание средств в реальных активах – население снова стало перекладывать сбережения в национальную валюту, закладывая основы для восстановления экономики. Считается, что по факту перехода к плавающим курсам, валютная сфера получила эффективного управленца, который смог устранить дилемму между стабильностью валютных курсов и внутренним денежным обращением<sup>317</sup>. Банковский

---

рые компенсировали позитивное влияние от снижающихся темпов роста оплаты труда. Процентная политика Бундесбанка таким образом, напрямую ударила по финансовым результатам предприятий. Большой прирост в итоге фиксировался по статьям «прочие списания». Списываемая дебиторская задолженность свидетельствовала о распространении случаев банкротств.

<sup>315</sup> См.: Rohwäder J. Op. cit. S. 134.

<sup>316</sup> Основной фактор – снижение альтернативных издержек, подробнее см.: параграф 2.4.

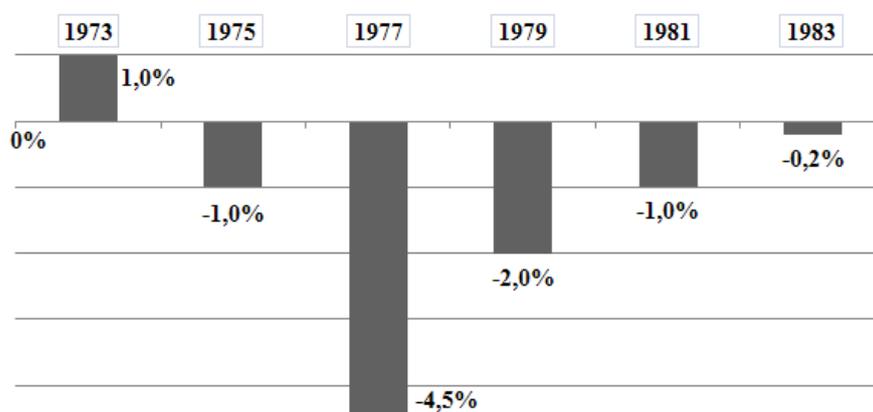
<sup>317</sup> См.: Nolte K. Op. cit. S. 93.

сектор был вновь привязан к рефинансированию. А, по словам тогдашнего члена директората Бундесбанка Клауса Кёлера, кризис банка *Herstatt* повлиял на то, что «...многие кредитные институты и без дополнительного государственного вмешательства стали размещать средства осторожнее, с оглядкой на прошлое точнее высчитывать риски касательно всех банковских сделок<sup>318</sup>».

Помимо мнения о не совсем удачном управлении ликвидностью в первые годы нового стабилизационного курса, существует устойчивая точка зрения, что с начала проведения политики таргетирования денежной массы Бундесбанк оказывал постоянное сдерживающее влияние на инвестиции в реальном секторе и, следовательно, на общеэкономический рост. Это противоречит принятым монетаристским принципам, которые предполагают, что денежно-политические изменения могут влиять на экономику реального сектора только краткосрочно. В то же время, на основе рассмотрения практического хода стабилизационного регулирования, довольно большое число экономистов<sup>319</sup> убедилось в том, что денежная масса не является нейтральной величиной.

Чтобы подтвердить или опровергнуть это утверждение, по мнению Рональда Шеттката из Университета Вупперталь, нужно обратиться к сравнению курса денежно-кредитной политики и потенциала роста ВВП. Предполагается, что если потенциал переоценен (положительный разрыв ВВП), то осуществляемая денежно-кредитная политика носит слишком экспансивный характер, если недооценен (отрицательный разрыв ВВП), то слишком рестриктивный. Статистические данные (см. *Рис. 2*) показывают, что в Германии потенциал экономического роста систематически недооценивался, в то время как риск негативного влияния безработицы на инфляцию переоценивался.

**Рисунок 2. Разница между фактическим и потенциальным ВВП в 1973 – 1983 гг.**<sup>320</sup>



Источник: Schettkat R. Op. cit. S. 15.

<sup>318</sup> Речь Кёлера от 01.22.1975 г. См.: *Rohwäder J.* Op. cit. S. 137.

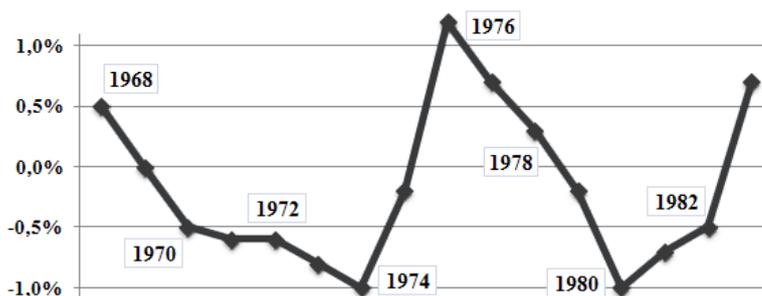
<sup>319</sup> К ним относятся, в том числе, Б. Бернанке и А. Гринспен.

<sup>320</sup> Нулевая ось координат означает потенциально возможный рост экономики. Процентные отклонения в большую или меньшую сторону отражают отклонение фактического изменения ВВП от потенциального.

Из представленных данных следует, что на всем протяжении до 1983 г. народное хозяйство ФРГ за редким исключением прирастало менее возможного. Загрузка промышленных мощностей, по расчетам Совета по экономическому развитию, находилась на уровне ниже 1973 г., составляя 93–95% от нормы. Учитывая, что в политике управления денежной массой Бундесбанк как раз и опирался на расчет потенциального роста ВВП, наиболее вероятное объяснение сочетания преимущественно рестриктивного курса и нереализованного экономического роста заключается в том, что Бундесбанк, осуществляя долгосрочную дефляционную политику, сознательно поддерживал пониженный рост, чтобы достигать еще более низких инфляционных темпов<sup>321</sup>. Безусловным фактом является то, что в периоды кризисов экономический рост в Германии поддерживался исключительно бюджетной экспансией и благоприятной конъюнктурой немецкого экспорта.

Для оценки взаимосвязи между рестрикциями Центрального банка Германии и безработицей интересен современный подход, разработанный Организацией экономического сотрудничества и развития на основе показателя *NAWRU* (см. *Рис. 3*).

**Рисунок 3. Рост безработицы за вычетом показателя *NAWRU* в 1968 – 1982 гг.**<sup>322</sup>



Источник: Schettkat R. *Op. cit.* S. 18.

Методология ОЭСР свидетельствует о том, что безработица, которая фиксировалась в течение рассматриваемого периода времени, являлась структурной, то есть естественной безработицей, характерной для актуальных условий оплаты труда. Согласно данным, в период с 1969

<sup>321</sup> В одном из последних интервью М. Фридмен делает вывод о том, что экономическое развитие с признанием преимуществ долгосрочного сниженного роста цен позволяет говорить о дефляционном эффекте как о значительных издержках, выражающихся в падении реального производства и росте безработицы. Снижение инфляционных темпов представляется намного более трудно переносимым процессом, чем их удержание в пределах допустимых значений. См.: *Сноудон Б., Вэйн Х.* Современная макроэкономика и ее эволюция с монетаристской точки зрения: интервью с профессором Милтоном Фридменом // *Journal of Economic Studies* (перевод Ю. Валевича). 1997. № 24. P. 191–221.

<sup>322</sup> *NAWRU* (non-accelerating wage rate of unemployment) – обозначает уровень роста безработицы, при котором повышение оплаты труда занятой части населения не стимулирует инфляционного роста. Безработица ниже этого уровня (8% по расчетам ОЭСР) сигнализирует об избытке рабочих мест и ведет к неадекватному росту оплаты труда. *NAWRU* представляет собой производный показатель от *NAIRU*, выраженный в относительных темпах роста. Показатель *NAIRU* первоначально разработан Э. Фелпсом и выступает аналогом «естественной нормы безработицы» М. Фридмена. Данный показатель является выводом из концепции «адаптивных ожиданий» и связан с видоизменением кривой Филлипса (созданием гипотезы о «кривой Филлипса с поправкой на ожидания»). См. *Худокормов А.Г.* Экономическая теория. С. 113.

по 1975 гг. и с 1979 по 1982 гг. оптимальным для снижения инфляционного воздействия был бы дополнительный прирост безработицы в пределах 1–1,5%.

Но если рассмотреть вышеуказанные данные в сравнении с приведенными данными по инфляционным темпам, указанными в Приложении 4 данной работы, то совершенно ясно прослеживается следующая взаимосвязь: пониженные инфляционные темпы сопровождаются повышенной безработицей и соответствуют периоду с 1976 по 1978 гг., тогда как относительно более высокие темпы инфляционного роста характерны для прочих временных отрезков.

Из рассмотренной выше информации следует, возможно, самый важный и сложный вопрос: стимулирует ли стабильность цен экономический рост? Безусловно, суммарный прирост ВВП за годы существования Бундесбанка не позволяет поставить под сомнение положительный эффект денежной стабильности, как главного условия развития инвестиций. Но, если сопоставить динамику инфляции с динамикой ВВП в рамках конкретного временного отрезка, то подтвердить это положение невозможно, также как и опровергнуть. Так считает Манфред Нойманн, который путем сопоставления макроэкономических данных ведущих европейских стран пришел к выводу, что экономический рост определяется целым рядом факторов, среди которых инфляция ключевого места не занимает<sup>323</sup>.

Итак, степень влияния стабилизационной политики Бундесбанка на экономические процессы в Германии различается в зависимости от внешнеэкономических особенностей и компетенций самого регулятора. Под воздействием Центрального банка Германии на экономику следует понимать последствия регулирования ликвидности банковского сектора и валютного курса.

В период до 1973 г. влияние Бундесбанка было ограничено исключительно денежно-кредитной политикой, так как функция валютного регулирования находилась в компетенции Федерального правительства. При этом до 1973 г. эффективность рестриктивных мер подавлялась развитием внешних источников финансирования немецких кредитных организаций и принятием Бундесбанком решений исходя из обязательств стимулирования экономического развития, закрепленных в Стабилизационном законе. После 1973 г. Центральный банк Германии приобрел возможность следовать основной приоритету – стабилизации роста цен.

Главным достижением Бундесбанка в аспекте воздействия на экономическое развитие Германии следует считать создание благоприятных условий для осуществления долгосрочных инвестиций в производство и предпринимательство, что стало возможным благодаря самым низким в европейском сравнении инфляционным темпам, а также высокому доверию к самой стабилизационной политике со стороны хозяйствующих субъектов. Знаковым в этом отношении являются 1974–1975 гг., когда Бундесбанк смог успешно воспрепятствовать тенденции

---

<sup>323</sup> См.: Нойман М.Й.-М. Стабильность ценности денег / Пятьдесят лет немецкой марки. С. 305–306.

увеличения частных сбережений, на многие годы подавить инфляционный фактор в виде завышенных тарифных соглашений профсоюзов и стабилизировать банковский сектор, погрузившийся в серию банкротств на волне спекулятивных сделок. Таким образом, Бундесбанк смог донести до хозяйствующих субъектов идею о том, что экономическое развитие в стране будет сопровождаться предсказуемостью и умеренными темпами повышения уровня цен на товары и услуги.

Будет правильным считать, что рестриктивная стабилизационная политика выступала фактором подавления экономического роста в краткосрочном диапазоне, но при условии, что ей соответствовал аналогичный курс фискальной политики (например, в 1973–1974 гг. и 1977 г.). На практике ужесточения денежно-кредитной политики были не в состоянии нейтрализовать эффект от крайне экспансивных мер бюджетного финансирования сфер экономики. Особенно это касается отраслей, ориентированных на внешний рынок.

### **3.3 Становление новых финансовых инструментов и их влияние на эффективность стабилизационной политики**

В банковских системах развитых стран к 1970 г. обозначились новые тенденции, связанные со структурными переменами, либерализацией международного финансового потока, инновациями на финансовых рынках.

Характерными становились условия, когда технические и правовые институциональные изменения в кредитных и платежных операциях, смена стратегий на финансовых рынках стали представлять с точки зрения эмиссионного банка определенные технические барьеры в правильной оценке влияния мероприятий по управлению денежной массой и ликвидностью кредитных организаций. Такие изменения, имевшие место в ряде стран в 1970–1980-х гг. (особенно в Англии), независимо от формы денежной политики, значительно усложняли стабилизационную политику эмиссионного банка.

Важным фактором развития финансовых инноваций в немецкой экономике стало открытие на фондовой бирже Германии площадки для проведения срочных сделок. В 1966 г. Комитет по реформированию бирж (*Sachverständigen-Ausschuß „Börsenreform“*) впервые успешно представил объединению сотрудников бирж<sup>324</sup> доклад о преимуществах и перспективности срочных сделок. Однако еще существовали нерешенные вопросы – о форме проведения сделок, возможности использования инсайдерской информации<sup>325</sup>. Препятствием в развитии срочным опера-

---

<sup>324</sup> Крупнейшие биржи Германии в то время находились в городах Дюссельдорф, Франкфурт на Майне, Гамбург, Мюнхен и Штутгарт.

<sup>325</sup> К 1974 г. Комитетом по реформированию бирж был разработан свод нормативов, предупреждающий осуществление и предусматривающий санкции к инсайдерским действиям. Инсайдерами стали классифицироваться мажоритарные инвесторы с долей акций более 20%. О негативном инсайдерском влиянии на курсовые колебания и

ций стало и отсутствие профильных кадров со стороны кредитных организаций. 1 июля 1970 г. к опционной торговле по американскому образцу впервые были приняты акции 38 наименее рискованных эмитентов.

С 1970 до 1981 г. опционная торговля носила очень сдержанный характер, суммарный объем сделок не превышал 1,5% от общего объема биржевых транзакций<sup>326</sup>. Сдерживающим фактором выступал недостаточный интерес к опционным сделкам со стороны инвесторов ввиду отсутствия в Германии срочного рынка вторичных ценных бумаг. Считается, что процесс реформирования бирж и внесения поправок в закон «О биржах» (*Börsengesetz*) был завершен в 1975 г. Важный вклад в повышение привлекательности биржевой торговли был осуществлен в 1976 г., когда налог на дивиденды был включен в налог на прибыль предприятий, что позволило в дальнейшем полностью избежать двойного налогообложения<sup>327</sup>.

Однако финансовой сфере последующих лет предстояла еще более глубокая трансформация. Банковский мир охватило активное развитие технологий. Быстро растущее число сделок требовало коренных технических изменений, поэтому повсеместно внедрялись системы программной обработки данных. Так, к 1972 г. уже во всех отделениях сберегательных касс ФРГ использовались компьютеры. Технические новшества, такие как СВИФТ технологии, системы управления средствами на счетах сделали возможными оперативное реагирование участников рынка на биржевые курсы и арбитражные сделки. Вместе с тем стали проявляться новые процессы, в том числе до того времени не совсем известные – гиперспекуляции (*Hyperspekulation*). Началось образование первых финансовых пирамид, таких как Брокерская компания Мюнеманна и оффшорный Финансовый концерн ИОС (*Investors Overseas Service*). На волне спекуляций произошло первое в послевоенной истории банковское банкротство – банковского дома *Herstatt* в Кельне. Для предотвращения указанных прецедентов министерство финансов было вынуждено создать «Исследовательскую комиссию по основополагающим вопросам кредитной отрасли».

Помимо факторов технической модернизации и повышения спроса на банковские операции, распространение капитала происходило параллельно с либерализацией фондовых рынков. Инвестиции банковского капитала стали осуществляться за рубежом, международные банки консолидировали усилия для проведения совместных кампаний по размещению ценных бумаг

---

необходимости предоставления максимально общедоступной и прозрачной информации см.: *Die Zeit*. Auskünfte unter der Hand. 01.11.1968. №44.

<sup>326</sup> См.: *Rudolph B.* Effekten- und Wertpapierbörsen, Finanztermin- und Devisenbörsen seit 1945 (Hg. von Pohl H.). *Deutsche Börsengeschichte*. Frankfurt a. M., 1992. S. 316.

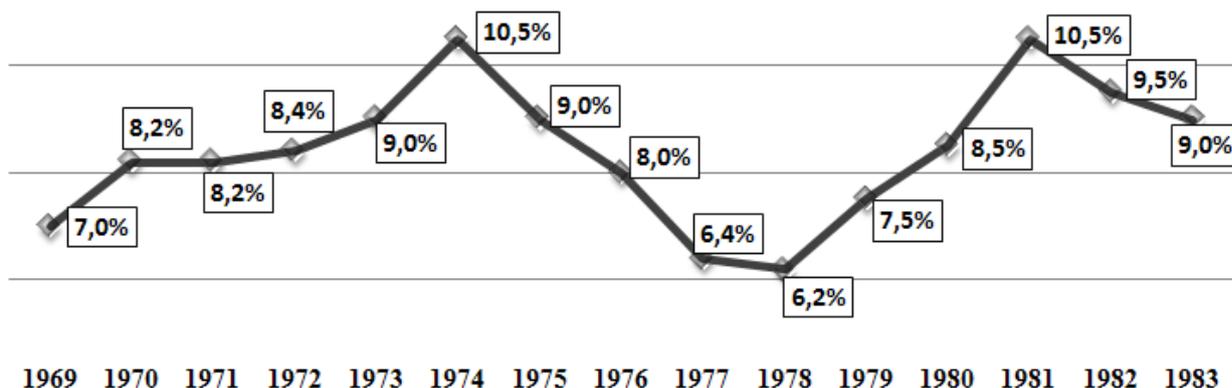
<sup>327</sup> При этом, по мнению Бундесбанка, актуальным было действие еще одного барьера – отсутствие посредников, оказывающих услуги для продвижения компаний на фондовый рынок. Совет по экономическому развитию относил эту функцию к задачам банковской деятельности и объяснял наличие проблемы излишней специализацией банков на классическом кредитовании.

сторонних организаций. Синтез технических условий, условий консолидации капитала открыл новые возможности в развитии операций кредитных учреждений.

Следующим и не менее важным фактором распространения финансовых инноваций стали макроэкономические условия. Они состояли в том, что крах Бреттон-Вудской системы и нефтяной кризис 1973 г., а также связанное с этими событиями введение плавающих валютных курсов привели к повышенным колебаниям ставок на рынках ссудного капитала, повышенной рыночной волатильности и дестабилизации международных финансовых потоков. В целях страхования убытков в финансовой сфере получили развитие деривативные финансовые продукты: фьючерсы, опционы, свопы. В то же время как раз таки развитие этих продуктов привело к дальнейшему росту колебаний и к снижению защищенности участников финансового рынка. Колебания котировок привели не только к развитию операций по хеджированию рисков, но и к распространению спекулятивных сделок. Немецкая экономика, равно как и экономические системы прочих развитых стран, оказалась сильно затронута процессами распространения финансовых инноваций. Факторами, стимулирующими развитие финансовых инноваций на немецком рынке стали рецессии в развивающихся странах и экономический кризис в США.

Причиной ускоренного развития новых финансовых инструментов в Германии, в том числе выступила привлекательность рынка капитала, демонстрировавшего уровень долгосрочной доходности в 8% . (см. Рис. 4).

**Рисунок 4. Уровень доходности на рынке капитала в Германии в 1969 – 1983 гг.**



Источник: Rohwäder J. Op. cit. S. 156.

В рассматриваемые годы Германия демонстрировала самые высокие реальные проценты как по краткосрочным вложениям с минимальным риском<sup>328</sup>, так и в отношении долгосрочных ценных бумаг (приобретаемые на пять и более лет). По этой причине происходило не только перераспределение резидентских депозитов в ценные бумаги, но также экономика Федератив-

<sup>328</sup> Сюда относятся вклады в банках с фиксированной процентной ставкой сроком от одного до трех месяцев, средства на сберегательных счетах с начислением процентов на остаток и средства, вложенные в краткосрочные ценные бумаги.

ной Республики Германии оказалась крайне привлекательным реципиентом и для зарубежного капитала (см. таблицу 10).

**Таблица 10. Реальные процентные ставки фондового рынка ведущих стран мира в 1976–1978 гг.**

	Краткосрочные ценные бумаги			Долгосрочные ценные бумаги		
	1976 г.	1977 г.	1978 г.	1976 г.	1977 г.	1978 г.
<b>США</b>	-0,7	-0,7	-0,1	1,0	1,0	0,4
<b>ФРГ</b>	0,8	0,7	-0,5	4,3	2,4	1,4
<b>Великобритания</b>	-3,3	-5,6	-2,3	-0,6	-1,5	0,8
<b>Франция</b>	-1,1	0,2	-1,2	0,5	1,8	1,1
<b>Япония</b>	-0,7	-0,8	-1,0	2,2	1,6	1,4

Источник: Ibid. S. 227.

И тем более повышалась эта роль немецкой экономики ввиду ревальвации марки, отмены купонного налога и политики стабилизации валютного рынка Бундесбанком<sup>329</sup>. Кроме того, наращивание средств в сфере финансовых операций происходило и во внутренней экономике. С конца XX в. оборот капитала в процессе производства и реализации товара обеспечивал потенциал увеличенного извлечения прибыли, который еще больше расширялся за счет массовых кредитных операций домашних хозяйств ФРГ<sup>330</sup>. В таких условиях перед стабилизационной политикой Бундесбанка встала сложная задача – основываясь на принципах стабильности и долгосрочности, она должна была стать гарантом того, чтобы в Германии не возникло чрезмерной потребности во внебалансовых финансовых активах, то есть инвестициях в производные инструменты<sup>331</sup>.

Эта задача подкреплялась тогда точкой зрения Центрального банка ФРГ о том, что влияние финансовых инноваций представляет негативные последствия для политики управления денежной массой в виде сложно контролируемого мультипликатора денежной базы<sup>332</sup>. Финан-

<sup>329</sup> См.: North M. *Deutsche Wirtschaftsgeschichte*. München, 2000. S. 355.

<sup>330</sup> В. Бурлачков связывает повышение кредитной активности предприятий и домохозяйств с рядом фактором: концентрацией и централизацией капитала, ростом емкости внутреннего рынка, повышением платежеспособности домохозяйств, укреплением среднего класса, развитием различных форм кредитования и инвестирования на фондовом рынке, использованием компьютерных технологий. См.: Бурлачков В.К. Воспроизводство и монетарная сфера (о статье А. Навой «О роли и месте эмиссии центрального банка...») // Вопросы экономики. 2009. №5. С. 130.

<sup>331</sup> См.: Deutsche Bundesbank. Monatsbericht April 1984. Frankfurt a. M., 1984. S. 27.

<sup>332</sup> В своей научной статье А. Навой приводит данные, доказывающие, что существенный разрыв между денежными агрегатами, учитывающими финансовые активы (например, М3) и объемом денежной базы является признаком потенциального возникновения «финансовых пузырей». С 1980-х гг. в развитых странах (включая Германию) это соотношение возросло до 8 – 13 раз. См.: Навой А.В. Указ. соч. С. 125. Снижение эффективности таргетирования

совые технологии нарушали четкую взаимосвязь между расчетными показателями денежной массы и объемом производства<sup>333</sup>. И поскольку Бундесбанк, по крайней мере после 1973 г., сосредоточился на осуществлении жестко регламентированной денежной политики, в которой решающая роль отводилась денежным агрегатам, четкой взаимосвязи между ростом денежной массы и потенциалом производства, то новые финансовые продукты могли существенно негативно влиять на эту взаимосвязь. Бундесбанк столкнулся с серьезной проблемой – возможностью финансовых инструментов выделять ценовой эквивалент рисков различных активов и реализовывать его на фондовом рынке. Ссуды, инвестиции, защищенные от риска (например, с помощью фьючерсов), становились более привлекательными, чем обычные срочные вклады со сравнимым уровнем риска<sup>334</sup>.

Наряду с изменением составляющих различных денежных агрегатов для Бундесбанка возникла также еще одна проблемная область. Из-за возрастающей секьюритизации и появления депозитных сертификатов снижалась вертикальная зависимость банковской системы от кредитных линий рефинансирования Центрального банка. «Степень эрозии денежно-политического рычага все больше зависела от освоения вторичного рынка ценных бумаг...»<sup>335</sup>. Финансовый сектор, а как следствие и нефинансовый сектор стали менее зависимы от средств Эмиссионного банка за счет повышения ликвидности, функциональной гибкости активов и замещения наличного оборота оборотами между расчетными счетами. А поскольку кредитные институты изначально были самым весомым участником фондового рынка (см. *Рис. 5*), то примерно с 1979 г. все эти факторы ускоренно вели к возникновению различных вариаций денежных мультипликаторов, а также препятствовали достижению целевых значений денежной массы<sup>336</sup>.

В итоге, из-за снижения степени управляемости денежной массой в обращении, усложнилось разграничение денежных агрегатов, в особенности между M1 и M2. Секьюритизация курсовых колебаний практически привела к тому, что банковские ссуды стали выполнять роль

---

денежной массы или дестабилизация спроса на деньги ввиду развития финансовых инноваций и невозможности полноценного контроля внешних потоков капитала, по мнению М. Головина, является важной предпосылкой для перехода денежно-кредитной политики на режим инфляционного таргетирования и ее дальнейшего анализа отдельными сторонниками посткейнсианской теории. Касательно образования «финансовых пузырей» М. Головин также замечает, что «одним из первоначальных импульсов их возникновения выступает чрезмерно мягкая денежно-кредитная политика, поддерживающая ставки процента на низком уровне». См.: *Головин М. Ю.* Указ. соч. С. 45–56. Подробнее о результатах политики инфляционного таргетирования на современном этапе см.: Svensson L.E.O. Inflation Targeting. URL: <http://www.nber.org/papers/w16654.pdf> (дата обращения: 20.05.2014).

<sup>333</sup> В. Бурлачков, говоря о финансовых процессах, приводит следующую характеристику: «Из процессов перераспределения созданной стоимости они превратились в процессы перераспределения будущей стоимости». См.: *Бурлачков В.К.* Указ. соч.

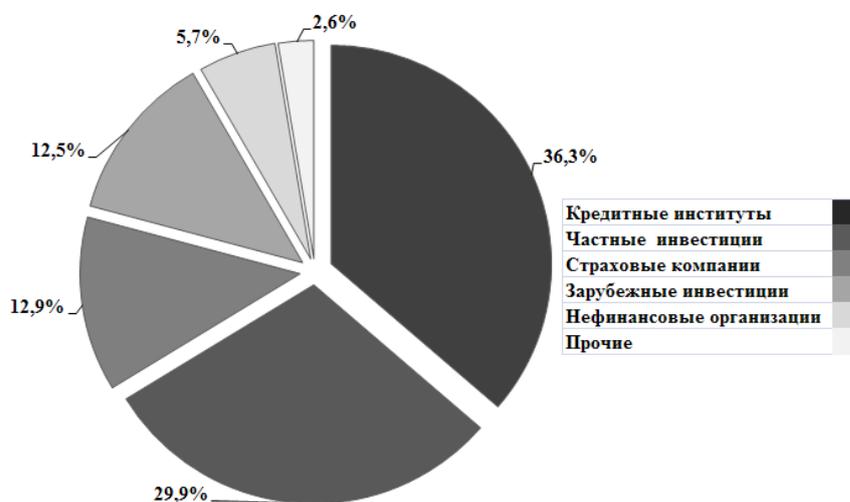
<sup>334</sup> См.: *Lattemann C.* Op. cit. S. 59.

<sup>335</sup> См.: *Ibid.* S. 57.

<sup>336</sup> В том числе с действием финансовых инноваций (чековые процентные счета, автоматические переводы ан текущий счет) Трофимов Г.Ю. связывает провал трехлетнего опыта по регулированию денежной массы в США. Финансовое дерегулирование сопутствовало бурному развитию денежного рынка – волатильности процентных ставок и роста денежной массы (целевые значения не были достигнуты ни разу). См.: *Трофимов Г.Ю.* Указ. соч. С. 36.

платежного средства и даже заменять собой краткосрочные банковские вклады, так что денежный агрегат рисковал перестать соответствовать фактической денежной массе небанковского сектора<sup>337</sup>.

**Рисунок 5. Источники инвестиций на фондовом рынке ФРГ в 1982 г.**



Источник: Deutsche Bundesbank. Längerfristige Entwicklung der Wertpapieranlage der Kreditinstitute. Monatsbericht. Mai 1987. Frankfurt a. M., 1987. S. 27.

В течение 1980 г. объем долговых обязательств на рынке капитала вырос на 27% (погашений – на 44%), в 1981 г. – на 35% (погашений – на 29%). Нестабильность на рынке ценных бумаг и задача Центрального банка нивелировать курсовые всплески выше 1% (особенно в отрицательную сторону) привели к тому, что в 1980 г. в течение одного дня регулятор мог проводить интервенции в суммах, превышающих 0,5 млрд. немецких марок<sup>338</sup>.

Развитие денежно-кредитного инструментария Бундесбанка происходило, в том числе как реакция на усложняющийся процесс регулирования денежных мультипликаторов. Хотя нужно отметить, что переход к новому инструментарию обозначился задолго до фактических изменений – прообразом политики открытого рынка стала активизация операций с ценными бумагами со стороны Центрального банка, направленная на введение обязательного депонирования части средств получателями пенсионного обеспечения и федеральной службой обеспечения занятости и страхования безработных в мобилизационные бумаги (казначейские векселя). Эти обязательства были официально закреплены в Стабилизационном законе в 1967 г.<sup>339</sup>

Перед Бундесбанком встала задача придания применяемым до этого инструментам регулирования ликвидности банков и финансовых организаций новых качеств – а именно их точно-

<sup>337</sup> В середине 1980-х гг. в секьюритизации было задействовано около 50% фондовых активов.

<sup>338</sup> Еще в начале 1970-х гг. аналогичные максимумы составляли суммы в 5–6 раз меньше. В период с 1975 по 1980 гг. интервенции Бундесбанка в среднем превосходили в 13 раз средние интервенции периода 1965–1974 гг.

<sup>339</sup> См.: Bruder W. 1966–1973 innenpolitische Reformen und aktive Ostpolitik. Freiburg, 1984. S.119.

го и оперативного регулирования. После 1979 г. операции с ценными бумагами<sup>340</sup> на открытом рынке стали срочными, т.е. предоставляя коммерческим банкам право пользования средствами Центрального банка через продажу ценных бумаг по рыночным ценам, Бундесбанк устанавливал обязательства по обратному выкупу этих бумаг<sup>341</sup>. При этом нужно заметить, что хотя в 1973–1974 гг. и был официально объявлен курс на регулирование банковского сектора с помощью открытого рынка, но после кризиса 1975 г. Эмиссионный банк отказался от этого инструмента, сместив акцент в пользу классического рефинансирования – редисконтирование векселей продолжало тогда оставаться наиболее дешевым способом привлечения финансирования в банки. Эти факты подтверждаются практическим регрессионным анализом фондового рынка ФРГ, свидетельствующих о том, что с 1973 по 1980 гг. хозяйствующие субъекты не ориентировались на ставки рынка срочных сделок с ценными бумагами<sup>342</sup>. Данное утверждение базируется на двух аспектах.

Во-первых, первый раз ставка срочного рынка была установлена Бундесбанком в июне 1979 г. Только в середине 1980-х срочные сделки с ценными бумагами приняли то значение, которое актуально и сегодня, так как именно с того времени 2/3 финансовых потребностей банковского сектора стало покрываться за счет нового инструмента – сделок на открытом рынке с обязательством обратного выкупа. С 1973 г. действовали ломбардные сделки. До 1980-х гг. дисконтная ставка была основной. Во-вторых, банки и кредитные институты должны были привыкнуть, сначала освоить новый инструмент, для чего также требовалось время<sup>343</sup>.

Преимущество нового инструментария заключалось в том, что инициатива по его использованию теперь всегда находилась у эмиссионного банка, причем сроки предоставления

---

<sup>340</sup> Основу данных сделок составляют ценные бумаги, пригодные для залогового использования. Кредитные институты депонируют данные бумаги в центральном банке и вправе выбирать, использовать данные бумаги как залоговое имущество или как актив с последующим выкупом (с заранее установленной надбавкой и соответствующей процентной ставкой). Срочные сделки с ценными бумагами относятся к инструментам открытого рынка потому, что они, во-первых, иницируются Бундесбанком и, во-вторых, могут торговаться на внебиржевом рынке по биржевым курсам. Сделки осуществляются посредством тендера, где Бундесбанком предлагаются соответствующие процентные либо количественные условия (процентная ставка при нем фиксированная, центральный банк же принимает заключение о выборе кредитной организации на основе итоговой суммы сделки). Процентный тендер включал два типа предоставления инструмента: голландский (до 1987 г.) – когда Бундесбанк собирал заявки не декларируя желаемый уровень процентной ставки, но сообщая уровень ее нижней границы, впоследствии депонирующими были не только банки, предложившие наивысший процент, но частично получали доступ к инструменту и банки, близкие к неоглашенной Бундесбанком процентной ставке и американский (после 1988 г.) – когда наибольшая процентная ставка тоже является решающей, но и доступ к ресурсу кредитная организация вправе получить на частной основе, например, испытывая финансовые трудности. Исходя из этого важного преимущества, американский тип получил свое применение. Срочные сделки на открытом рынке носили краткосрочный и долгосрочный характер и применялись, в том числе в отношении небанковских организаций.

<sup>341</sup> См.: *Paprotzki M.* Op. cit. S. 268.

<sup>342</sup> См.: *Lattemann C.* Op. cit. S. 59.

<sup>343</sup> К примеру, в 1982 г. более 70% потребности в рефинансировании покрывалось за счет приема векселей и около 16% за счет ломбардных кредитов, в 1985 г. эти доли составляли 58 и 2% соответственно. Сокращение частоты использования ломбардного кредита обосновывается тем, что с 1985 г. процентная ставка по нему находилась в общем выше, чем по срочным инструментам. Такое соотношение оставалось и далее, до конца 1980-х гг. по мере роста рынка ценных бумаг.

средств, процентные ставки и размер сделки варьировались в зависимости от условий ликвидности рынка<sup>344</sup>.

После 1979 г. в целях снижения волатильности на валютном рынке Бундесбанком вводятся два инструмента срочного регулирования – срочные сделки с валютой и сделки СВОП. В то время как раньше, с 1958 до 1971 гг. сделки СВОП использовались преимущественно в целях стимулирования экспорта валюты, а с конца 1960-х гг. в целях поддержки курса американской валюты, то с 1979 г. они приняли исключительно функцию управления валютным рынком. В отличие от срочных сделок с валютой, данный тип валютных сделок мог использоваться как в рестриктивной, так и в экспансивной фазах денежно-кредитной политики, по факту сегодня они применяются преимущественно в случае экспансии, в то время как срочные сделки используются в основном для изолирования ликвидности. Сравнительно со срочными сделками с ценными бумагами и векселями, сделки СВОП отличаются гибкостью в аспектах срока действия и объемов транзакций. По этой причине, когда отмечались интенсивные притоки денежных средств, сделки СВОП могли в короткие сроки достигать впечатляющих объемов.

В середине 1980-х гг. на разных уровнях поднимался вопрос о полной отмене минимальных резервов под предлогом их ненужности при общих обязательствах кредитных институтов в 140 млрд. немецких марок. И хотя Бундесбанк поначалу этому призыву не последовал, все же к 1985 г. со ссылкой на новые тенденции на международном и внутреннем финансовых рынках, он принял решение об отмене резервных ставок в отдельных случаях. Поводом послужило то, что в условиях не совсем ясного финансового будущего было бы лучше не отказываться от инструмента окончательно, чтобы при необходимости снова ввести его в действие.

Меры Бундесбанка, предпринятые для стабилизации рынка капитала, имели достаточно наглядный эффект. В фазах растущего спроса на кредитные средства Центрального банка и в условиях недостаточной ликвидности, банки ограничивали свое участие на рынке ценных бумаг. Так, например, их доля на рынке упала с 18% в 1977 г. до 2% в 1979 г. 80% срочного портфеля стали составлять банковские обязательства, из которых 20% относились к государственным ссудам.

---

<sup>344</sup> Срочные сделки с ценными бумагами были часто привязаны к процентным ставкам, значение которых находилось между ломбардной и дисконтной ставками, чаще на уровне дисконтной и выше ломбардной. Так, например в августе – сентябре 1973 г. они находились на уровне 16%, в то время как процент по дисконтированию был на отметке в 7 пунктов. В апреле 1981 г. ставка была на 0,5% выше ломбардной, составлявшей 12%. В условиях открытого рынка и спекулятивного капитала Бундесбанк не просто устанавливал целевые значения денежной массы с помощью ставки для срочного открытого рынка, а постоянно варьировал стоимость краткосрочных ресурсов в зависимости от валютной ситуации.

Стоит отметить, что Бундесбанк всегда отрицал прямое влияние своего инструментария на рыночные процентные ставки. Поэтому долгосрочные операции на открытом рынке не получили доминирующего значения. Бундесбанк подчеркивал, что не влияет на формирование предложения денег и не компенсирует курсовые различия, а, прежде всего, воздействует на ликвидность банковского сектора.

Тенденции на финансовых рынках повлияли не только на изменение инструментария и механизм регулирования денежной массы в рамках действующей концепции. Непрозрачность связей на рынке денег, затруднение в регулировании денежных агрегатов создали основу для дискуссии о необходимости корректировки промежуточного целевого индикатора роста денежной массы или замены его иным инструментом. Это значит, что под вопрос ставилось будущее самой монетаристской концепции. Профессор Университета г. Берн, Эрнст Бальтеншпергер, указывает на то, что актуальным стал вопрос об использовании в качестве индикатора не денежной массы, а прочих переменных, свойственных концепции таргетирования инфляции. Нужно отметить, что альтернативная стратегия не получила применения в силу следующей причины. Прежде всего потому, что главной проблемой концепции стабилизационной политики был признан не механизм оценки количественного объема необходимого вмешательства на денежном рынке, а присутствие временного лага при применении любого инструмента денежно-кредитной политики (пусть даже решен вопрос с правильным дозированием этого инструмента). Поэтому лучшим решением задачи оставался путь, принятый Бундесбанком – проведение денежной политики (управления денежной массой), ориентированной на долгосрочные цели (стабильность уровня цен) и отличающейся гибкостью в реакции на краткосрочные помехи<sup>345</sup>.

Совершенствование рынка капитала и в частности фондовых бирж оказало положительное влияние на развитие экономики путем создания основы для увеличения числа собственников предприятий, роста собственного капитала, появления источников финансирования модернизации основных фондов. Аккумулирование капитала на фондовом рынке происходило по причине более привлекательных условий инвестирования не только в международном сравнении, но и относительно доходности банковских депозитов. Все это положительно сказалось на международной конкурентоспособности немецких компаний. Негативным же представляется тот факт, что спекулятивный характер финансовых операций, помноженный на спекулятивный потенциал срочного рынка в итоге стал ощутимым препятствием для денежно-кредитной политики Бундесбанка. Во-первых, перераспределение средств из депозитов в более доходные инструменты фондового рынка выводили из под регулирования значительную часть денежной массы. Во-вторых, появление вторичного рынка ценных бумаг и производных финансовых инструментов требовало совершенствования денежного агрегата, учитывающего более широкий спектр финансовых активов<sup>346</sup>.

---

<sup>345</sup> См.: *Бальтеншпергер Э.* Денежная политика в условиях углубляющейся интеграции (1979–1996) / Пятьдесят лет немецкой марки. С. 548–552.

<sup>346</sup> В том числе и по этой причине с 1988 г. Бундесбанк перешел к регулированию денежной массы на основе денежного агрегата МЗ

Не случайным является совпадение интенсивного развития рынка капитала и финансовых инноваций на этом рынке с моментом ускоренного внедрения в практику стабилизационной политики инструментов точного регулирования денежной массы: срочных сделок на фондовом и валютном рынках. В итоге Немецкому бундесбанку удалось создать эффективный механизм стабилизации процентных ставок на рынке капитала и повысить степень контроля над расширением денежной массы не только благодаря политике открытого рынка, но и вследствие того, что основным участником рынка капитала выступали кредитные организации.

## Заключение

В течение 1970-х гг. в сфере денежно-кредитного обращения Германии произошел ряд преобразований, которые, в конечном счете, составили основу новой модели стабилизационного регулирования Немецкого бундесбанка. Сформированная в эти годы модель просуществовала вплоть до момента передачи основных функций Бундесбанка в ведение ЕЦБ в 2002 г. Поддержание умеренного роста цен выступило основной задачей Центрального банка ФРГ, в достижении которой он преуспел в большей степени, чем эмиссионные банки прочих развитых стран, не в последнюю очередь благодаря тому, что с 1973 г. Немецкий бундесбанк стал одним из первых центральных банков, перешедших на управление денежной массой. В период с 1973 по 1996 гг. покупательная способность немецкой марки уменьшилась на 74,2%, в то время как итальянская лира, фунт стерлингов, французский франк, доллар США, японская йена и швейцарский франк обесценились на 230%, 186%, 144%, 124%, 93% и 79,4% соответственно<sup>347</sup>.

Эволюцию стабилизационной политики в рассматриваемые годы невозможно соотносить только лишь с развитием механизма денежного регулирования. Это понятие отражает комплекс процессов, охватывающий особенности построения денежно-кредитной политики Бундесбанка с учетом изменяющихся внешнеэкономических условий формирования потоков капитала и валютных предпочтений инвесторов, вектора бюджетной политики и состояния макроэкономических показателей, во многом зависящих не только от государственной экономической политики, но и от конкурентоспособности экспортных отраслей экономики. Данные экономические процессы, а также исходные исторические особенности германской экономической системы создали определенные рамочные условия для Немецкого бундесбанка в ходе развития собственной уникальной модели стабилизационного регулирования. Представляется, что данные условия с самого начала преобразований были оценены Бундесбанком максимально корректно. Благодаря размерности и логичности действий, формирование новой концепции стабилизационной политики происходило без преждевременных преобразований и изменений сложившихся взаимосвязей, как в банковском, так и в реальном секторах экономики, но при этом сопровождалось высокой эффективностью.

Определяющее значение в процессе формирования модели стабилизационной политики отводится не только исходному механизму регулирования, но, прежде всего, и сложившимся условиям, основанным на преобладании классического кредитования среди заемных источников финансирования отраслей экономики и второстепенной роли фондового рынка в этом процессе. Банкоцентристская модель финансирования реального сектора позволила закрепить

---

<sup>347</sup> См.: Нойман М.Й.-М. Стабильность ценности денег / Пятьдесят лет немецкой марки. С. 302.

за денежно-кредитной политикой главную роль в процессе стабилизации денежного обращения, так как приращение денежной массы происходило в основном за счет взаимодействия регулятора и коммерческих банков, то есть изменения количества ликвидных средств в распоряжении кредитных организаций. Указанная взаимосвязь хотя и была характерна в большей степени для рассматриваемого периода (1973–1982 гг.), но и по настоящее время не теряет своей актуальности – удельный вес банковского кредитования в числе источников финансирования реального сектора продолжает оставаться самым высоким среди развитых стран (25–30%).

Способность банковской системы удовлетворить финансовые потребности реального сектора заключается в ее широкой диверсификации наряду с сохранением универсальности по типу классификации банковских систем.

Банковские организации ФРГ можно коротко подразделить на типы:

- 1) Частные коммерческие банки выступают самым малочисленным, но одновременно с этим самым прогрессивным с точки зрения технологий и спектра возможных операций представителем универсальных банков, представляющим банковский сектор на рынке ценных бумаг.
- 2) Система сберегательных касс ориентирована главным образом на предоставление розничных банковских услуг населению.
- 3) Кооперативные банки (*Volksbanken* и *Raiffeisenbanken*) представляют опору малых и средних предприятий промышленности и сельского хозяйства.
- 4) Высоко рискованные и узкоспециализированные финансовые услуги предоставляются, в свою очередь, кредитными учреждениями со специальными задачами, деятельность которых может подпадать под экономические приоритеты государства.

Итогом сложившейся банковской системы стала ее высокая капитализация, широкая диверсификация и доверительный характер отношений с клиентами, как результат относительно высокой стабильности кредитных учреждений. Обратная сторона, характеризующая недостатки банковской системы, заключается в избыточном количестве кредитных организаций (поэтому в расчете на каждое обособленное кредитное учреждение капитализация вовсе не является высокой), их низкой рентабельности ввиду присутствия государства в банковском секторе, и по-прежнему недостаточно интенсивном включении в современные тенденции банковского дела (например, в операции по эмиссии ценных бумаг, финансовый консалтинг и деятельность на финансовых рынках зарубежных стран). Негативные последствия указанных недостатков выражаются в учащении процессов слияния и поглощения национальных банков крупными зарубежными ТНБ, то есть постепенной потере независимости банковского сектора.

Исключительная значимость Центрального банка Германии и осуществляемой им стабилизационной политики с 1975 г. стала возможной благодаря институциональному положению Бундесбанка, его причислению согласно Основному закону ФРГ к высшим исполнительным органам государства наряду с правительством. Данное положение раскрывается высокой степенью независимости полномочий Бундесбанка как исполнительного органа, функционально независимого от указаний третьих сторон.

Независимость Бундесбанка основывалась на четырех различных типах:

- 1) Функциональная независимость.
- 2) Институциональная независимость (свобода решений собственных органов управления от внешних указаний).
- 3) Финансовая независимость (независимость собственного бюджета, финансового обеспечения деятельности).
- 4) Кадровая независимость (дифференцированность инстанций, определяющих руководителей органов центрального банка).

Важно понимать, что независимость Бундесбанка не имела ничего общего с его закрытостью и обособленностью. Напротив, доступность информации и открытость стратегии денежно-кредитной политики выступили в составе следующих концептуальных основ деятельности Бундесбанка:

- 1) Сочетание коллегиальных и единоличных начал.
- 2) Обеспечение стабильности в управлении банком, плюрализм назначающих инстанций.
- 3) Обеспечение прозрачности деятельности центрального банка.
- 4) Обеспечение независимости принятия решений.

Важное значение имеет формулировка основной задачи Бундесбанка в законе «О Бундесбанке», закрепляющая за Бундесбанком приоритет стабилизации денежного обращения с учетом основного курса экономической политики государства, не противоречащего основной задаче. Данная правовая норма принуждала Бундесбанк к роли активного участника в государственной экономической политике и как показывает исследование, явилась фактором повышения эффективности стабилизационного инструментария.

Институциональное положение Бундесбанка: правовые нормы и статус, а также концептуальные исторические особенности заложили в общественном понимании важность поддержания умеренных темпов обесценения денег и безусловный авторитет Бундесбанка как главного регулятора денежного обращения. Именно эти особенности организации деятельности Бундесбанка стали основой успешного применения концепции управления денежной массой и достижения высоких результатов в процессе замедления темпов инфляционного роста.

Причины вынужденного поиска модели более эффективного регулирования денежно-кредитной сферы были заложены в конце 1960-х гг. и являлись последствиями дестабилизации мировой валютной системы, внешнеэкономических кризисов и ограниченности роста национальной экономики. Кратковременные попытки стабилизировать темпы роста занятости, производства и ограничить бюджетные экспансии и инфляционные всплески за счет эксперимента «глобального регулирования» (1968–1972 гг.), основанного на кейнсианских идеях, не увенчались должным успехом. Проявилась главная проблема – невозможность координации действий институтов, имеющих отличные друг от друга собственные приоритеты. Акцент смещался в сторону налогового регулирования как основного инструмента управления спросом и инвестициями. Меры, предпринятые для поддержания конъюнктуры сопровождались низкой эффективностью и высоким инфляционным эффектом. Под сомнениями оказались теории экономической динамики и антициклического регулирования, инфляционная теория и методы дефицитного финансирования. Негативной чертой выступило вынужденное обращение Бундесбанка к гибкой денежно-кредитной политике, учитывающей общеэкономические задачи в ущерб стабилизации денежного обращения.

Внутренние предпосылки перехода к новому курсу стабилизационной политики дополнялись инфляционным ростом начала 1970-х гг., который базировался, прежде всего, на феномене «импортируемой инфляции» (притоке капитала) вследствие глубокой стагфляции в США и приобретении немецкой маркой роли второй резервной валюты. Данный инфляционный фактор кроме государственных программ стимулирования потребительского сектора Германии также дополнялся вошедшими в практику регулярными требованиями профсоюзов по чрезмерному росту (около 10% в год) уровня оплаты труда, сказывавшегося на дисбалансе роста прибыли собственников и доходов наемных сотрудников (в особенности в 1968–1973 гг.). Кроме того, из-за появления альтернативных источников финансирования на евторынках (главным образом европейских фондовых площадках), а также постепенного развития собственного рынка ценных бумаг, угрозе подверглась прежняя система взаимосвязи между инициативой Бундесбанка Германии по изменению ликвидности и ее реальным экономическим эффектом. В результате фиксировался рост цен (в особенности в секторе недвижимости, на 15-20% в год), подстегиваемый увеличением кредитования и бегством капитала из девальвирующих валют, таких как доллар США и французский франк в немецкую марку.

Несогласованность бюджетной политики и стабилизационных мер Бундесбанка наряду с нахождением немецкой марки в состоянии необходимости ревальвации привели к интервенциям и двухкратному сокращению ЗВР. Нежелание правительства принимать меры по сокращению государственных расходов и последовательные уступки профсоюзам, переориентация займов реального сектора с банковских организаций на евторынки, переоценка действенности

системы фиксированных валютных курсов, а также снижение независимости монетарного регулятора привели Совет по экономическому развитию и Бундесбанк к осознанию необходимости в изменении регулирующего механизма и отказ от дальнейшего проведения согласованных действий с правительством с 1972 г.

Возможная альтернатива сложившимся условиям была найдена в модели стабилизационного регулирования, основанной на постулатах монетаристской теории и предполагавшей в качестве основного условия возврат экономической системы к принципам свободного образования обменных курсов, саморегулирования и снижения зависимости от государственного вмешательства. Важнейшие доводы монетаризма заключались в переоценке отдельных фундаментальных элементов неокейнсианской теории. Основная идея концепции сводилась к обеспечению стабильности экономического роста путем оздоровления денежного обращения – выравнивания колебаний цен, доходов и занятости за счет планомерного приращения денежной массы и обуздания инфляционных темпов.

Монетаристская концепция выдвигала ряд рекомендаций к условиям стабилизационной политики и ее инструментарию:

- 1) Признание феномена денежного предложения и необходимость константного увеличения денежной массы.
- 2) Введение мультиплицируемого денежного агрегата, включающего в расчет наличные денежные средства в обращении, средства банков на счете эмиссионного банка и кассовые остатки.
- 3) Соответствие прироста денежной массы потенциальному росту реального ВВП с учетом ожидаемого изменения сбережений.
- 4) Преобладание инструментов точного регулирования в денежно-кредитной политике центрального банка параллельно с максимальным контролем ликвидности банковского сектора (вплоть до введения 100% ставки резервов и осуществления стабилизационных мер преимущественно на открытом рынке).
- 5) Отказ центрального банка от противостояния циклическому колебанию спроса и цен, в особенности немонетарным факторам, вызывающим данные колебания.
- 6) Введение механизма рыночного курсообразования валюты и отказ от интервенций на валютном рынке.
- 7) Достижение высокого уровня доверия хозяйствующих субъектов к проводимой центральным банком стабилизационной политике.
- 8) Исключение государственного вмешательства в банковский сектор.

С точки зрения Совета по экономическому развитию, как в высшей степени компетентного органа, перечисленные, концептуальные изменения в сфере стабилизационного регули-

рования, а также в отношении государственной бюджетной политики могли быть положены в основу поддержания экономического роста послевоенных лет.

Отношение Бундесбанка к рекомендациям монетаризма до реформирования концепции стабилизационного регулирования было весьма неоднозначным. В то время как Совет по экономическому развитию настаивал на трансформации денежно-кредитной политики, в течение 1972–1973 гг. Немецкий бундесбанк крайне скептически оценивал целесообразность преобразований: сомнения существовали относительно возможности проводить постоянный курс денежно-кредитной политики независимо от условий краткосрочной конъюнктуры, а также в отношении реалистичности новой концепции как противовеса нерыночным инфляционным факторам. В основе указанной позиции Бундесбанка находились убежденность в необходимости поддержания договоренностей между странами-членами МВФ и предположение о негативном влиянии ревальвации немецкой марки на конкурентные преимущества экспортных отраслей.

За основу концепции была принята идея взаимосвязи между количеством денег в обращении и их инфляционным эффектом, происходящая из количественной теории денег. Монетаристская теория же в существенной степени послужила закреплению взаимосвязи между стабильностью денежного обращения и устойчивостью экономического развития, а также утверждению в практике Центрального банка Германии принципа константного увеличения денежной массы на основе расчета денежного мультипликатора и пониманию необходимости внедрения инструментов точного регулирования.

Ориентиром стабилизационной политики стала денежная масса, так как в отличие валютных курсов и процентных ставок она лучше всего отражала взаимосвязь с приростом уровня цен. Ежегодное определение целевого роста денежной массы должно было задавать границы инфляционного роста и означать сигнал к сбережению или потреблению, создавать прозрачные и равные условия для хозяйственной деятельности.

С 1975 г. целевой рост основывался на показателях:

- ожидаемое увеличение потенциала производства. Речь шла о денежной политике, которая максимально обеспечивает финансирование и кредитование для реализации потенциала;
- предпочтительное изменение уровня нагрузки производственных мощностей;
- неизбежный ценовой рост;
- ожидаемое изменение скорости оборота денежных средств, то есть отношения ВВП и денежной массы.

Однако, форма реализации, которую получила на практике новая модель стабилизационного регулирования Бундесбанка, только отчасти соответствовала монетаристским рекомендациям. Несоответствие было установлено в отношении одного из основных постулатов

монетаристской теории, утверждающего возможность изоляции денежной политики от взаимодействия с немонетарными факторами инфляционного роста. Кроме этого, по нескольким причинам Бундесбанк не смог реализовать ряд рекомендаций, необходимых, согласно монетаризму, для достижения точного варьирования денежной массой: выкуп центральным банком государственных ценных бумаг, введение норм обязательных резервов до 100% и организация денежного регулирования исключительно за счет инструмента политики открытого рынка.

Для реализации в рамках немецкой системы рекомендации монетаризма предполагали нежелательное вовлечение в процесс финансирования центральным банком конечных потребителей финансовых услуг: предприятий и домохозяйств. Невозможным представилось и замещение банковских депозитов ценными бумагами ввиду необходимости создания кардинально иного механизма образования банковских пассивов, так как банки, безусловно, теряли бы свою функцию главного источника заемных ресурсов для реального сектора. Отход от классического механизма образования кредитных средств ставил под вопрос целесообразность вложений в ценные бумаги, обладавших в сравнении с банковскими депозитами более низкой степенью ликвидности, а это, в свою очередь, сопровождалось бы развитием рынка долговых бумаг с повышенным уровнем риска и соответственно дестабилизацией системы ссудного капитала в целом. Данные недостатки теории, а также невозможность точного прогнозирования экономического роста, признание волатильности скорости денежного обращения, и, главное, нежелание включаться в процесс прямого кредитования реального сектора, в конечном счете, способствовали решению Бундесбанка о принятии компромиссных мер в отношении реализации монетаристской теории в практике денежно-кредитного регулирования.

Главным аспектом, развеивающим предположение о стабилизационной политике Бундесбанка, как построенной на монетаристской теории, является принятие допущения дискретных мер вследствие кратковременных конъюнктурных колебаний, закрепление за действиями Центрального банка Германии задачи антициклического регулирования и противодействия немонетарным факторам, вызывающим колебания спроса. Из этого следует вывод, что Немецкий бундесбанк в своей практике не исключал возможности применения методов, которые можно с уверенностью отнести к присущим кейнсианской теории.

Отдельное место в научной литературе занимают проблемы перехода к концепции управления денежной массой. Критический взгляд был направлен на следующие особенности стабилизационной политики:

- 1) Выбор денежного агрегата – центробанковской денежной массы. Данная величина не включала депозиты населения и ориентировалась равно как на наличное денежное обращение, так и на минимальные резервы. Ввиду увеличения наличного обращения

за рубежом и постепенного снижения минимальных резервов, данный агрегат терял свою актуальность и в конце 1980-х гг. был заменен на МЗ.

- 2) Учетный период с точкой отсчета начиная с первого квартала ежегодно выступал фактором, снижающим степень своевременности денежно-кредитных мер. Так как четвертый квартал ежегодно был периодом повышения активности бюджетных расходов, на которые Бундесбанк не успевал реагировать до конца учетного периода, с 1979 г. за начало учетного периода стал приниматься четвертый квартал. Данная мера, а также введение целевого коридора взамен точных целевых значений позволили Бундесбанку впредь контролировать фактический прирост денежной массы в рамках прогнозных значений.
- 3) Ограниченное использование инструментов точного регулирования, получивших развитие лишь после 1978 г.

Учитывая многообразие инфляционных факторов и упразднение обязательств по поддержке системы фиксированных валютных курсов, на первом этапе новой модели стабилизационного регулирования главной задачей Бундесбанка стала легитимизация сдержанных инфляционных темпов как основного условия экономического роста в долгосрочной перспективе. Стратегия «политики усиления постоянства» или поддержания благоприятных условий для долгосрочных инвестиций и развития предпринимательской активности требовала объединения усилий со стороны всех хозяйственных субъектов, содействия государства и профсоюзов. Поэтому впервые за послевоенное время максимально жесткая рестриктивная политика, начало осуществления которой было положено в 1973 г. и последующее установление и публичное объявление целевого роста денежной массы в 1974 г. стали своего рода шоковыми мерами, служившими для преломления общественных ожиданий высоких инфляционных темпов.

Уже начиная с 1973 г. Бундесбанк отказался от применения нерыночных методов регулирования денежного рынка, зачастую имевших место в виде протекционистской меры – периодического введения более чем 50% нормы создания минимальных резервов для депозитов нерезидентов. Но при этом сохранение прежнего инструментария денежно-кредитной политики соответствовало основной идее Бундесбанка – регулированию денежной массы косвенным способом: за счет изменения доли свободных резервов ликвидности банковского сектора. Инструментарий Бундесбанка таким образом основывался на дисконтной, ломбардной политике, а также политике минимальных резервов. 1975–1977 гг., являясь межкризисным этапом в истории мировой экономики, и ряд прецедентов недостаточности банковской ликвидности позволили Бундесбанку осуществить переход к умеренно экспансивной политике.

Постепенное отстранение от традиционных инструментов рефинансирования и политики минимальных резервов следует в равной степени относить как на заранее запланированный процесс развития инструментария, так и на вызовы современности, стимулировавшие введение политики открытого рынка вследствие расширения операций по привлечению средств на международных финансовых площадках, национальном рынке ценных бумаг, при которых на банковский сектор не распространялось обязательство создания резервов. В 1975 г. обозначилась тенденция снижения использования политики минимальных резервов в составе инструментария Бундесбанка. 1977–1979 гг. стали периодом наиболее активного притока капитала на финансовый и валютный рынок Германии вследствие их мировой дестабилизации и возросшего доверия инвесторов к немецкой экономике и валюте ввиду их стабильности. Кроме того, обозначилась тенденция перехода части прежних банковских депозитов на фондовый рынок ФРГ по причине его сравнительно высокой доходности, в том числе в международном сравнении. Данный процесс стимулировал, в свою очередь, относительно новую для немецкой экономики тенденцию качественного развития финансовых инструментов: арбитражных, срочных операций, а также сделок по хеджированию рисков и деривативов на фондовых и валютных биржах.

Активное распространение перечисленных видов финансовых операций в негативной степени отразилось в том числе и на стабилизационной политике Немецкого бундесбанка. Снижалась вертикальная зависимость банковской системы от рефинансирования, инициатива мультипликации денежной массы передавалась от Центрального банка Германии участникам рынка капитала, снижалась степень взаимосвязи денежного агрегата, подконтрольного регулятору, и фактического роста денежных средств в безналичной форме. В этих условиях актуальной для Бундесбанка стала задача контроля капиталоборота, создаваемого и наращиваемого в обход классического процесса рефинансирования сектора частных банков. В связи с этим после 1979 г. операции с ценными бумагами на открытом рынке стали срочными, т.е. предоставляя коммерческим банкам право пользования средствами Центрального банка через продажу ценных бумаг по рыночным ценам, Бундесбанк устанавливал обязательства по обратному выкупу этих бумаг. При этом первые годы практического применения срочных сделок с ценными бумагами зачастую сопровождались противодействием потенциальному росту ставок на рынке капитала за счет обратных мер по реализации бумаг, приобретенных в предшествующих периодах. Принимаемые меры характеризовались высокой эффективностью благодаря той важной особенности, что основным участником фондового рынка ФРГ выступали коммерческие банки. К середине 1980-х срочные сделки с ценными бумагами приняли то значение, которое актуально и сегодня, так как именно с того времени 2/3 финансовых по-

требностей банковского сектора стало покрываться за счет нового инструмента – сделок на открытом рынке с обязательством обратного выкупа.

Внешнеэкономические условия также служили тому, что стабилизационная политика Бундесбанка носила преимущественно рестриктивный характер: в 1975–1978 гг. продолжал действовать инфляционный фактор, основанный на притоке иностранного капитала, а в 1979 – 1982 гг., несмотря на падение экономического роста в Германии, немецкий бундесбанк был вынужден перейти к ужесточению денежно-кредитной политики вследствие резко антиинфляционной политики ФРС и других развитых стран, а, следовательно, обратному процессу, связанному с оттоком капитала из экономики.

В течение 1970-х гг. для Бундесбанка за редким исключением не возникало оснований для перехода даже на умеренно экспансивную политику исходя из эффективности стабилизации ценового роста. Смена курса денежно-кредитной политики всегда носила вынужденный характер и сопровождалась какими-либо кризисными событиями. Например, экспансивный курс 1975 г. был принят вследствие необходимости стимулирования ослабевшей конъюнктуры и поддержания ликвидности банковского сектора, столкнувшегося с серией банкротств. В определенной степени нивелирование инфляционного эффекта от проводимых Центральным банком ФРГ экспансивных мер поддерживалось общей тенденцией сокращения скорости оборачиваемости денежной массы.

Ответственность за излишне продолжительные рестрикции в рассматриваемый период будет верным отнести, в том числе на счет бюджетной политики наращивания расходов и государственного долга. За редкими исключениями снижения фискального стимулирования, имевшими место во второй половине 1970-х гг.<sup>348</sup>, правительство в основном выступало значимой преградой на пути повышения эффективности стабилизационных мер. С 1973 г. механизм государственных займов способствовал принятию 16 бюджетных программ, позволял ежегодно наращивать социальное обеспечение и стимулировать потребление, необеспеченное соответствующим ростом товарной массы. Общее смягчение курса денежно-кредитной политики стало возможным лишь после 1982 г. и было связано со сменой правящей коалиции и принятием ряда действенных программ бюджетной реструктуризации.

На фоне жестко рестриктивной денежно-кредитной политики Центральному банку ФРГ вменялась ответственность за недостаточно интенсивный экономический рост в европейском сравнении. Исследование показывает систематическое занижение Бундесбанком потенциального роста ВВП Германии при постановке целевого уровня роста денежной массы. Но не стоит упускать из внимания и обратное замечание о том, что Бундесбанк способствовал созданию основ стабильной динамики экономического роста в долгосрочной перспективе,

---

<sup>348</sup> Например, в межкризисный период с конца 1975 г. по 1976 г.

поскольку новая концепция стабилизационного регулирования оказала решающее воздействие на сокращение ежегодного инфляционного роста. В то же время опровержение получил тезис о резко негативном влиянии рестриктивной политики на уровень занятости населения. По данным исследования, наличие безработицы в разные годы обосновывалось ее структурным характером, то есть было естественным условием функционирования рынка труда. Хотя не исключается взаимосвязь пониженных инфляционных темпов и повышенного роста безработицы, что соответствует периоду с 1976 по 1978 гг., тогда как относительно более высокие темпы инфляционного роста характерны для прочих временных отрезков.

Переосмыслению подверглось заключение монетаристского характера о том, что для стабилизационной политики не характерно взаимное воздействие на экономические процессы в краткосрочной перспективе и также о том, что денежная масса является нейтральной величиной. Фактически же практика показала, что принимаемые Бундесбанком меры в существенной степени воздействовали на текущие процессы в экономике. Количественное воздействие на ресурсы ликвидных средств банковского сектора отражалось на уровне процентных ставок по кредитованию, что в конечном счете определяло степень инвестиционной активности в реальном секторе. После смены денежно-кредитной концепции данная взаимосвязь приобрела особенно отчетливый характер ввиду частичного замещения международного межбанковского рынка финансированием банковских организаций за счет включения в состав инструментария срочных сделок на фондовом рынке.

О резко негативном характере краткосрочного воздействия рестриктивной политики на экономику можно утверждать только при условии ее сопровождения аналогичным курсом бюджетной политики, как это происходило в 1973–1974 гг. и в 1977 г. Для данных периодов действительно было характерно снижение инвестиционной активности в реальном секторе и сокращение потребления при возрастающей склонности населения к сбережениям. Сдерживающее влияние проявлялось в отраслях экономики, ориентированных на внутренний рынок. Экспортные отрасли, будучи локомотивом немецкой экономики, оставались менее зависимыми от политики рефинансирования Центрального банка Германии, так как активность экспорта в большей степени определялась конъюнктурой внешних рынков и валютной составляющей, в которой Бундесбанк преимущественно следовал цели поддержания конкурентных позиций немецких экспортеров.

## Библиография

1. *Антропов В.В.* Социальная рыночная экономика: путь Германии. М., 2003.
2. *Белов В.Б.* Германия. Вызовы 21 века. Москва, 2009.
3. *Болдырев Р.Ю., Невский С.И.* Денежные реформы в послевоенной Германии (1948): подготовка, проведение, итоги // *Экономическая политика*. 2014. № 5-6
4. *Бункина М.К., Семенов А.М., Семенов В.А.* Макроэкономика. М., 2000.
5. *Бурлачков В.К.* Воспроизводство и монетарная сфера (о статье А. Навоя «О роли и месте эмиссии центрального банка...») // *Вопросы экономики*. 2009. №5.
6. *Ватлин А.Ю.* Германия в XX веке. М., 2005.
7. *Глазьев С.Ю.* О практичности количественной теории денег, или сколько стоит догматизм денежных властей // *Вопросы экономики*. 2008. №7.
8. *Глушко А.В.* Финансово-правовой статус центральных банков зарубежных стран. М., 2008.
9. *Головнин М.Ю.* Теоретические подходы к проведению денежно-кредитной политики в условиях финансовой глобализации // *Вопросы экономики*. 2009. №4.
10. *Гутник В.П.* Политика хозяйственного порядка в Германии. М., 2002.
11. *Гутник В.П.* Финансовая политика стран ЕС. М., 2004.
12. *Дробышевский С.М.* Количественные измерения денежно-кредитной политики Банка России. М., 2011.
13. *Жуков Е.Ф.* Деньги. Кредит. Банки. М., 2003.
14. *Зарицкий Б.Е.* Людвиг Эрхард: секреты «экономического чуда». – М.: Издательство БЕК, 1997.
15. *Зарицкий Б.Е.* Экономика ФРГ. М., 2010.
16. *Красавина Л.Н.* Снижение инфляционных рисков как фактор достижения прогнозируемых показателей инфляции и ценовой стабильности // *Деньги и Кредит*. 2012. № 12.
17. Концепция хозяйственного порядка: учение ордолиберализма / *Общ. ред. К. Херрманна-Пиллата*. – М.: Фонд «За экономическую грамотность», 1997.
18. *Ламперт Х.* Социальная рыночная экономика. Германский путь / *Пер. с нем. В.П. Котелкина*. – М.: «Дело ЛТД», 1994.
19. *Миллер Р.Л., Ван-Хуз Д.Д.* Современные деньги и банковское дело (перевод английского издания). М., 2000.
20. *Мюллер-Армак А.* Предложения по осуществлению социальной рыночной экономики // *Politekonom*. 1996. №1.
21. *Навой А.В.* О роли и месте эмиссии центрального банка в воспроизводственных процессах // *Вопросы экономики*. 2009. №5.
22. *Навой А.В.* Центральный банк в глобальном хозяйстве. М., 2010.
23. *Невский С.И.* Концептуальные основы послевоенного экономического строя ФРГ // *Экономический журнал*. 2006. №12. С. 180–211.
24. *Невский С.И.* Социально-экономические реформы в послевоенной Западной Германии: 1945–1949. Монография, М., 2008.
25. *Невский С.И.* Экономика послевоенной Западной Германии: на пути к «экономическому чуду». М., 2006.
26. *Некипелов А.Д., Головнин М.Ю.* Стратегия и тактика денежно-кредитной политики в условиях мирового экономического кризиса // *Вопросы экономики*. 2010. №1.

27. *Ойкен В.* Основные принципы экономической политики / Пер. с нем. под общ. ред. Л.И. Цедилина, К. Херрманн-Пиллата, вступ. сл. О.Р. Лациса. – М.: «Прогресс», 1995.
28. *Ойкен В.* Основы национальной экономики / Пер. с нем. под общ. ред. В.С. Автономова, В.П. Гутника, К. Херрманн-Пиллата. – М.: Экономика, 1996.
29. Основы рыночного хозяйства: понятия и концепции / Под. ред. А. Шюллера и Х.Г. Крюс-сельберга. Марбург, 1993.
30. *Патрушев А.И.* Германия в XX веке. Учебное пособие. М., 2004.
31. *Погорлецкий А.И.* Экономика и экономическая политика Германии в XX веке: Научное издание. СПб., 2001.
32. Пятьдесят лет немецкой марки: Эмиссионный банк и денежное обращение в Германии с 1948 года. М., 2003.
33. *Рудько-Силиванов В.В., Кучина Н.В., Жевлакова М.А.* Организация деятельности центрального банка. М., 2011.
34. *Селищев А.С.* Деньги. Кредит. Банки. СПб., 2007.
35. *Сноудон Б., Вэйн Х.* Современная макроэкономика и ее эволюция с монетаристской точки зрения: интервью с профессором Милтоном Фридменом // Journal of Economic Studies (перевод Ю. Валеви́ча). 1997. № 24.
36. Социальное рыночное хозяйство в Германии: Истоки, концепция, практика / Общ. ред. А.Ю. Чепуренко. – М.: «Российская политическая энциклопедия» (РОССПЭН), 2001.
37. *Столбов М.И.* Эволюция монетарных теорий деловых циклов // Вопросы экономики. 2009. №7.
38. Теория хозяйственного порядка: «Фрайбургская школа» и немецкий неолиберализм / Пер. с нем. Составление, предисловие и общ. ред. В. Гутника. – М.: ЗАО «Издательство «Экономика», 2002.
39. *Трофимов Г.Ю.* Милтон Фридмен – ученый и идеолог // Экономика и математические методы. 2007. №2.
40. *Улюкаев А.В.* Новые вызовы денежно-кредитной политики // Деньги и кредит. 2012. №11.
41. *Усоскин В.М.* «Денежный мир» Милтона Фридмена. М., 1989.
42. *Фридмен М.* Если бы деньги заговорили. М., 1998.
43. *Фридмен М.* Основы монетаризма (под ред. Д.А. Козлова). М., 2002.
44. *Худокормов А.Г.* Основные тенденции в новейшей экономической истории Запада (на материале лекций Нобелевских лауреатов по экономике) // Montenegrin Journal of Economics. 2006. N4.
45. *Худокормов А.Г.* Экономическая теория: Новейшие течения Запада. М., 2010.
46. *Шлиссер Э.* Экономическая теория и эксперимент: Исаак Ньютон, Милтон Фридмен и Вернон Смит (перевод М. Бабковой)// Вопросы экономики. 2007. № 3. С. 55-65.
47. *Шульц З.* Реформа Эрхарда // Вопросы экономики. 1991. № 8.
48. *Щеголева Н.Г. Васильев А.И.* Деньги и денежное обращение. М., 2011.
49. *Щенин Р.К.* Банковские системы стран мира. М., 2010.
50. *Эрхард Л.* Благосостояние для всех: Репринт. Воспроизведение: Пер. с нем., вступ. ст. Б.Б. Багаряцкого, В.Г. Гребенникова. – М.: Дело, 2001.
51. *Эрхард Л.* Полвека размышлений: Речи и статьи. – М.: Руссико: Ордынка, 1993.
52. *Geldpolitik: Zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland* (Hg. von Siebke J.). Baden-Baden, 1995.
53. *Alecke B.* Deutsche Geldpolitik in der Ära Bretton Woods. Münster, 1982.

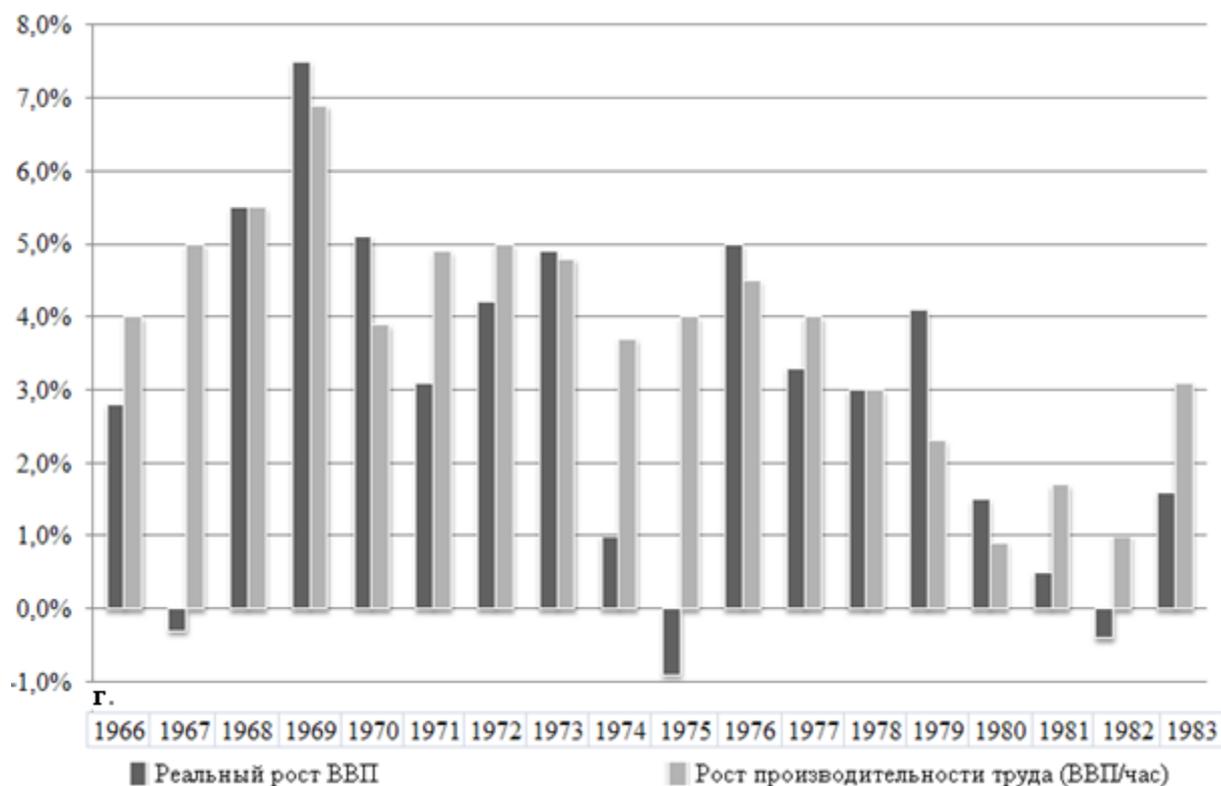
54. *Ambrosius G.* Das Wirtschaftssystem / Die Geschichte der Bundesrepublik Deutschland (Hg. von Benz W.). Frankfurt a. M., 1989.
55. *Andersen L.C. Jordan J.L.* The Monetary Base - Explanation and Analytical Use. St.Louis, 1968.
56. *Bachmann G.* Die geldpolitische Rolle der Bundesbank. Bamberg, 1991.
57. *Baring A.* Machtwechsel. Die Ära Brandt-Scheel, Stuttgart, 1982.
58. *Basler H.-P.* Wirtschaftspolitische Zielpräferenzen und theoretische Orientierung in der Geldpolitik der Bundesrepublik Deutschland. Tübingen, 1979.
59. *Beckh S.* Das Instrumentarium der Deutschen Bundesbank seit dem Übergang zur Geldmengensteuerung. Berlin, 1990.
60. *Bergen V.* Theoretische und empirische Untersuchungen zur längerfristigen Geldnachfrage. Tübingen, 1970.
61. *Blank T.* Finanzinnovationen und Geldpolitik Berlin, 1991.
62. *Bökenkamp G.* Das Ende des Wirtschaftswunders. Geschichte der Sozial-, Wirtschafts- und Finanzpolitik in der Bundesrepublik 1969-1998. Stuttgart, 2010.
63. *Borchardt K.* Die wirtschaftliche Entwicklung der Bundesrepublik nach dem Wirtschaftswunder. München, 1985.
64. *Brand C.* Money Stock Control and Inflation Targeting in Germany. New York, 2001.
65. *Brockmann O.* Das Geldpolitische Konzept der Deutschen Bundesbank. Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank im Prozess der monetären Integration Europas und der Deutschen Einheit. Bremen, 2001.
66. *Bruder W.* 1966 – 1973 innenpolitische Reformen und active Ostpolitik. Freiburg, 1984.
67. *Busch U., Land R.* Deutschland zwischen 1950 und 2009 –Wirtschaftsentwicklung und Teilhabe. Thünen, 2009.
68. *Clinton K. Chouraqui J.-C.* Monetary policy in the second half of the 1980s. Paris, 1987.
69. *Creutz H.* Das Geldsyndrom. München, 1993.
70. *Deutsche Bundesbank.* Jahresbericht. Frankfurt a. M., 1975.
71. *Deutsche Bundesbank.* Längerfristige Entwicklung der Wertpapieranlage der Kreditinstitute. Monatsbericht. Frankfurt a. M, 05.1987.
72. *Deutsche Bundesbank.* Monatsbericht. Frankfurt a. M., 04.1972.
73. *Deutsche Bundesbank.* Monatsbericht. Frankfurt a. M., 12.1972.
74. *Deutsche Bundesbank.* Sonderveröffentlichung über Die Geldpolitik der Bundesbank. Frankfurt a. M., 1995.
75. *Deutsche Bundesbank.* Sonderveröffentlichung. Frankfurt a. M., 10.1995.
76. *Deutsche Bundesbank.* Währungsreserven und Fremdwährungsliquidität der Bundesrepublik Deutschland. Stand 09.2013. URL:  
[http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Aussenwirtschaft/Auslandsvermoegen\\_sstatus/waehrung.pdf?\\_\\_blob=publicationFileDeutsche Bundesbank Das Banken- und Finanzsystem Deutschlands](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Statistiken/Aussenwirtschaft/Auslandsvermoegen_sstatus/waehrung.pdf?__blob=publicationFileDeutsche%20Bundesbank%20Das%20Banken-und%20Finanzsystem%20Deutschlands)
77. *Deutsche Bundesbank.* Neuere Tendenzen bei den Wertpapierpensionsgeschäftender Bundesbank, Monatsbericht. Frankfurt a. M, 10.1985.
78. *Deutsche Bundesbank.* Regelungen für die Bemessung von Rediskontkontingenten, Monatsbericht. Frankfurt a. M, 04.1975.
79. *Dieter B.* Geschichte und Struktur der Aussenwirtschaftsbeziehungen der Bundesrepublik. Köln, 1979.

80. *Dudler H.-J.* Zur Kontrolltheorie optimaler geld- und wirtschaftspolitischer Entscheidungen. Frankfurt a M., 1984.
81. *Emminger O.* Deutsche Geldpolitik im Zeichen des Monetarismus. Stuttgart, 1982.
82. *Erkel S.* Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank seit der Einführung des Geldmengenziels: eine empirische Untersuchung mit Methoden der Zeitreihen- und Kointegrationsanalyse. Köln, 1997.
83. *Fischer I.* Elementary principles of economics. New York, 1911.
84. *Frick H.* Die Staatsaufsicht über die kommunalen Sparkassen. Berlin, 1962.
85. *Friedman M.* A program for Monetary Stability. New York, 1960.
86. *Friedman M.* Der Lag in der Wirksamkeit geldpolitischer Massnahmen / Die optimal Geldmenge und andere Essays. München, 1970.
87. *Friedman M.* Die Geldnachfrage: einige theoretische und empirische Ergebnisse / Die optimal Geldmenge und andere Essays. München, 1970.
88. *Friedman M.* Die Rolle der Geldpolitik / Die optimal Geldmenge und andere Essays. München, 1970.
89. *Friedman M. Schwartz A.J.* A monetary history of the United States 1867–1960. Princeton, 1963; *Friedman M.* A program for Monetary Stability. New York, 1960.
90. *Friedman M.* The optimum quantity of money and other essays. Chicago, 1969.
91. *Fülberth G.* Geschichte der Bundesrepublik Deutschland in Quellen und Dokumenten. Köln, 1982.
92. Gesetz über die Deutsche Bundesbank URL: [http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/ Downloads/Bundesbank/Aufgaben\\_und\\_Organisation/gesetz\\_ueber\\_die\\_deutsche\\_bundesbank.pdf?\\_\\_blob=publicationFile](http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Bundesbank/Aufgaben_und_Organisation/gesetz_ueber_die_deutsche_bundesbank.pdf?__blob=publicationFile).
93. *Giersch H.* The fading miracle. Cambridge, 1992.
94. *Goodfriend M.* How the world achieved consensus on monetary policy // Journal of economic perspectives. 2007. N4
95. *Görgens E.* Brauchen wir eine Zentralbank – und was braucht eine Zentralbank? Bayreuth, 2006.
96. *Hansen G.* Test des Einflusses von Geldmenge und Preisniveau auf Sozialprodukt und Beschäftigung mit Subset-VAR-Modellen. Kiel, 1990.
97. *Henning F.-W.* Das industrialisierte Deutschland 1914 bis 1992. Paderborn, 1997.
98. *Heubes J.* Konjunktur und Wachstum. München, 1991.
99. *Honeck G.* Friedman-Plan und potentialorientierte Kreditpolitik. Berlin, 1975.
100. *Issing O.* Der Rediskontkredit – Die geldpolitische Bedeutung und der Einfluss des Rediskontkredits der Deutschen Bundesbank auf die Wettbewerbssituation im Bankensektor. Frankfurt a. M., 1988.
101. *Jarchow H.-J.* Grundriss der Geldpolitik. Stuttgart, 2010.
102. *Johnson P.A.* The Government of Money. New York, 1998.
103. *Kloten N.* Die Praxis der Notenbank. Karlsruhe, 1981.
104. *Lattemann C.* Zum Zusammenhang zwischen der Kursentwicklung der Aktien am Kapitalmarkt und der Geldpolitik der Deutschen Bundesbank. Dissertation, Bremen, 1997.
105. *Lucas R.E.* Monetary neutrality / Nobel Lectures, Economics 1991–1995. Singapore, 1997.
106. *Mussel G. Pätzold J.* Grundfragen der Wirtschaftspolitik. München, 2012.
107. *Nolte K.* Das währungspolitische Instrumentarium der Deutschen Bundesbank und sein Einsatz 1973 bis 1976 - Fragen nach Effizienz der Geldpolitik. Bern, 1977.

108. *North M.* (Hg.). Deutsche Wirtschaftsgeschichte, München, 2000.
109. *Pahlke J.* Steuerbedarf und Geldpolitik in der wachsenden Wirtschaft, Beiträge zur Geldlehre / Schlichter R. Berlin, 1970.
110. *Palm A.* Stabilisierungspolitik bei flexiblen Wechselkursen. Berlin, 1988.
111. *Paprotzki M.* Die geldpolitischen Konzeptionen der Bank von England und der Deutschen Bundesbank / Eine Analyse über den Einfluss des monetaristischen Paradigmas. Frankfurt a. M., 1991.
112. *Pätzold J.* Strategien der Stabilisierungspolitik / URL: <http://www.juergen-paetzold.de/stabpol/BG+Infl/Stabpol%20Strategien.html>.
113. *Paul A.T.* Die Gesellschaft des Geldes. Wiesbaden, 2012.
114. *Pohl H.* Geschichte der Deutschen Kreditwirtschaft seit 1945. Frankfurt a. M., 1998.
115. *Prollius M. von.* Deutsche Wirtschaftsgeschichte nach 1945. Göttingen, 2006.
116. *Rammer C.* Innovationen und Gründungen in Ostdeutschland. URL: [ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/tl02/SDI\\_15-03.pdf](ftp://ftp.zew.de/pub/zew-docs/tl02/SDI_15-03.pdf).
117. *Reidegeld E.* Staatliche Sozialpolitik in den ersten Nachkriegsjahren. Köln, 1979.
118. *Rödder A.* Die Bundesrepublik Deutschland 1969-1990. München, 2004.
119. *Rohwäder J.* Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank zwischen 1969 und 1982 im Lichte von Monetarismus und Keynesianismus. Hamburg, 1997.
120. *Rudolph B.* Effekten- und Wertpapierbörsen, Finanztermin- und Devisenbörsen seit 1945 (Hg. von Pohl H.). Deutsche Börsengeschichte. Frankfurt a. M., 1992.
121. *Rupp H.K.* Politische Geschichte der Bundesrepublik. Stuttgart, 1982.
122. *Sachverständigenrat für Wirtschaftsentwicklung.* Jahresgutachten 1967/1968. Stuttgart, 1967.
123. *Sachverständigenrat für Wirtschaftsentwicklung.* Jahresgutachten. Wiesbaden, 1986.
124. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.* Jahresgutachten. Wiesbaden, 1970.
125. *Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.* Jahresgutachten. Wiesbaden, 1984.
126. *Scharpf F.W.* Sozialdemokratische Krisenpolitik in Europa. Frankfurt a. M., 1987.
127. *Scheide J.* Geldmenge, Einkommen und Preisniveau: Wie stabil ist der Zusammenhang nach der deutschen Wiedervereinigung? Kiel, 1993.
128. *Schettkat R.* Schumpeter Discussion Papers. Wuppertal, 2009.
129. *Schlesinger H.* Zehn Jahre Geldpolitik mit einem Geldmengeziel. Frankfurt a. M., 1985.
130. *Singer D.R.* Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank vor dem Hintergrund theoretischer Kontroversen. Berlin, 1994.
131. *Spahn H.-P.* Bundesbank und Wirtschaftskrise / Geldpolitik, gesamtwirtschaftliche Finanzierung und Vermögensakkumulation der Unternehmen. Regensburg, 1988.
132. *Svensson L.E.O.* Inflation Targeting. URL: <http://www.nber.org/papers/w16654.pdf>.
133. *Traut G.* Das Geldangebotverhalten der Kreditinstitute in der BRD von 1957–1970. Frankfurt a. M., 1972.
134. *Wagner H.* Stabilitätspolitik. Theoretische Grundlagen und institutionelle Alternativen. München, 2008.
135. *Westphal U.* Theoretische und empirische Untersuchungen zur Geldnachfrage. Tübingen, 1970.
136. *Windisch R.* Der Staat in der Krise – Finanzmärkte und Realwirtschaft. URL: [http://www.wiwi.uni-jena.de/Finanzwissenschaft/downloads/Sem\\_ss09/Finanzmarkte\\_realwirt/thema11.pdf](http://www.wiwi.uni-jena.de/Finanzwissenschaft/downloads/Sem_ss09/Finanzmarkte_realwirt/thema11.pdf).

## Приложения

Приложение 1. Темпы роста производительности труда и ВВП в 1966–1983 гг. (%)



Источник: Busch U., Land R. Deutschland zwischen 1950 und 2009 –Wirtschaftsentwicklung und Teilhabe. Thünen, 2009. S. 9.

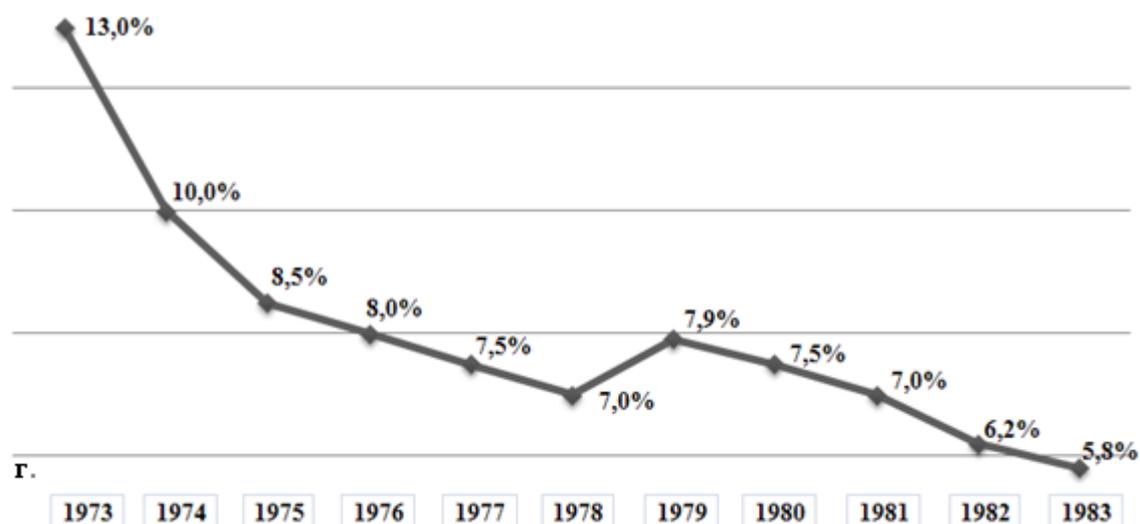
URL:<http://www.rla-texte.de/texte/2%20a%20SOEB/SOEB%20Makro%20Okt%202009-12-01%20busch%20land.pdf>

Приложение 2. Влияние инструмента политики редисконтирования на сокращение резервов ликвидности банковского сектора в 1965–1973 гг.

Дата	Сокращение контингента редисконтирования, млрд. нем. марок	Снижение свободных резервов ликвидности, %	Потенциальное снижение свободных резервов ликвидности в случае полного упразднения рефинансирования, %
01.10.1965	1,3	9,6	66,8
01.05.1966	1,3	10,7	62,7
01.07.1969	2,6	7,6	34,6
01.04.1971	2,4	8,8	25,8
01.03.1972	2,3	8,2	19,4
01.07.1972	2,2	6,8	25,8
01.08.1972	1,9	7,4	9,1
01.02.1973			
07.02.1973	8,7	45,6	45,6

Источник: Honeck G. Friedman-Plan und potentialorientierte Geldmengepolitik. Berlin, 1975. S. 158.

**Приложение 3. Динамика процентной ставки по минимальным резервам Бундесбанка в 1973–1983 гг.**



Источник: *Deutsche Bundesbank Monatsbericht* 10.1995/Sonderveröffentlichung. Frankfurt a. M., 1995. S. 131  
*Blank T. Finanzinnovationen und Geldpolitik* Berlin, 1991, S. 130

**Приложение 4. Прогнозные и фактические значения роста денежной массы в 1969–1983 гг. (%)**

	Рост денежной массы, %		Инфляция, %	
	Целевое значение	Фактическое значение	Ожидаемое значение	Фактическое значение
1969 г.	-	-	-	1,9
1970 г.	-	-	-	3,4
1971 г.	-	-	-	5,3
1972 г.	-	-	-	5,5
1973 г.	-	-	-	7,0
1974 г.	-	-	-	5,7
1975 г.	8	10,1	4,5	5,6
1976 г.	8	9,2	4,5	3,7
1977 г.	8	9	4	3,3
1978 г.	8	11,4	3,5	2,6
1979 г.	6–9	6,1	3	5,4
1980 г.	5–8	4,9	4	5,3
1981 г.	4–7	7	3,5–4	6,7
1982 г.	4–7	6	3,5	4,5
1983 г.	4–7	7	3,5	2,6

Источники: *Issing O. Die Geldmengestrategie der Deutschen Bundesbank in Geldpolitik: Zwanzig Jahre Geldmengesteuerung in Deutschland* (Hg. von Siebke J.). Baden-Baden, 1995; *Brand C. Money Stock Control and Inflation Targeting in Germany*. New York, 2001. P. 13; *Schettkat R. Schumpeter Discussion Papers*. Wuppertal, 2009. S. 23; *Web-source Inflation.eu* URL: <http://de.inflation.eu/inflationsraten/deutschland/historische-inflation/vpi-inflation-deutschland-1974.aspx>

**Приложение 5. Статистика бюджетных поступлений и расходов в 1969–1982 гг. (млрд. немецких марок)**

	Государственный бюджет			Федеральный бюджет		Бюджет земель		Бюджет муниципалитетов	
	По-ступл.	Расхо-ды	Сальдо	По-ступл.	Расхо-ды	По-ступл.	Расхо-ды	По-ступл.	Рас-ходы
1969 г.	176,9	174,55	2,35	84,4	82,3	69,4	67,8	48,2	48,3
1970 г.	188,3	196,3	-8	88,4	88	74,6	77,7	50,8	56,5
1971 г.	211,2	226,5	-15,3	97,4	98,5	84	89,5	58,5	67,4
1972 г.	239,2	252,13	-12,93	106,3	111,1	98	100,4	67,2	74,7
1973 г.	271,5	280,5	-9	119,8	122,6	113,9	115,9	79,1	84,1
1974 г.	290,9	318,3	-27,4	123,6	134	125	134,1	87,5	95,9
1975 г.	296,6	360,5	-63,9	123,8	138,8	126,4	146,3	92	101,2
1976 г.	328,7	376,8	-48,1	136,6	165,2	138,9	154,4	100,1	104,1
1977 г.	364	395,2	-31,2	149,7	172,4	153,5	161,6	106,3	107,7
1978 г.	393,7	433,4	-39,7	163,2	189,7	164,1	176,5	116,6	118,2
1979 г.	423,5	469,9	-46,4	177,5	203,4	177,2	191,8	125,1	130,4
1980 г.	452,1	509,2	-57,1	188,1	215,7	186,1	208,6	139,8	145,5
1981 г.	466,1	541,8	-75,7	195	233	190,6	216,6	142	152,1
1982 г.	491,6	561,5	-69,9	207	244,7	199,6	224,2	145,8	153,1

Источник: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Jahresgutachten 1984. Tabelle 35. URL: <http://www.sachverständigenrat-wirtschaft.de/fileadmin/dateiablage/download/gutachten/1002541.pdf>

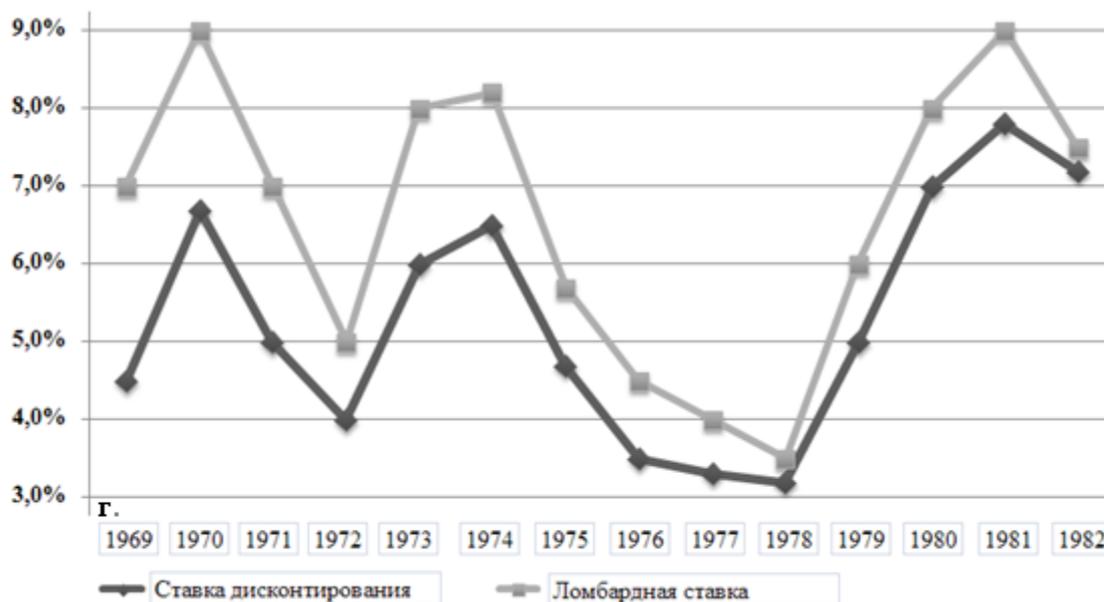
**Приложение 6. Состав имущества частных домохозяйств и предприятий в 1973–1982 гг. (млрд. немецких марок)**

Долгосрочные вложения	1973 г.		1974 г.		1975 г.		1976 г.		1977 г.	
	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ
:										
Вклады	1,8	20,8	1,4	36,5	2,9	74,1	2,9	45,3	4,1	40,2
Строит. сбер. кассы	-	8,5	-	5,6	-	-	-	6,6	-	6,5
Страховые фонды	-	12,9	-	13,9	-	15,3	-	17	-	18,8
Пенсионные накопления	-	4,9	-	7,2	-	6,8	-	8	-	6,6
Цен. бумаги с фикс. проц.	0,8	10,5	-0,3	9,1	4,8	8,7	4,8	18,9	2,4	11,1
Акции	1,5	1,5	3	0,2	2,3	1,6	2,3	0	1,3	1,2
Дебит. зад-ть	2	-	3,2	-	4,5	-	4,5	-	2,9	-
<b>Краткосрочные вложения</b>										
:										
Наличн. и средства на счетах	0,7	-	12,6	-	14	-	6,7	-	10,1	-
Вклады	13,6	16,3	-8,3	5,3	-0,5	-19,1	7	-0,1	9,3	2,8
Дебит. зад-ть	1,9	-	20,3	-	3,5	-	13,5	-	7,5	-
Кредиты	-	5,3	-	0,4	-	7,7	-	14,6	-	15,2
<b>Итого</b>	<b>25</b>	<b>77,6</b>	<b>33,9</b>	<b>83,6</b>	<b>31,9</b>	<b>104</b>	<b>44,7</b>	<b>101,8</b>	<b>39</b>	<b>98,6</b>
Долгосрочные вложения	1978 г.		1979 г.		1980 г.		1981 г.		1982 г.	

:	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ
Вклады	3,4	40,2	2,3	27,8	-0,9	25	-0,1	9	4,5	46,6
Строит. сбер. кассы	-	7,3	-	7,7	-	6,3	-	5,7	-	4,8
Страховые фонды	-	21	-	22,8	-	25,5	-	27,7	-	31,8
Пенсионные накопления	-	8,7	-	11	-	13,3	-	12,5	-	8,9
Цен. бумаги с фикс. проц.	2,2	9,2	5,1	27,7	0,6	25,2	-1,2	48,2	2,9	17,2
Акции	2,2	1,9	6,2	-0,9	7,3	-0,9	7,3	-2	5,3	0,5
Дебит. зад-ть	4,8	-	5,7	-	5,6	-	6	-	6,2	-
<b>Краткосрочные вложения</b>	<b>1978г.</b>		<b>1979г.</b>		<b>1980г.</b>		<b>1981г.</b>		<b>1982 г.</b>	
:	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ	ПРС	ЧДХ
Наличн. и средства на счетах	19,3	-	2,4	-	10,8	-	15,1	-	18,6	-
Вклады	9,9	4	9,2	17,2	3,2	22,4	11,2	29,9	0,1	8,3
Дебит. зад-ть	7,1	-	11,7	-	12,5	-	14,6	-	7,4	-
Кредиты	-	18,4	-	20,5	-	12,4	-	7,3	-	9,2
<b>Итого</b>	<b>50</b>	<b>104,5</b>	<b>42,6</b>	<b>118,2</b>	<b>37,7</b>	<b>120,3</b>	<b>53</b>	<b>129</b>	<b>48,3</b>	<b>125,8</b>

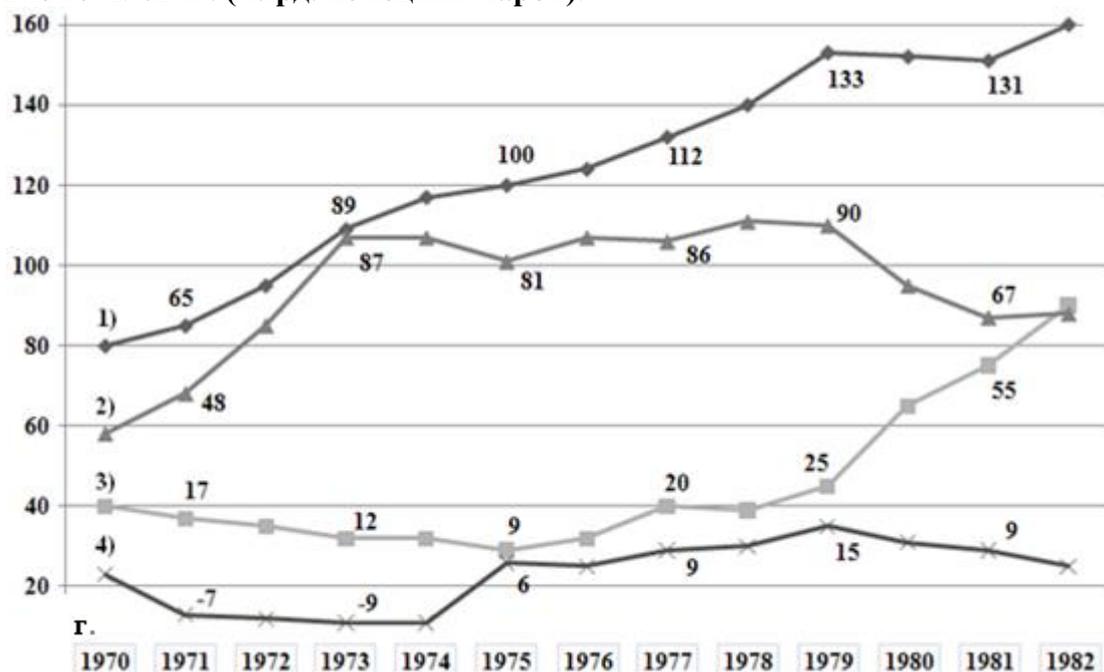
Источник: Rohwäder J. Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank zwischen 1969 und 1982 im Lichte von Monetarismus und Keynesianismus. Hamburg, 1997. Tabellen GFR 7, GFR 3.

### Приложение 7. Структура процентных ставок центрального банка в 1969–1982 гг. (среднегодовые значения, %)



Источник: Rohwäder J. Die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank zwischen 1969 und 1982 im Lichte von Monetarismus und Keynesianismus. Hamburg, 1997. Schaubild 2.

**Приложение 8. Сравнение финансовых компонент с денежной массой центрального банка в 1970–1982 гг. (млрд. немецких марок).**



1) *Денежная база* (центробанковская денежная масса – наличные деньги в обороте и минимальные резервы по обязательствам резидентам).

2) *Финансовые требования по отношению к зарубежным странам* в виде валютных резервов, кредитов минус обязательства по сделкам с нерезидентами, мобилизационным ценным бумагам и компенсациям по СПЗ (специальные права заимствования).

3) *Все кредиты банковскому сектору* минус обязательства Бундесбанка по мобилизационным ценным бумагам и срочным сделкам с иностранной валютой с коммерческими банками.

4) *Фискальная компонента* в виде сальдо кассовых кредитов (кредит на поддержание ликвидности, осуществление текущих расходов) и облигационного займа минус бюджетные вложения (кредиты), убытки ввиду ревальвации немецкой марки и прибыль Бундесбанка.

Источник: Issing O. Der Rediskontkredit – Die geldpolitische Bedeutung und der Einfluss des Rediskontkredits der Deutschen Bundesbank auf die Wettbewerbssituation im Bankensektor. Frankfurt a. M, 1988. S. 29.

**Приложение 9. Изменение структуры банковских активов в 1970–1983 гг. (млрд. немецких марок)**

	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982
	г.												
<b>Общий объем сделок</b>	89	107	136	111	119	157	142	180	212	188	175	187	171
<b>1. Кредитование национальных банков</b>	19	27	31	23	42	45	21	65	57	31	36	32	51
1а. Кредиты под долговые расписки	3	6	8	2	11	25	12	20	17	2	14	16	30
<b>2. Кредитование государственного сектора</b>	7	10	10	11	20	48	32	27	35	29	22	48	40

2а. Покупка ценных бумаг	-1	0	0	0	1	4	6	10	4	-2	-3	-2	11
<b>3. Кредитование частных домохозяйств и некоммерч. организаций</b>	4	7	10	4	0	7	13	13	16	19	11	6	8
<b>4. Ипотечные кредиты</b>	11	16	25	27	15	15	19	29	40	45	44	41	38
<b>5. Кредитование предприятий и предпринимателей</b>	29	37	44	26	25	11	30	26	33	50	45	37	19
<b>6. Зарубежные кредиты</b>	3	0	-2	7	15	30	14	9	12	10	25	24	4
ба. Кредиты зарубежным банкам	2	1	1	10	11	22	6	0	0	0	14	16	1

Источник: *Spahn H.-P.* Bundesbank und Wirtschaftskrise: Geldpolitik, gesamtwirtschaftliche Finanzierung und Vermögensakkumulation der Unternehmen 1970–1987. Regensburg, 1988. S. 248.