

## Денежно-кредитная политика в странах Европы<sup>1</sup>

Кондратов Д.И.

В данной статье рассматриваются отдельные положения денежно-кредитной политики стран Евросоюза с 1975 г. по настоящее время. В ней изучаются достоинства и недостатки монетарных инструментов денежно-кредитного регулирования, такие как монетарное, валютное, инфляционное таргетирование, и политика валютного комитета, а также демонстрируются экономические результаты стран, осуществивших переход к ним.

**Ключевые слова:** валютное, монетарное и инфляционное таргетирование; Бундесбанк; экономический рост; процентные ставки; инфляция; зона евро.

В последней трети XX в. монетарная политика стала важной институциональной сферой во многих государствах мира, как в развитых экономиках, так и в странах догоняющего развития. Наиболее важную роль она играет в трансформирующихся регионах, таких как Центральная и Восточная Европа и Содружество независимых государств. Представляется, что в начальном периоде перехода от «социалистической» командной экономики к рыночному хозяйству именно проведение эффективного антиинфляционного регулирования является наиболее важной задачей.

Как показывает практика функционирования Евросоюза, за период с 1975 г. по настоящее время стратегия денежно-кредитной политики, операционный механизм, инструменты и практика проведения монетарного регулирования подтвердили свою эффективность с точки зрения достижения главной цели – обеспечения общей ценовой стабильности в ЕС. При этом изначально принципиальной позицией официальных властей Евросоюза было не возлагать на центральные банки решение других экономических задач (особенно если это противоречит главной цели).

Ведущие европейские центральные банки, обосновывая выделение цели ценовой стабильности в качестве приоритетной, исходили из того, что ее поддержание заложит прочную основу для улучшения макроэкономических показателей и повышения жизненных стандартов в странах Евросоюза по следующим причинам.

---

<sup>1</sup> Автор статьи выражает признательность всем тем, кто помог в подготовке настоящей статьи к печати, и в первую очередь заведующему кафедрой прикладной макроэкономики, главному экономисту «Тройки Диалог» Гавриленкову Евгению Евгеньевичу, а также другим рецензентам «Экономического журнала ВШЭ». Без их активной и творческой помощи эта статья не скоро увидела бы свет.

**Кондратов Д.И.** – к.э.н., старший научный сотрудник Института Европы РАН. E-mail: dmikondratov@yandex.ru

Статья поступила в Редакцию в мае 2011 г.

Во-первых, ценовая стабильность дает возможность легче отслеживать изменения в относительных ценах на товары и услуги, поскольку они больше не затушевываются колебаниями общего уровня цен. В результате предприятия и граждане получают ясную, неискаженную информацию о потребительских и инвестиционных настроениях на рынке, что позволяет эффективнее размещать свободные ресурсы. Тем самым ценовая стабильность способствует росту экономического потенциала Евросоюза.

Во-вторых, низкая инфляция позволяет инвесторам сокращать размер премии за инфляционный риск, включаемый в уровень процентной ставки с целью компенсации возможных потерь, связанных с их долгосрочными активами. Тем самым повышается эффективность размещения средств на рынке капиталов, усиливаются стимулы к инвестированию, ускоряется экономический рост в регионе (странах).

В-третьих, в условиях ценовой стабильности предприятия и население менее склонны отвлекать ресурсы из производительной сферы с целью оградить свои активы от инфляционного обесценения.

В-четвертых, поддержание низкой инфляции позволяет предупреждать в сущности принудительное перераспределение благосостояния и доходов населения

При этом самыми популярными инструментами денежно-кредитной политики являлись ограничение денежного предложения, регулирование номинального валютного курса и таргетирование инфляции. В первом случае центральный банк регулирует денежные или кредитные агрегаты, во втором – промежуточной целью монетарной сферы выступает номинальный обменный курс национальной валюты, в третьем – ставятся конкретные задачи по снижению инфляции. Другие варианты денежно-кредитной политики, такие, например, как достижение определенного номинального национального дохода или реального валютного курса, получили незначительное приращение.

Данная работа имеет несколько аспектов.

Первый – это потребности самой европейской экономики. Инфляция является одним из значительных социально-экономических явлений в Евросоюзе в XX – XXI вв. Поэтому для понимания проблем и перспектив модернизации Евросоюза необходимо восполнить пробел в научной литературе и проанализировать денежно-кредитную политику именно в этой группе соседствующих стран, как в одном из наиболее развитых региональных объединений мира.

Второй – это интересы Российской Федерации. Исследование форм и методов «обуздания» инфляции в Евросоюзе важно для российского общества, поскольку этот опыт может иметь значение и для проводимых в нашей стране структурных реформ.

Изучение европейского научно-практического опыта полезно и для совершенствования мер по сдерживанию инфляции в России с учетом ее особенностей и преобладающего в тот или иной период ее вида (инфляция спроса, издержек производства и обращения, импортируемая, ценовая, инфляционная спираль заработной платы и др.).

Цель работы – теоретическое обобщение накопленного опыта денежно-кредитной политики в ЕС на макроэкономическом уровне, характеристика общих и особенных сторон таргетирования в Евросоюзе, проводимое в странах с развитой и переходной экономикой.

Для достижения указанной цели в работе были поставлены следующие задачи:

- подведение общих итогов в рассматриваемой среде за последние 35 лет в Евросоюзе;

- исследование основных характеристик монетарных реформ в странах с переходной экономикой с 1992 по 2009 г.г.;
- проведение сравнительного анализа антиинфляционной политики в различных странах Евросоюза;
- изучение макроэкономических условий реализации монетарного регулирования в странах Евросоюза;
- формулировка ответов на актуальные вопросы российской денежно-кредитной политики, возникающие на современном этапе, с учетом европейского опыта.

В первом разделе рассматривается денежно-кредитная сфера на основе монетарного таргетирования. В данной части также проведен комплексный анализ антиинфляционной политики Бундесбанка. Во втором разделе обобщен опыт европейских стран, перешедших на валютное таргетирование и режим *currency board*. В третьем разделе изучается проведение денежно-кредитной политики в Норвегии и роль таргетирования инфляции в постепенном продвижении стран ЕС к стабильности цен, а в заключении приводятся некоторые рекомендации для России.

## 1. Ограничение денежного предложения (монетарное таргетирование)

### 1.1. Плюсы и минусы монетарного таргетирования

Монетарное таргетирование основывается на постулате о том, что контроль и воздействие на денежные агрегаты способны обеспечить снижение инфляции [1, с. 68–83].

Идея данного режима опирается на так называемое «количественное уравнение» американского экономиста И. Фишера. Оно говорит о том, что количество денег, функционирующих в экономике, должно быть равно стоимости всего номинального дохода, созданного в народном хозяйстве. То есть денежная масса, умноженная на скорость обращения денег, обязана иметь полное равенство с номинальным доходом экономики.

Монетарное таргетирование предусматривает ежегодное объявление целевого ориентира, который может задаваться как процентное изменение денежной массы (агрегаты M1, M2 или M3) либо как общий уровень ликвидности или определение верхних и нижних пределов динамики денежного предложения. Профессор Чикагского университета М. Фридман отмечает, что основным аргументом для принятия целевого ориентира по денежной массе служит монетарная природа инфляции. До недавнего времени в Европе было общепризнано, что всеобщее удорожание определяется динамикой денежного предложения. Следовательно, зная эту зависимость с учетом других макроэкономических факторов, а также располагая прогнозом роста реального валового внутреннего продукта, можно установить денежный коридор, который наилучшим образом поможет достичь ценовой стабильности в прогнозируемый период.

Исследования показали, что данный режим имеет как сильные, так и слабые стороны [5]. Его существенные преимущества состоят в том, что:

- данные о денежной массе обычно поступают раньше, чем другие переменные, что позволяет на раннем этапе получать информацию о краткосрочных перспективах инфляции;
- номинальная денежная масса в большей степени поддается прямому контролю, чем сама инфляция;
- жесткий контроль денежной массы чаще всего несовместим с расширением государственного долга, что оказывает определенное дисциплинирующее воздействие на фискальную политику;
- определение целевых показателей не требует существенной аналитической работы; для них необходимы лишь годовые допущения реального экономического роста, трендовой скорости денежного обращения и мультипликатора денежной базы;
- одно из потенциальных преимуществ монетарного таргетирования среди других стратегий денежно-кредитной политики заключается в том, что показатель темпа прироста денежной массы может отражать полезную информацию, касающуюся ненаблюдаемых значений выпуска [17].

В то же время в исследованиях экономистов отмечается, что целевым показателям денежной массы присущи как концептуальные, так и практические недостатки:

- монетарное таргетирование основано на предположении о том, что центральный банк может полностью определять номинальную денежную массу и что в экономике существует долгосрочная связь между денежной массой и номинальным доходом. Это неявным образом предполагает стабильность денежного мультипликатора и скорость денежного обращения, что на практике не всегда соблюдается и делает в таких случаях применение монетарных целевых ориентиров нецелесообразным;
- эффективность монетарного таргетирования уменьшается в случае, когда спрос на деньги подвержен разнообразным циклическим колебаниям и скорость обращения ликвидности нестабильна.

В работах европейских экономистов подчеркивается также, что предложение денег должно полностью контролироваться центральным банком. Но он способен отслеживать лишь денежную базу, тогда как динамика расширенного агрегата зависит от поведения экономических акторов и притока капитала из-за границы. Более же сильная и устойчивая связь между изменениями основных макроэкономических переменных и динамикой денежной массы наблюдается как раз для денежного предложения в широком смысле.

В действительности эффективность данной стратегии уменьшается в силу того, что по мере развития финансовых рынков происходит ослабление связи между ростом денежной массы и инфляцией.

Это соображение и предопределило использование в дальнейшем рядом центральных банков принципа целевой инфляции. Правда, многие монетарные регуляторы Европы (Европейский центральный банк, Банк Англии, Банк Швеции и др.) до сих пор определяют ориентир по темпам роста денежной массы и рассматривают его как один из важнейших макроэкономических индикаторов проведения денежно-кредитной политики.

В основе практического применения денежных агрегатов в качестве индикативной переменной лежат два постулата. Во-первых, существует стабильный долгосрочный спрос на деньги. Следовательно, можно установить зависимость между ростом денежной массы и инфляцией. Во-вторых, предложение денег помогает прогнозировать инфляцию в среднесрочном периоде. То есть рост денежной массы

может стимулировать инфляционные ожидания у экономических агентов, а через них – инфляцию.

Данный режим получил популярность среди европейских центральных банков после распада Бреттон-Вудского соглашения о фиксированных валютных курсах.

Монетарное таргетирование в основном использовалось странами, чьи экономики были достаточно велики. Среди развитых государств Евросоюза таковыми являлись Великобритания, Германия и Италия. Но английские денежные власти в 1985 г. отказались контролировать целевую установку по денежной массе и полностью отменили ее в 1987 г., так как неустойчивость соотношения между денежными агрегатами и поведением основных макроэкономических переменных лишила регулятора возможности воздействовать на экономический рост.

Банк Италии в 1980-е годы успешно таргетировал денежный агрегат М2, однако в 1990-е годы из-за изменения структуры экономики, что повлияло на денежный спрос, корреляция между М2 и ценами заметно снизилась. Итальянский денежный регулятор вышел из трудного положения, начав на различных временных отрезках менять веса переменной М2 в макроэкономической модели, использующейся в денежно-кредитном анализе. Тем самым он сумел сохранить ценовую стабильность, однако в действительности проблему низкой эффективности денежно-кредитной политики ему решить не удалось – фактические и проектные темпы прироста М2 в 1990-е годы ни разу не совпали.

Из стран с переходной экономикой относительно успешным примером служила Румыния. Меры, приведшие к снижению инфляции, включали в себя не только жесткий контроль за денежной базой, но и уменьшение бюджетного дефицита, а также ограничение роста реальной заработной платы. Поэтому можно говорить о том, что Национальный банк Румынии действовал по более сложному правилу.

В целом же среди всех европейских стран наиболее последовательным сторонником был Немецкий федеральный банк (Бундесбанк), применявший таргетирование денежной массы с 1975 г. до потери своей независимости в 1998 г. (с 1 января 1999 г. *Бундесбанк прекратил публично объявлять целевые ориентиры прироста М3, поскольку ответственность за проведение денежно-кредитной политики перешла к Европейскому центральному банку*). Поскольку процессы в монетарной сфере Германии дают достаточно полное представление о том, что происходило на всем пространстве Евросоюза, рассмотрим основные моменты ее политики в этой области как типовой пример.

## 1.2. Опыт Немецкого федерального банка

Бундесбанк стал устанавливать целевые ориентиры по приросту денежных агрегатов в годовом исчислении. До 1988 г. для подобных задач использовалась денежная база, близкая к М1, а с 1988 по 1998 гг. – расширенный агрегат М3. Стоит отметить, что Бундесбанк с 1979 г. перешел к «коридору», или «вилке», по приросту денежной массы, что означало относительную ограниченность возможности монетарного таргетирования в классическом варианте [15]. При этом Германия перешла к системе таргетирования денежной массы, когда монетарные власти десятилетиями осуществляли рефинансирование главным образом через переучет векселей, регулировали процентные ставки по кредитам и депозитам.

Формулируя свои ежегодные монетарные цели, денежные власти Германии ис- ходили не из варианта количественного уравнения, а из темпов роста потенциа- льного выпуска продукции, который практически совпадал с долгосрочным трендом ре- ального валового внутреннего продукта (табл. 1).

Таблица 1.  
Основные параметры монетарной политики Бундесбанка, 1975–1998 гг.

Год	Норма- тивный уровень инфляции, %	Дефлятор ВВП, %	Рост по- тенциаль- ного ВВП, %	Реальный ВВП, %	Разрыв выпуска	Заявлен- ное долго- срочное изменение скорости обращения денег, %	Целевой показат- ель роста денежной массы, %	Действи- тельный рост де- нежной массы, %
1975	5–6	5,7	н.д.	–0,9	–2,3	н.д.	8	11,4
1976	4–5	3,3	2	4,9	0,4	н.д.	8	7,8
1977	не больше 4	3,1	3	3,3	1,3	н.д.	8	10,0
1978	3	3,5	3	3	2,2	н.д.	8	9,9
1979	н.д.	4,3	3	4,2	4,1	н.д.	6–9	5,5
1980	3,5–4	5,5	3	1,4	2,5	н.д.	5–8	4,7
1981	3,5	4,2	2,5	0,5	–0,09	н.д.	4–7	3,8
1982	3	4,6	1,5–2	–0,4	–3,2	н.д.	4–7	6,5
1983	2	2,8	1,5–2	1,6	–3,75	н.д.	4–7	5,4
1984	2	2	2	2,8	–2,7	н.д.	4–6	4,9
1985	2	2,1	2	2,3	–1,97	н.д.	3–5	17,8
1986	2	3	2,5	2,3	–1,04	н.д.	3,5–5,5	5,6
1987	2	1,3	2,5	1,4	–1,09	н.д.	3–6	5,1
1988	2	1,7	2	3,7	0,50	–0,5	3–6	5,3
1989	2	2,9	2–2,5	3,9	1,73	–0,5	5	4,8
1990	2	3,4	2,5	5,3	3,88	–0,5	4–6	17,3
1991	2	3,1	2,5	5,1	1,07	–0,5	3–5	6,2
1992	2	5	2,75	2,2	0,69	–0,5	3,5–5,5	7,7
1993	2	3,7	3	–0,8	–1,96	–1	4,5–6,5	11,0
1994	2	2,4	2,5	2,7	–0,75	–1	4–6	2,5
1995	2	1,9	2,75	1,9	–0,39	–1	4–6	4,4
1996	2	0,5	2,5	1	–0,93	–1	4–7	7,3
1997	1,5–2	0,3	2,25	1,8	–0,66	–1	3,5–6,5	2,4
1998	1,5–2	0,6	2	2	–0,54	–1	3–6	5,9

Источник: данные Организации экономического сотрудничества и развития и Бундесбанка.

Методика расчета необходимых темпов роста денежной массы в экономике выглядела следующим образом:

$$M_{цель}^* = P_{норматив} + Y_{тренд} - V_{тренд},$$

где  $P_{норматив}$  – ожидаемый темп инфляции;  $Y_{тренд}$  – темп роста потенциального валового внутреннего продукта;  $V_{тренд}$  – темпы изменения скорости денежного обращения.

Параметр реального роста ( $Y_{тренд}$ ) в методике Бундесбанка выражался через темпы роста потенциального выпуска продукции («производственного потенциала»), которые примерно совпадали с долгосрочным трендом реального ВВП. Двойное преимущество такого подхода состояло в том, что, во-первых, денежная политика ориентировалась на среднесрочную перспективу, и, во-вторых, на нее не оказывали влияния краткосрочные ошибки прогнозирования.

При использовании потенциальных величин вместо фактических денежно-кредитная политика оказалась мягкой в период спада и гибкой – во времена подъема, что способствовало экономическому прогрессу и снижению инфляции в Германии. Действенность кредитно-денежного регулирования возрастала в фазе оживления, в период растущей зависимости от заемного капитала субъектов рынка, при незначительных временных лагах воздействия. Положительной стороной монетарного таргетирования в Германии явилось возрастание роли ссудного капитала, что стимулировало рост промышленного производства и обеспечивало возможность для кредитования растущей экономики.

В рамках новой модели регулирования происходило не только выдвигание на первый план монетарных инструментов, но и переориентация фискальной политики в целях достижения «финансовой стабилизации» как основы стимулирования инвестиционного процесса.

Преимущество такого подхода, как отмечалось выше, состояло в том, что, во-первых, денежно-кредитная политика ориентировалась на среднесрочную перспективу и, во-вторых, препятствовала нарастанию инфляционных ожиданий. То есть монетарная сфера представляла собой результат некоего компромисса между неокейнсианскими и неомонетаристскими идеями. Для подтверждения наших слов приведем слова профессора Франкфуртского университета имени Иоганна Вольфганга Гете О. Иссинга: «Один из секретов успеха немецкой сферы монетарного таргетирования заключался в том, что денежно-кредитная политика не была жестко привязана к правилам ортодоксального монетаризма, а больше внимания уделяла техническим деталям» [19].

### **1.3. Особенности стратегии и операционного механизма денежно-кредитной политики Бундесбанка**

На стратегическом уровне достижение конечных целей денежно-кредитной политики прежде всего предполагает выбор информационных источников, на которых базируется принятие решений в монетарной сфере на кратко- и долгосрочную перспективу, включая определение весов и специфической роли, придаваемой различным экономическим переменным.

Стратегия денежно-кредитной политики Бундесбанка, в отличие от Федеральной резервной системы США, была официально сформулирована и имела декларируемые количественные ориентиры. Как отмечалось выше, до 1988 г. Банк был обязан публиковать ежегодные ориентиры роста денежной базы и кредитов экономике и объяснять Бундестагу и общественности любые возникающие отклонения от них. Однако частые и порой непредсказуемые изменения скорости обращения денежной массы по сравнению с прогнозируемыми ориентирами вынудили Бундесбанк в январе 1988 г. перейти на денежный агрегат М3.

Напротив, центральные банки Великобритании, Швеции и ряда других европейских государств с конца 1980-х – начала 1990-х годов используют в качестве ограничителя денежно-кредитной политики стратегию прямого таргетирования инфляции, ставя перед собой задачу четко и внятно донести до общества движущие мотивы, цели и задачи своей политики. В 2000–2001 гг. к ним присоединились Исландия и Норвегия.

Как считают немецкие специалисты, сотрудники Бундесбанка К. Гербердинг, А. Вормс и профессор Университета прикладных наук Амберг-Вейдена Ф. Зайтц, проведение в Германии денежно-кредитной политики, основанной на стратегии прямого таргетирования инфляции, было бы нецелесообразным, и это подтверждает практика по крайней мере двух последних десятилетий. По их мнению, достигнутая в стране начиная с 1984 г. ценовая стабильность обусловлена рядом факторов, однако главным из них является внимание, которое Бундесбанк традиционно уделяет анализу долгосрочных тенденций и факторов инфляции и инфляционных ожиданий. В качестве другого важного фактора успешности денежно-кредитной политики с 1975 г. по 1998 г. указанные ученые выделяют предоставленную Бундесбанком возможность применять гибкий подход к постоянно изменяющимся макроэкономическим условиям, что было бы невозможно при использовании стратегии прямого таргетирования инфляции. С середины 1990-х годов значительное антиинфляционное воздействие на немецкую экономику оказали более быстрый, чем ранее прогнозировалось, рост производительности труда, а также усиление внешних позиций немецкой марки и снижение цен на импортные товары под воздействием начавшегося в 1997 г. азиатского кризиса [16].

В отличие от стратегии операционный механизм обычно относят к тактическому уровню ее реализации. Основными инструментами центральных банков являются официальные процентные ставки, операции на открытом рынке, требования обязательных резервов, а также практиковавшийся в 1960-е годы прямой контроль за банковскими кредитами, депозитами и процентными ставками по кредитам.

Операционные механизмы центральных банков ведущих европейских развитых государств и региональных объединений имеют много сходных черт и общую логику воздействия на денежные рынки. Регулирование ликвидности денежных рынков и, соответственно, уровня процентных ставок осуществляется через открытые коммерческими банками балансовые счета в центральных банках (используемые для урегулирования межбанковских расчетов), часть средств которых поддерживается на них в форме минимальных обязательных резервов. Центральные банки непосредственно влияют на размер балансовых счетов через операции на открытом рынке, проводимые в соответствии с установленными ими правилами.

Основное место в операционном механизме денежно-кредитной политики центральных банков, включая Бундесбанк, занимали операции на открытом рынке с целью оказания прямого воздействия на ликвидность денежного рынка через ставку



межбанковского рынка «овернайт». В Германии, как и в Японии, эта ставка называлась «call money rate» (ставка до востребования), а в США – ставкой по федеральным фондам. Бундесбанк, учитывая активную роль межбанковской процентной ставки как одного из важнейших каналов передачи экономике решений денежно-кредитной политики, официально формулировал целевую установку уровня этой ставки, вследствие чего ставка денежного рынка получила название целевой ставки. Поэтому монетарный регулятор руководил операциями на открытом рынке таким образом, чтобы их результаты соответствовали определенной целевой установке для ставки «овернайт» по федеральным фондам. После заседаний Бундесбанка незамедлительно делались заявления о том, имело ли место отклонение реально сложившейся процентной ставки от целевой.

Процентная политика Бундесбанка являлась более сбалансированной, чем политика ФРС США. С 1975 г. по 1998 г. Банк изменял процентные ставки в среднем один раз в 4,8 месяца. В США только за период с января 1984 г. по май 1990 г. произошло 29 изменений ставки ФРС, т.е. в среднем один раз в 2,2 месяца (рис. 1). Существенные различия в частоте изменений процентных ставок ФРС США и Бундесбанка объяснялись меньшей подверженностью экономики Германии циклическим колебаниям и большей стабильностью цен в немецком народном хозяйстве, чем в США.

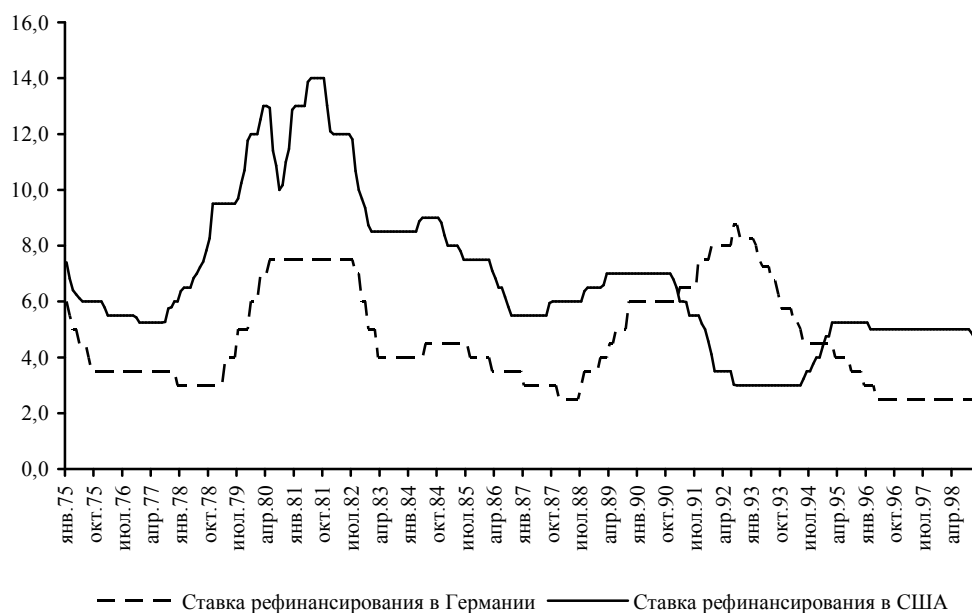


Рис. 1. Ставки рефинансирования в Германии и США, 1975–1998 гг., %

Источник: International Financial Statistics, 2010.

Бундесбанк проводил операции на открытом рынке ежедневно по системе немецкого аукциона (с использованием множественных цен) с казначейскими векселями, долговыми облигациями правительственных агентств и предприятий, пользующихся поддержкой правительства. Основная форма проведения операций с этими видами

ценных бумаг для временного пополнения резервных средств банков – сделки РЕПО на срок от одних суток до трех месяцев, причем наиболее распространены соглашения сроком на сутки и на неделю. Среднедневной объем операций РЕПО составлял примерно 600 млрд немецких марок.

#### 1.4. Антиинфляционная политика в системе целей Бундесбанка

В научных, банковских и официальных кругах Германии с 1985 г. по 1998 г. активно обсуждался вопрос о роли инфляции и антиинфляционной политики в системе целей центрального банка и обеспечении макроэкономической сбалансированности в стране. По мнению Дж. Стиглица и др., контроль за инфляцией должен быть не самоцелью, а средством ускорения темпов экономического роста и сокращения уровня безработицы. «Результаты последних исследований, – отмечают авторы, – заставляют сомневаться в том, что односторонняя ориентация на ценовую стабильность вообще способствует поиску баланса между инфляцией и безработицей» [24]. Ученые полагают, что традиционный акцент в денежно-кредитной политике большинства центральных банков, включая Бундесбанк, на обеспечение ценовой стабильности как первоочередной задачи макроэкономической политики обусловлен не только объективными, но и субъективными факторами. В этой связи отмечается, что наемные работники, которые могут лишиться работы в результате жесткой денежно-кредитной политики, не в состоянии серьезно воздействовать на принимаемые решения, в то время как мнение влиятельных участников мировых финансовых рынков, мало чувствительных к безработице, но опасаящихся высокой инфляции, учитывается в гораздо большей степени. Вместе с тем Дж. Стиглиц и др. [24] признают, что в некоторых странах, прежде всего с развивающимися рынками, концентрация внимания на борьбе с инфляцией вполне обоснована, тогда как в Японии такой необходимости нет.

В середине 1990-х годов в Германии сформировался широкий консенсус экономистов по поводу того, что не следовало допускать сужения мандата Бундесбанка по аналогии с тем, как это имело место в США. Большинство экспертов и политиков настаивали на активизации роли Бундесбанка в стимулировании экономического роста и занятости в противовес политике ФРС США, заиклившейся на борьбе с инфляцией и не уделяющей должного внимания оздоровлению американской экономики.

Такой подход был обусловлен по крайней мере двумя обстоятельствами. Во-первых, события 80-х–90-х годов прошлого века показали, что относительно низкий уровень инфляции в развитых странах мира не гарантирует устойчивого экономического развития и предупреждения глубоких финансово-банковских кризисов, в том числе в США и особенно в Японии. Эти кризисы были обусловлены главным образом непредсказуемыми изменениями цен на активы и быстрым возникновением на рынке «финансовых пузырей» с последующими негативными последствиями в целом для экономики. Во-вторых, в середине 1990-х годов в ряде развитых государств, включая Германию, все более острой становилась проблема не инфляции, а дефляции, обострившейся в том числе под воздействием лопнувших «пузырей» акций компаний так называемой новой экономики.

По мнению большинства экспертов, денежно-кредитная политика, проводившаяся центральным банком Германии на рубеже 1975–1998 гг., во многом способствовала усилению риска дефляции. При этом дефляция наносит экономике значительно больше ущерба, чем инфляция, и справиться с ней значительно труднее, по-

скольку современные центральные банки, традиционно нацеленные на борьбу с инфляцией, слабо подготовлены к действиям в новых условиях [6; 11; 22].

Таблица 2.

## Основные макроэкономические показатели Германии в 1975–1998 гг.

Годы	Темпы роста реального ВВП (%)	Дефлятор ВВП (%)	Доля экспорта (в % от ВВП)	Безработица (% от экономически активного населения)	Номинальный курс доллара к немецкой марке	Международные резервы Бундесбанка	Темпы роста производительности труда (в % к пред. году)	Краткосрочная процентная ставка	ВВП на душу населения (в долл. США по ППС)
1975	-0,9	5,7	19,4	2,2	2,622	26215,8	3,7	4,9	5824
1976	4,9	3,3	20,8	2,3	2,363	30018,8	4,5	4,2	6494
1977	3,3	3,1	20,6	2,2	2,105	34708,1	4	4,3	7151
1978	3	3,5	20,1	2,0	1,828	48474	3	3,7	7892
1979	4,2	4,3	21,2	1,7	1,732	52549,4	2,8	6,6	8900
1980	1,4	5,5	22,7	1,7	1,959	48591,9	0,9	9,5	9820
1981	0,5	4,2	23,9	2,8	2,255	43718,8	1,6	12,1	10783
1982	-0,4	4,6	24	4,5	2,377	44761,6	1	8,8	11407
1983	1,6	2,8	23,6	6,4	2,724	42674,2	3,2	5,7	12077
1984	2,8	2	25	6,6	3,148	40140,5	2,6	5,9	12930
1985	2,3	2,1	25,9	6,6	2,461	44379,9	2,3	5,4	13668
1986	2,3	3	23,3	6,0	1,941	51734	1,5	4,6	14289
1987	1,4	1,3	22,6	5,8	1,582	78756,3	1,4	4,0	14884
1988	3,7	1,7	23	5,7	1,780	58527,6	2,6	4,3	15884
1989	3,9	2,9	24,5	5,1	1,698	60708,7	3,4	7,1	17006
1990	5,3	3,4	24,8	4,4	1,494	67902,2	3,8	8,4	18432
1991	5,1	3,1	26	3,8	1,516	63000,8	5	9,2	19895
1992	2,2	5	24,3	6,2	1,614	90967,1	2,5	9,5	20649
1993	-0,8	3,7	22,3	7,5	1,726	77639,9	1,6	7,2	20803
1994	2,7	2,4	23	8,1	1,549	77363,2	2,9	5,3	21741
1995	1,9	1,9	23,7	7,8	1,434	85005,2	2,5	4,5	22537
1996	1	0,5	24,4	8,5	1,555	83177,9	2,3	3,3	23098
1997	1,8	0,3	26,8	9,2	1,792	77586,7	2,5	3,3	23593
1998	2	0,6	28	8,9	1,673	74024,2	1,2	3,5	24256

Источник: данные Международного валютного фонда и Организации экономического сотрудничества и развития.

В 1996–1997 гг. руководство Бундесбанка в связи с возникновением раздувшегося «пузыря» на немецком фондовом рынке столкнулось с большой неопределенностью в выборе целей, направлений и ожидаемых результатов денежно-кредитной политики в целом для экономики. Проводимый в этот период Бундесбанком курс на ужесточение денежно-кредитной политики опирался на стандартные макроэкономические модели, исходившие из того, что перекосы в ценах на активы могут быть компенсирова-

ны сдерживающей спрос ограничительной денежно-кредитной политикой. К середине 1997 г. размер межбанковской ставки был доведен до самого высокого за многие годы уровня – 3,5%.

Однако, как показал опыт Японии, «финансовые пузыри» склонны «сдуваться» не постепенно и линейно, а неожиданно, непредсказуемо и зачастую с разрушительными последствиями для экономики. Оказалось, что весьма трудно определить степень ужесточения денежно-кредитной политики, необходимой для ликвидации значительного по размеру «финансового пузыря». Чрезмерное увеличение процентных ставок способно обернуться непоправимым ущербом для всей экономики. Как признал позднее О. Иссинг, бывший глава Бундесбанка, жесткая денежно-кредитная политика не принесла в тот период желаемых результатов, поскольку падение цен на акции оказалось весьма резким и сопровождалось значительным ослаблением инвестиционного и потребительского спроса.

Немецкие экономисты отмечают, что Германии в тот период удалось избежать «ловушки дефляции» (в отличие, например, от Японии) благодаря тому, что агрессивная политика Бундесбанка по уменьшению процентных ставок подкреплялась эффективными мерами по снижению налогообложения и сопровождалась ослаблением внешних позиций немецкой марки к валютам ведущих торговых партнеров Германии [10]. Происходившее в течение 1997 г. и первой половины 1998 г. падение курса немецкой марки на мировых валютных рынках наряду с существенным облегчением налоговой нагрузки на предпринимателей (федеральные налоги были уменьшены на 350 млрд немецких марок) в значительной степени помогло немецкой экономике сгладить негативное воздействие эффекта дефляционных ожиданий и повысить общую деловую активность в стране. Темпы роста ВВП Германии в 1997 и 1998 гг. выросли на 1,8 и 2,0% соответственно, при том что уровень безработицы снизился, а темпы инфляции увеличились за эти же годы на 0,3 и 0,6% (см. табл. 2).

Как считает О. Иссинг, сочетание быстроты и масштабности мер, предпринятых Бундесбанком, свидетельствует об их сенсационности и непредвиденности, и даже если «денежно-кредитная политика в будущем может вызвать вспышку инфляции, Бундесбанк считает ее предпочтительнее дефляции» [19].

Таким образом, залогом успеха в поддержании ценовой стабильности в Германии стали прозрачность и предсказуемость денежно-кредитной политики Бундесбанка, базирующейся на использовании четко выраженного ориентира по денежной массе, что обеспечивает ей высокую степень доверия. Такая политика содействовала углублению интеграционных процессов и равномерному распределению рисков. Достижение ценовой стабильности в Германии в целом способствовало сохранению макроэкономического равновесия в стране. Под макроэкономическим равновесием в данном случае понимается положительное влияние антиинфляционной политики на поддержание устойчивых темпов экономического роста, невысокий уровень дефицита бюджета и платежного баланса, низкий уровень безработицы. Такой подход содействовал нейтрализации инфляционных ожиданий, повышал доверие к денежно-кредитной политике Бундесбанка, способствовал закреплению всех позитивных тенденций в экономике, сложившихся в предыдущие годы, и был оптимальным для экономического роста.

## 2. Регулирование (таргетирование) номинального валютного курса

### 2.1. История и формы регулирования

Под этим режимом понимается «привязка» национальной валюты к одной или нескольким иностранным валютам. Регулирование курса национальной валюты может осуществляться путем его фиксирования к иностранным валютам либо посредством введения режима управляемого плавления. Фиксированный курс может сочетаться только с жестким валютным регулированием, а ослабление контроля за капитальными операциями должно осуществляться постепенно, по мере повышения степени плавления курса. Это положение получило подтверждение особенно после финансового кризиса 1992 г. в странах Евросоюза, где фиксированный курс сопровождался ослаблением контроля за капитальными операциями, что и привело к значительному росту валютных обязательств.

Проследим историю этого монетарного режима с момента его появления. Так, впервые политика валютного таргетирования была введена в британских доминионах: сначала в Маврикии в 1849 г., а потом и в других британских колониях. Аналогичные режимы позднее практиковала Италия в Сомали, а пятьдесят лет назад они уже были, пожалуй, самой распространенной политикой в колониальном мире. Многие из этих стран, получив независимость, отказались от валютного таргетирования в пользу независимого центрального банка [2].

Однако сама идея этого режима не прекратила свое существование, а неожиданно стала приобретать совершенно иную смысловую нагрузку. С начала 1990-х годов популярность политики валютного таргетирования стала расти, все больше европейских стран переходят на такой режим, и все чаще можно встретить теоретические исследования, изучающие преимущества и недостатки этого режима.

Как показывает европейская практика, таргетирование валютного курса имеет несколько разновидностей. Одна из форм в рамках простой классификации данного направления денежно-кредитной политики – это режим жесткой фиксации курса национальной валюты к валюте (валютам) страны (стран). Кроме того, центральный банк может использовать другую форму через фиксацию диапазона колебаний номинального обменного курса, в пределах которого он свободно плавает в заданном коридоре. Такой режим имеет преимущество, заключающееся в том, что по причине большей волатильности обменного курса и автономности центрального банка на рынке может быть уменьшена интенсивность движения потоков краткосрочного спекулятивного капитала. При этом излишняя жесткость курсового режима, подчиняющего себе монетарную и макроэкономическую политику, несколько смягчается. Центральный банк приобретает операционную свободу при использовании монетарных инструментов, а денежно-кредитная политика находится в гибком состоянии.

На практике монетарного регулирования часто используется третья форма режима – «скользящая» фиксация, курс определяется преимущественно рынком, но денежные власти воздействуют на формирование курса, активно проводя валютные интервенции. Центральный банк предотвращает излишнее укрепление национальной валюты и соответственно поддерживает конкурентоспособность отечественных производителей. Все это ведет к большей гибкости монетарной политики по отношению к внешним шокам. В свое время политику управления валютным курсом

приняли такие европейские страны с переходной экономикой, как Чехия, Венгрия и Польша.

Введение валютного таргетирования в странах с переходными экономиками способствовало кратковременной стабилизации цен. Особую роль играл так называемый сигнальный эффект. Если в стране цены фиксируются не только на ввозимые, но и на отечественные товары, то иностранная валюта (обычно доллар США или евро) в неявной форме выполняет функции меры стоимости и средства обращения внутри государства. В этих условиях валютный курс выполняет сигнальную функцию, а его фиксация равнозначна стабилизации цен. Механизм мало чем отличается от государственного регулирования цен: фиксация валютного курса равнозначна администрированию цены одного из наиболее популярных товаров, по отношению к которому стихийно фиксируется вся система относительных цен.

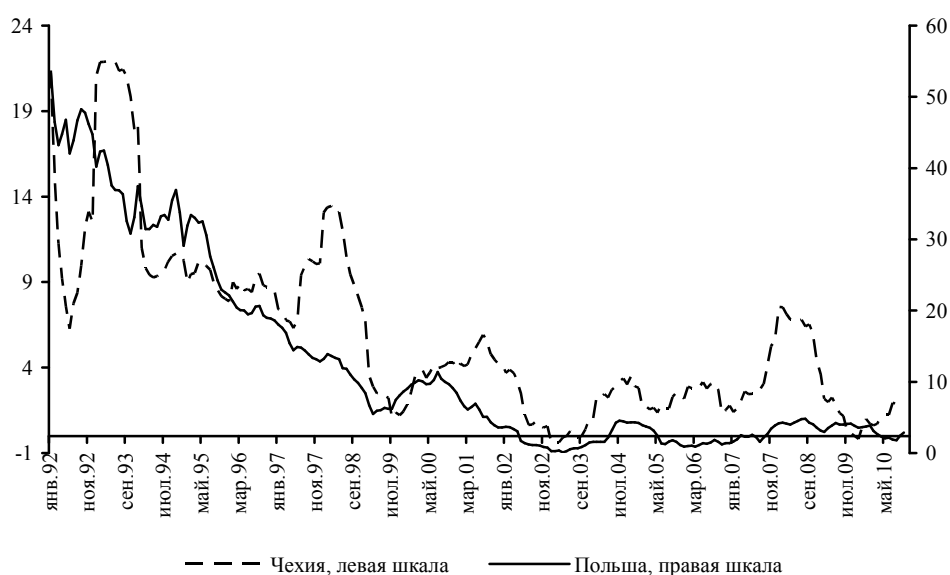


Рис. 2. Инфляция в Чехии и Польше, 1992–2010 гг.

Источник: данные Организации экономического сотрудничества и развития.

Режим валютного таргетирования имеет некоторые преимущества перед политикой монетарного таргетирования. Во-первых, она более прозрачна, понятна для населения и, следовательно, имеет большее воздействие на инфляционные ожидания. Во-вторых, в отличие от политики таргетирования денежной массы сам контроль за регулированием валютного курса является значительно более легкой задачей. В то же время удержание курса национальной валюты в объявленных коридорах (границах) – гораздо более сложная задача, чем сдерживание роста денежной массы. В-третьих, она в меньшей степени зависит от институциональных и структурных сдвигов в экономике, хотя сама оказывает воздействие на такой структурный срез экономики, как соотношение экспорта и импорта.

Однако, как показано на рис. 2, такой монетарный режим может дать лишь временные результаты в борьбе с инфляцией. Инфляционный процесс при этом не

прекращается, а переходит в свою скрытую форму – накопления инфляционного потенциала. Выход этого потенциала на поверхность может привести к разрушительным последствиям, сведя на нет все прежние усилия по макроэкономической стабилизации. Кроме того, долговременная фиксация валютного курса может стать причиной валютного кризиса.

Резюмируя все вышесказанное по проблемам антиинфляционной политики в рамках валютного таргетирования, можно выделить следующие основные моменты.

Стратегия регулирования валютного курса оправдана в том случае, если речь идет о намерении денежных властей снизить уровень инфляции в стране с чрезмерно высокого до приемлемого. После достижения стабильного уровня цен дальнейшее таргетирование курса национальной валюты как эффективный инструмент макроэкономического регулирования в условиях новых финансово-экономических вызовов теряет смысл. Как считает В. Мюнхау, известный исследователь проблем инфляции, в современных условиях строгое официальное таргетирование валютного курса становится столь же непрактичным, как и прежние, базировавшиеся на жестких правилах системы, например система золотого стандарта. По его мнению, слабая сторона регулирования валютного курса состоит не в самом целевом ориентире, а в жестко установленных пределах отклонения от него [13].

На протяжении ряда лет некоторым развитым странам Евросоюза (в частности, Дании) удается таргетировать валютный курс де-факто, без указания и строгого выдерживания целевого ориентира, который большинством европейских центральных банков, стремящихся вступить в зону евро, явно или неявно устанавливается в диапазоне  $\pm 2,25\%$ . Отказ от жестких ориентиров по валютному курсу предоставляет больше возможностей для маневра, чтобы полнее учитывать в своей монетарной политике влияние на курс национальной денежной единицы и общую макроэкономическую сбалансированность непредсказуемых изменений цен на активы, причем не только на ближайшие два года, но и на более отдаленную перспективу.

## 2.2. Режим *currency board*

При высоком уровне нестабильности в национальной экономике правительство может прибегнуть к введению режима *currency board*<sup>2</sup>, что представляет собой жесткий вариант таргетирования обменного курса. При этом центральный банк эмитирует национальную валюту только по валютному каналу трансмиссионного механизма, т.е. по мере пополнения международных резервов. В данном случае деньги эмитируются в основном путем проведения валютно-обменных операций коммерческих банков, а процентный канал денежной трансмиссии практически не работает, так как инструменты центрального банка через его операции на открытом рынке с государственными ценными бумагами либо отсутствуют, либо их применение крайне ограничено.

Основной причиной введения *currency board* является наличие высоких рисков осуществления транзакций и/или курсовые колебания. Утрачивается доверие к внутренней валюте, начинается поиск более стабильного субститута. Предпосылками бимонетарной системы могут выступать: высокая и волатильная инфляция; гиперинф-

---

<sup>2</sup> В экономической литературе существует несколько переводов понятия «*currency board*»: «валютный комитет», «валютное (у)правление», «валютное регулирование», «механизм стопроцентного резервирования», возможны также: «валютный щит», «валютное обеспечение», «валютная привязка денежной системы».

ляция, инфляционные ожидания; макроэкономическая нестабильность; отсутствие у центрального банка профессионального опыта осуществления независимой монетарной политики; неоправданно высокие налоги; политическая нестабильность; высокая доля импорта и экспорта в ВВП.

Режим *currency board* характеризуется следующими положительными результатами: снижением инфляции, ростом доверия к проводимой денежно-кредитной политике, сокращением бюджетного дефицита, возможностью получения своего рода сеньоража с процентов по активам. Таким образом, государство получает дополнительный выигрыш, который превышает его выигрыш при неофициальном обращении иностранной валюты, но который, тем не менее, ниже, чем при независимом центральном банке, что связано с потерей рычагов монетарной политики. Что касается населения, то стабилизация экономической ситуации в целом положительно сказывается на его функции полезности.

Преимущество *currency board* состоит в том, что действия центрального банка априори заданы. Экономические агенты могут легко наблюдать, как денежные власти реализуют заявленную политику. Кроме того, на основе анализа публикуемых данных о золотовалютных резервах, платежном балансе, денежных агрегатах и других переменных агенты в состоянии анализировать, насколько политика успешна и способен ли центральный банк и дальше сохранять заявленный курс.

Однако отказ от национальной валюты в пользу иностранной по причине высокой инфляции, к сожалению, зачастую не решает проблему, а наоборот, усугубляет ее. Можно говорить о своего рода самораскручивающейся спирали: инфляция – бегство от обесценивающихся денег в сторону твердой стабильной валюты – сбрасывание национальной валюты – девальвация – рост номинальной заработной платы – инфляция. Если центральный банк не увеличивает объем денежной массы для компенсации издержек роста цен, то возникает кризис ликвидности.

Кроме того, режим *currency board* создает препятствие для инфляционного финансирования бюджетного дефицита в связи с потерей сеньоража для страны-реципиента в пользу страны-донора. А. Фридман и А. Вербецкий оценили такой ущерб: 10-процентное увеличение масштабов обращения иностранной валюты обуславливает 50-процентное снижение доли сеньоража в ВВП [3]. Следовательно, население страны, выбрав иностранную валюту для поддержания своего благосостояния, тем самым усугубляет экономическую нестабильность и подталкивает правительство страны к принятию радикальных решений в области денежно-кредитной политики.

Среди индустриальных экономик данную стратегию в отдельные периоды использовали денежные власти Швеции, Австрии и Ирландии. Так, с 1977 г. курс шведской кроны был в одностороннем порядке зафиксирован к средневзвешенной корзине валют стран – основных торговых партнеров, в 1991 г. – к экю. Но в результате постоянных девальваций, невозможности использования обменного курса как антиинфляционной составляющей и валютного кризиса 1993 г. денежные власти перешли к таргетированию инфляции. В Австрии с 1980 г. по 1998 г. осуществлялась привязка австрийского шиллинга к немецкой марке. Данный режим помог постепенно уменьшить возмущение валютного курса и стал основным фактором интеграции Австрии в европейскую экономику. В Ирландии с 1928 г. по 1971 г. действовал режим *currency board* с фунтом стерлингов. Однако постоянно импортируемая инфляция в сочетании с экспансионистской фискальной политикой привели к концу 1970-х годов к перегреву ирландской экономики и в конечном счете к отказу от указанного регулирования [12].

В странах с переходной экономикой суть режима *currency board* заключается в односторонней фиксации обменных курсов по отношению к стабильной денежной



единице. Так, на сегодняшний день в Евросоюзе действуют три валютных комитета. Литва в 1994 г. и Болгария в 1997 г. осуществили фиксацию курса своих национальных валют к американскому доллару, а в 2002 г. – к евро. Латвия формально не ввела такой режим, но фактически следует ему, лат фиксировался к специальным правам заимствования Международного валютного фонда с пределами колебаний +1%, а с 1 января 2005 г. – к евро.

Выбор режима *currency board* для стран догоняющего развития вызвал диалог среди ученых. В частности, профессор Нью-Йоркского университета Н. Рубини подчеркивает, что жесткость системы приведет к низкому экономическому росту и большей уязвимости банковских систем [23]. Высокая степень долларизации и/или евроизации в будущем повышает вероятность спекулятивных атак на финансовые рынки. Кроме того, ожидание девальвации часто вызывает увеличение инфляционных ожиданий, что заметно препятствует росту реального валового внутреннего продукта. Также либерализация торговли усиливает уязвимость номинального валютного курса со стороны международного капитала. Таким образом, режим *currency board* лишает экономических агентов информации о текущем состоянии монетарной сферы, что ведет к значительным издержкам для народного хозяйства.

Таблица 3.

## Инфляция в странах валютного совета, 2000–2009 гг.

Годы	Литва	Латвия	Болгария
2000	0,9	2,6	10,3
2001	1,3	2,4	7,36
2002	0,2	1,9	5,8
2003	-1,1	2,9	2,1
2004	1,1	6,1	6,34
2005	2,6	6,7	5,03
2006	3,7	6,5	7,26
2007	5,7	10,1	8,40
2008	10,9	15,4	12,34
2009	4,4	3,5	2,75

Источник: International Financial Statistics, 2010.

Тем не менее сегодня более чем пятнадцатилетний европейский опыт позволяет оценить эффективность выбора. Показателем успеха служит то, что ни одна европейская страна, использовавшая валютный комитет, не отказалась от него. Простота и транспарентность – вот те качества, которые делают данный режим денежно-кредитной политики привлекательным с практической точки зрения для стран догоняющего развития.

Кроме того, за всю историю своего существования *currency board* зарекомендовал себя с лучшей стороны – высокой стабильностью и относительно неплохими макроэкономическими результатами (табл. 3). Предполагается, что советы стран Центрально-Восточной Европы и Балтии останутся в силе до тех пор, пока эти государства не войдут в состав зоны евро.

Между тем необходимость поддержания ценовой стабильности потребовала от стран с переходной экономикой некоторых корректировок. Так, ни одна страна валютного совета в 2009 г. не соответствовала Маастрихтским критериям конвергенции для членства в зоне евро. Напомним, что невозможно скорректировать инфляцию без независимой монетарной политики, не используя дефляционную фискальную политику или других мер по снижению инфляции, таких как переход от косвенного к прямому налогообложению. Учитывая, что уровень цен в переходных экономиках занижен, экономический рост в процессе интеграции в зону евро, вероятно, повлечет повышение инфляции по сравнению с другими членами Европейского союза.

Таким образом, в условиях, когда режим *currency board* реализовал свою главную – дисциплинирующую – функцию, правительство страны обязано взвесить основные недостатки и преимущества данного монетарного института, оценив тем самым возможность перехода к таргетированию инфляции и плавающему валютному курсу. Так, например, в июне 2001 г. Венгрия перешла на режим инфляционного таргетирования при одновременном расширении пределов валютного курса форинта к евро с  $\pm 2,25\%$  до  $\pm 15\%$ . Следствием стало повышение курса форинта к евро в 2002–2003 гг., что имело негативный краткосрочный эффект для венгерских экспортеров, но было вполне приемлемой ценой за снижение темпов инфляции с 10,1% в 2000 г. до 4,8% в конце 2002 г. Таким образом, либерализация валютного рынка в странах с переходной экономикой должна способствовать решению задачи не только стабилизации курсов национальных валют, но и сдерживания инфляции и интеграции стран догоняющего развития в зону евро.

### 3. Режим таргетирования инфляции

#### 3.1. Преимущества и недостатки

С начала 90-х годов прошлого века денежные власти Великобритании и Швеции начали использовать инфляционное таргетирование в качестве основного направления своей денежно-кредитной политики (табл. 4). В общем виде таргетирование инфляции определяется как стратегия денежно-кредитной политики, при которой центрбанк публично объявляет числовые среднесрочные целевые показатели инфляции и корректирует краткосрочные процентные ставки, если его инфляционные прогнозы отклоняются от планируемой инфляции.

Таргетирование инфляции имеет ряд сравнительных преимуществ:

- во-первых, инфляционное таргетирование дает возможность денежным властям сосредоточиться на внутренних проблемах экономики, поскольку монетарные органы в данном случае не устанавливают для себя жестких соотношений между динамикой денежного предложения и темпом роста цен;
- во-вторых, инфляционное таргетирование понятно для общественности. Установление конкретных цифровых ориентиров и/или коридора темпов прироста индекса потребительских цен повышает ответственность руководителей центрального банка за принимаемые решения, и, следовательно, преодолевается проблема оппортунизма в денежной сфере;
- в-третьих, обеспечивается лучшая предсказуемость реакции центрального банка на изменение параметров экономического роста, обусловленная тем обстоятельством, что новая опора вводит определенный порядок, правила и дисциплину в процесс принятия решений;

- в-четвертых, данный режим обладает большей гибкостью по сравнению с валютным таргетированием. Поскольку подсчет всеобщего удорожания требует определенного времени, то целевое значение индекса потребительских цен определяется на среднесрочную перспективу (как правило, два года). В этой ситуации центральный банк ставит задачу по ценовой стабильности путем корректирования инфляционных ожиданий экономических акторов. Незначительные отклонения фактической инфляции от фиксированного значения являются нормальным состоянием и не обязательно имеют последствием потерю доверия к денежно-кредитной политике;

- в-пятых, монетарная сфера не преобладает над бюджетно-налоговым регулированием. Это означает, что центральный банк отказывается от принципа фискального доминирования, т.е. денежно-кредитная политика становится полностью независимой. Для этого уровень заимствований правительства у денежных властей должен быть низким или нулевым. Таким образом, государству необходимо располагать достаточно широкой доходной базой и не рассчитывать на поступления от сеньоража (совокупные доходы центрального банка от эмиссии ликвидного средства).

Таблица 4.

**Страны Европы, применяющие режим инфляционного таргетирования**

Страна или регион	Форма инфляционного таргетирования	Дата начала режима	Инфляция в момент начала применения режима, % год	Целевой показатель инфляции в настоящее время, % год	Инфляция /дефляция в 2009 г.	Прогноз по инфляции	Публикации по инфляции
Великобритания	Полное	III квартал 1992 г.	3,6	2	-0,55	Да	Да
Швеция	Полное	I квартал 1993 г.	4,8	2(+/-1)	-0,3	Да	Да
Венгрия	Полное	II квартал 2001 г.	10,5	3,5(+/-1)	4,2	Да	Да
Польша	Полное	IV квартал 1998 г.	9,9	2,5(+/-1)	3,9	Да	Да
Чехия	Полное	I квартал 1998 г.	13,1	3(+/-1)	1,0	Да	Да
Румыния	Полное	III квартал 2005 г.	8,8	7,5(+/-1)	5,5	Да	Да
Норвегия	Гибкое	I квартал 2001 г.	3,1	2,5(+/-1)	2,2	Да	Да
Зона евро	Гибкое	I квартал 1999 г.	1,2	2	0,3	Нет	Нет

Источники: [7; 8; 14].

И наконец, возможность реализации автономного монетарного регулирования, являющаяся наиболее существенным сравнительным преимуществом инфляционного таргетирования, особенно в странах с преобладающими процессами реформирования своих экономик, финансовыми инновациями и либерализацией счета текущих операций платежного баланса.

Между тем данная опора подвергается критике как со стороны отечественных, так и зарубежных ученых, в частности, по следующим причинам.

1. Инфляционные процессы сами по себе не контролируются денежными властями. В периоды экономических кризисов немонетарные факторы приобретают первостепенную роль в динамике инфляции. В этих условиях использование инструментов, доступных денежным властям, может оказаться не только недостаточным для достижения целевых значений, но и дестабилизирующим фактором, нарушающим макроэкономические соотношения в целом.

2. Инфляционное таргетирование подразумевает, что денежные власти сосредотачиваются только на инфляции, не уделяя должного внимания динамике других макроэкономических целевых переменных (например, занятости, увеличению промышленного производства и производительности труда). Из соотношения кривой Филлипса – Фелпса следует, что в краткосрочном периоде таргетирование инфляции ведет к медленному и неустойчивому выпуску и снижению производительности труда, а в средне- и долгосрочном периодах – к большим колебаниям занятости и валового внутреннего продукта.

На ограниченные возможности центральных банков по «обузданию» инфляции указывал еще профессор Чикагского университета М. Фридман, подчеркивая, что низкая инфляция как ближайший ориентир монетарного регулирования может быть эффективной лишь в том случае, «если бы было возможно предсказать, во-первых, воздействие немонетарных причин на уровень цен для значительного периода времени в будущем и, во-вторых, продолжительность в каждом отдельном случае времени вступления монетарных факторов в действие» [4].

3. Возникает конфликт выбора конкретного индекса цен в качестве целевой переменной. Во многих странах Евросоюза, придерживающихся инфляционного таргетирования, вместо индекса потребительских цен использовались другие переменные, такие как базовая и монетарная инфляция, скорректированные на воздействие факторов, не зависящих от колебаний цен на услуги естественных монополий и административного регулирования. В данном случае второй показатель существенно отличался от первого или дефлятора валового внутреннего продукта.

Например, до недавнего времени в Великобритании при расчете инфляции<sup>3</sup> исключались процентные выплаты и муниципальный налог, а в Чехии – цены, регулируемые правительством, косвенные налоги и цены на энергоносители [21]. Чистая инфляция вводила в заблуждение экономических агентов и подрывала общественное доверие к центральным банкам, что незамедлительно отражалось в текущих ценах и контрактах.

4. Существует продолжительный временной лаг между действиями монетарных органов и изменением темпов всеобщего удорожания. В исследованиях по данной тематике называются сроки в 2-3 года, но и этого достаточно для всеобъемлющего влияния денежно-кредитного регулирования на темпы инфляции. Если в периоды стабильного развития экономики это не имеет особого значения, то в условиях кризиса указанная проблема приобретает первостепенную важность. В этой связи любые

---

<sup>3</sup> До 2003 г. Банк Англии для оценки уровня инфляции использовал индекс розничных цен (Retail Prices Index, RPIX), который превышал гармонизированный индекс потребительских цен в среднем на 0,5%. Это было обусловлено различиями в методологии составления двух индексов по набору и способам взвешивания цен на включенные в индексы товары и услуги.

мероприятия, направленные на установление и достижение целевого показателя индекса потребительских цен в качестве основной цели денежно-кредитной сферы, заранее обречены на провал.

5. Политика инфляционного таргетирования неизбежно вызывает колебания промышленного производства. Эксперт Международного валютного фонда Дж. Грин считает это большим пробелом новой политики и предлагает совмещать с таргетированием объемов выпуска, подразумевая под этим публичное провозглашение потенциальных размеров валового внутреннего продукта и пределов, в которых реальное значение совокупного спроса может отклоняться от своего максимального параметра [18]. Фактически речь идет об установлении уровня инфляции для потенциального ВВП и пределов изменения этого уровня в допустимых пределах колебания ВВП. В связи с этим при установлении ориентиров по инфляции на год, три, пять лет центральным банкам, особенно в условиях сырьевой зависимости, целесообразно оставить пространство для маневра и задавать ориентиры не в форме точки, а в форме коридора (т.е. максимально и минимально возможного значения показателя), что наглядно показывает опыт Норвегии. Данная страна интересна еще и тем, что, как и Россия, является государством с открытой экономикой и зависит от мировой конъюнктуры на энергоносители.

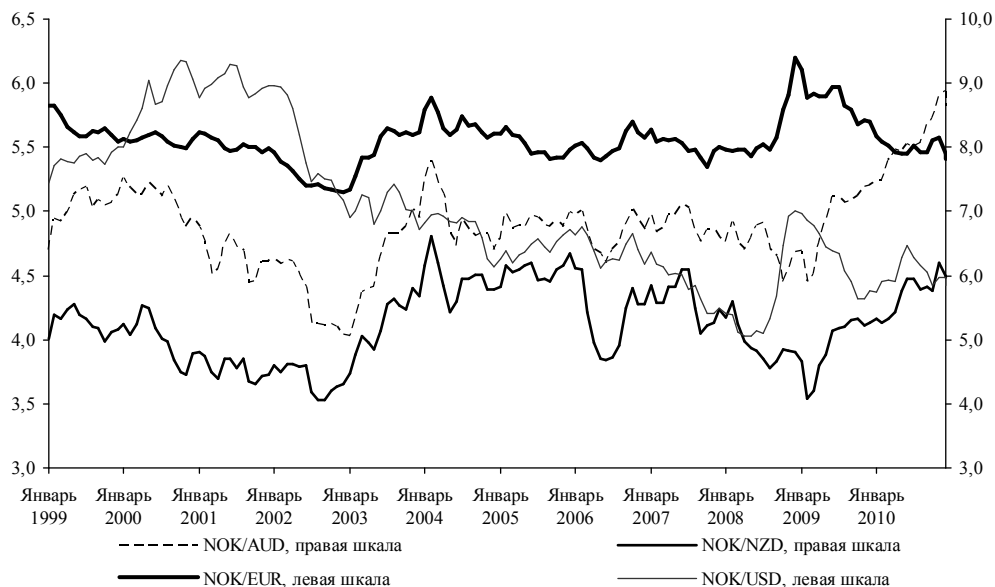
### 3.2. Опыт Норвегии

Первой страной с сырьевой зависимостью, применившей инфляционное таргетирование на практике, стала Норвегия. В настоящее время это единственное государство, проводящее монетарную политику с использованием гибкого таргетирования инфляции и сумевшее добиться с его помощью положительных результатов. При этом Банк Норвегии доказал, что эффективная деятельность монетарного регулятора может обеспечить ценовую и финансовую стабильность в условиях мирового финансового кризиса. Так, в период его обострения Банк Норвегии использовал весь спектр инструментов денежно-кредитной и валютной политики, созданных за годы инфляционного таргетирования. Своевременные действия денежных властей по масштабному доступу к ликвидности оказались достаточными для стабилизации макроэкономической ситуации во время кризиса, особенно в его острой фазе.

В первые годы практики новой модели денежно-кредитной политики ее успех был заложен в двух документах – в новой редакции закона о центральном банке от 2001 г. и в законе о государственных финансах от 2001 г. Оба закона выводили работу двух институтов – Министерства финансов и Центрального банка – на качественно более совершенный уровень. Согласно закону о государственных финансах Министерство финансов обязано представить широкой общественности убедительные доказательства социальной целесообразности государственных займов. В результате применения этого принципа и на фоне других положений закона начиная с 2001 г. государственный бюджет сводится с профицитом, а объем счета текущих операций платежного баланса за период действия закона увеличился с 16,1% ВВП по итогам 2001 г. до 17,7% ВВП в 2008 г. Профицит государственного бюджета и увеличивающийся счет текущих операций платежного баланса исключили мотивы для возникновения избыточной эмиссии, направленной на финансирование бюджета, способствовали обеспечению макроэкономической сбалансированности и, тем самым, оказали значительное влияние на стабилизацию инфляционных ожиданий. Достижению цели по инфля-

ции также способствовало укрепление норвежской кроны по отношению к валютам ведущих торговых партнеров Норвегии (рис. 3).

Кроме того, ценовая стабильность была достигнута без увеличения вариации объемов выпуска. Этот показатель экономики Норвегии имеет более высокие значения, чем в зоне евро и тем более в крупных экономиках, например в США.



**Рис. 3.** Динамика номинального валютного курса норвежской кроны по отношению к денежным единицам стран – основных торговых партнеров, 1999–2010 гг.

Источник: Norges Bank ([http://www.norges-bank.no/templates/article\\_\\_\\_200.aspx](http://www.norges-bank.no/templates/article___200.aspx)).

Это связано с тем, что экономика Норвегии существенно зависит от внешней торговли и, в частности, от сырьевых товаров, а также характеризуется сравнительно низкой степенью диверсификации. За годы инфляционного таргетирования не произошло увеличения вариации объемов производства. Девиация ВВП за 1970-е и 1980-е годы составляла 3,9 и 2,6 п.п. соответственно, а за 2000-е годы составила 2,6 п.п. Разница между максимальным и минимальным темпами прироста ВВП за десятилетие, составившая за 1980-е и 1990-е гг. 8,6 и 6,0 п.п. соответственно, за 2000-е годы составила 4,7 п.п. Таким образом, за стабилизацию цен методом таргетирования инфляции в Норвегии не пришлось платить увеличившейся вариацией выпуска. Несмотря на это, в обществе до сих пор встречаются идеи переориентировать денежно-кредитную политику на обеспечение высоких темпов экономического роста.

В отчетных документах Банка Норвегии говорится о том, что экономический рост в долгосрочной перспективе не зависит от факторов, связанных с денежно-кредитной политикой. При этом мягкое регулирование может привести к улучшению показателей экономического роста и производительности труда в краткосрочной перспективе, однако усилившаяся инфляция обусловит возникновение дополнительных издержек, которые со временем «уничтожат» имевшее место временное улучшение

макроэкономических показателей. Темпы экономического роста в долгосрочной перспективе зависят от привлеченной рабочей силы. На этот показатель можно повлиять с помощью мер миграционной политики, мер социальной политики, направленных на стимулирование занятости коренного населения. Другим важным фактором, влияющим на темпы экономического роста в долгосрочной перспективе, является производительность труда, на которую можно повлиять посредством повышения качества образования, увеличения капитальных инвестиций и усовершенствования научно-технического прогресса. За период с 2001 по 2010 гг., т.е. за годы таргетирования инфляции, темпы экономического роста повысились с 2,0 до 2,7%.

По оценкам норвежских экспертов, основным фактором высоких темпов экономического роста в Норвегии в 2001–2010 гг. стала высокая эластичность потребительского спроса в стране, прежде всего, за счет поддержания оживленной конъюнктуры на рынке жилья. Несмотря на общее падение стоимости активов на мировых фондовых рынках начиная с 2008 г., отрицательно повлиявшее на финансовое положение домашних хозяйств, цены на жилье в Норвегии оставались стабильными. В результате инвесторы в поисках более высокой доходности стали переводить свои вложения с рынка акций в ценные бумаги, обращающиеся на рынке жилья. Кроме того, высокие цены на жилье поддерживались такими фундаментальными факторами, как повышение уровня занятости и самый низкий за последние десятилетия уровень процентных ставок в стране.

Существенный рост цен на недвижимость приводил к увеличению инфляционного давления посредством двух каналов. Во-первых, цены на недвижимость в Норвегии входят в состав полного индекса потребительских цен, который одновременно подлежит регулированию в рамках инфляционного таргетирования. Во-вторых, рост цен на недвижимость расширяет возможности домовладельцев привлекать потребительские кредиты, за счет чего увеличивается совокупный спрос, который в свою очередь создает инфляционное давление.

Аналогичная проблема существовала в других европейских странах. Изменения в глобальной финансовой системе оказали влияние на распространение «финансового пузыря» цен на недвижимость и увеличение задолженности домашних хозяйств. Либерализация торговли во многих странах Европы значительно улучшила доступ к кредитам, в то время как снижение номинальных процентных ставок и укрепление контроля над глобальной инфляцией повысили способность домашних хозяйств обслуживать ипотечные и потребительские кредиты. В Норвегии рассматриваемая проблема имела свои особенности: конъюнктура рынка недвижимости в более сильной степени влияла на финансовое положение домашних хозяйств по сравнению с другими странами. Другой особенностью Норвегии является более сильная зависимость деловых циклов на рынке недвижимости от миграционных процессов.

При этом, учитывая важную роль рынка недвижимости для поддержания устойчивости норвежской экономики и создания условий для ее конвергенции с зоной евро, предполагается усилить влияние государства на рыночный спрос и предложение на рынке недвижимости с целью снижения волатильности цен на национальном и региональном уровнях.

Для снижения инфляционного давления Банк Норвегии на протяжении нескольких лет (с 2004 г. до середины 2008 г.) повышал ставку рефинансирования, в то время как в других промышленно развитых странах с таргетированием инфляции процентные ставки сохранялись на сравнительно более низком уровне (рис. 4). В то же время едва ли возможно регулировать цены на активы с помощью процент-

ной политики, поскольку центральным банкам крайне трудно заранее или даже по прошествии времени выявить отклонение цен на них до уровня, определяемого действием общеэкономических факторов.

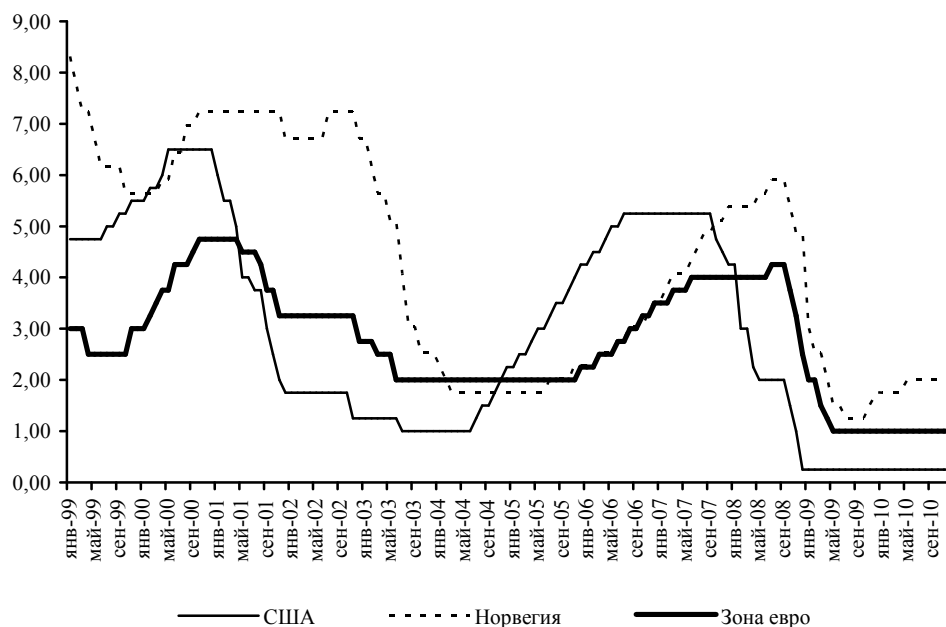


Рис. 4. Ставки рефинансирования в зоне евро, Норвегии и США, 1999–2010 гг.

Источник: International Financial Statistics, 2010.

В целом большинство экспертов полагают, что новые экономические вызовы, включая непредсказуемые изменения цен на активы, в конечном счете выявляют больше недостатков, чем преимуществ используемой большинством центральных банков стратегии таргетирования инфляции. В частности, считает С. Кинг, наиболее распространенный двухлетний ориентир по инфляции может подрывать способность центральных банков удерживать инфляцию в среднесрочной перспективе. Более того, установление низкого ориентира по инфляции «может само по себе таить чрезмерный риск, способствующий, в свою очередь, возникновению финансовых пузырей» [9].

Индикаторы условий на рынке труда рассматриваются как весьма полезные вспомогательные агрегированные показатели, оценивающие давление на экономику со стороны спроса и характеризующие ее циклическое состояние. По оценкам экспертов, на рынке труда Норвегии и государств-членов зоны евро сложились примерно сходные условия и поэтому спрос на рабочую силу, по всей вероятности, будет оказывать примерно одинаковое давление на уровень заработной платы в обеих экономических зонах.

Влияние инфляции на циклическую конвергенцию проявляется в той степени, в какой темпы роста цен отклоняются от установленного центральным банком ориентира по инфляции, оказывая, в свою очередь, воздействие на принятие решений в сфере денежно-кредитной политики. Соответственно инфляционные ожидания и уровень



долгосрочных процентных ставок являются в обобщенном виде индикаторами эффективности денежно-кредитной и макроэкономической политики.

С момента начала функционирования зоны евро в 1999 г. темпы инфляции в Норвегии, выраженные индексом потребительских цен, были в среднем на 0,75% ниже, чем в зоне евро, а процентные ставки соответственно выше (рис. 5). Показательно, что внутри зоны евро, несмотря на единую денежно-кредитную политику, в 2010 г. наблюдались существенные различия в темпах инфляции – от 4,7% в Греции до 1,9% в Германии. Расхождения в темпах инфляции неизбежны вследствие сохраняющихся структурных диспропорций и представляют собой один из ключевых механизмов адаптации национальных экономик к различного рода шоковым воздействиям.

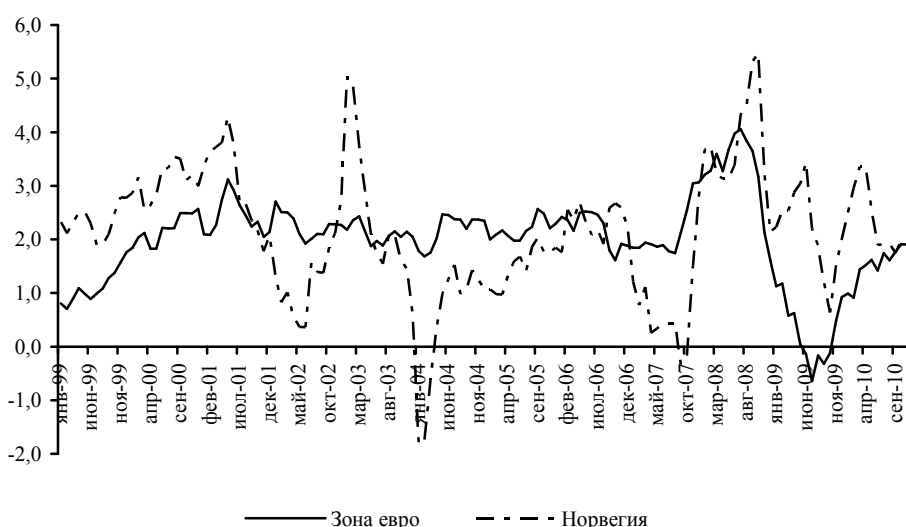


Рис. 5. Инфляция в зоне евро и Норвегии, 1999–2010 гг.

Источник: International Financial Statistics, 2010.

Стратегия денежно-кредитной политики Банка Норвегии предусматривает использование для оценки уровня инфляции индекса потребительских цен за исключением цен на энергоносители, который превышает индекс потребительских цен в среднем на 0,5%. Это обусловлено различиями в методологии составления двух индексов по набору и способам взвешивания цен на включенные в индексы товары и услуги. С целью сближения инструментария денежно-кредитной политики и повышения эффективности макроэкономической политики в целом норвежское правительство рекомендовало Банку Норвегии оценивать инфляцию на основе используемого ЕЦБ гармонизированного индекса потребительских цен. Предполагается, что эта мера позволит повысить качество ориентира Банка Норвегии по инфляции и сбить инфляционные ожидания в Норвегии и зоне евро.

При этом важно отметить, что норвежская экономика сильно зависит от динамики цен на нефть, которые характеризуются высокой волатильностью и непредсказуемостью. Иными словами, высокая зависимость норвежской экономики от сырьевого сектора представляет собой серьезный потенциальный источник неопределенности.

Как следствие, повышается возможность финансовых рисков при нестабильной ситуации на сырьевых рынках. Причем для Норвегии такие риски являются внешними, т.е. полностью не подконтрольными Банку Норвегии.

Уязвимость норвежской экономики по отношению к внешним шокам в полной мере проявилась в 1989 г. Повышение цен на нефть до уровня 25 долл. за баррель и удорожание норвежской кроны привели к увеличению импорта и снижению роста отечественного производства (рис. 6).

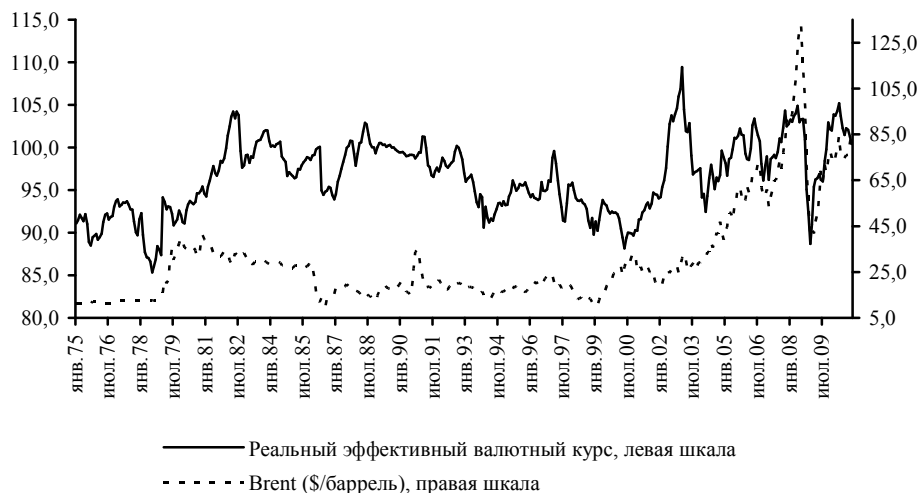


Рис. 6. Реальный эффективный валютный курс норвежской кроны (2005 = 100) и динамика цен на нефть сорта Brent, 1975–2010 гг.

Источник: Norges Bank.

Для решения указанных проблем в составе федерального бюджета на 1990 г. впервые было предусмотрено формирование финансового резерва. Начиная с 1990 г. Норвегия перешла к использованию сложного, но в то же время эффективного инструмента – Государственного нефтяного фонда, хотя первые отчисления были сделаны лишь в 1996 г. В 2004 г. он был слит с Экологическим фондом, а в 2005 г. было принято решение о его преобразовании с 2006 г. в Государственный пенсионный фонд Норвегии.

### 3.3. Денежно-кредитная политика в условиях сырьевой зависимости, или как поймать золотую антилопу

Добыча нефти и газа превратилась в самый крупный сегмент норвежской экономики: третье место в мире по экспорту нефти и газа (после Саудовской Аравии и России) и седьмое по экспорту газа. По состоянию на 2009 г. Норвегия обеспечивала потребности Западной Европы в природном газе на 14%, в сырой нефти – на 20%, а в Германии и Франции норвежским газом обеспечивается 30% потребления. По объему создаваемой продукции норвежский ТЭК в 2 раза превосходит обрабатывающую промышленность, а ее доля в норвежском импорте в 2007 г. составила 63,5%, но к

2008 г. снизилась до 47%, в 2011 г. она должна вновь несколько подняться из-за роста цен.

По оценке специалистов норвежского министерства нефти и энергетики, Норвегия обеспечена нефтяными запасами на 50 лет, а газом – на 100 лет. Норвежская система управления топливными ресурсами отличается инновационным характером и активной ролью государства, которая основана на государственной собственности и нескольких инструментах регулирования. Именно государственные компании начали впервые в конце 1960-х годов поиск нефтегазовых месторождений, а в начале 1970-х – их разработку. На протяжении последующих тридцати с лишним лет государство сохраняет контроль над топливными ресурсами страны. Наряду с государственными компаниями по добыче и разведке нефти и газа оно использует систему инструментов для контроля над топливными ресурсами, которая включает в себя: налоги и сборы, лицензионную систему, выделение государственной доли в каждом месторождении, а также выработку законодательства, которое определяет направления и формы регулирования норвежского ТЭК.

Государство владеет большинством акций крупнейшей норвежской нефте- и газодобывающей компании «Статойл» (в государственной собственности находится пакет акций в 70,9%), а также значительной частью капитала второй по значению компании «Норшк Гидро» (43,8%). «Статойл» производит 60% нефти и газа, добываемых в Норвегии, число занятых достигает 23,9 тыс. человек, оборот превысил 300 млрд крон, компания развернула свою деятельность в 29 странах мира. Она располагает самой крупной в мире системой подводных трубопроводов, является одним из крупнейших морских перевозчиков углеводородного топлива, осуществляет глубоководное бурение на глубину 2750 м, обладает сетью автозаправочных станций в Скандинавских странах, Ирландии, России, трех прибалтийских республиках, Польше, заводами по сжижению газа и нефтеперерабатывающими заводами, нефтяными терминалами, дочерними компаниями и т.д. Ее акции котируются на биржах Осло и Нью-Йорка.

Компания «Статойл» длительное время находилась полностью в государственной собственности, частичная приватизация ее началась 18 июня 2001 г., и предполагается дальнейшее разгосударствление, но по решению Стортинга в частные руки перейдет не более трети акций компании, а две трети должно остаться у государства. Одновременно было установлено, что государство будет иметь в каждом месторождении, предоставляемом во временное пользование той или иной компании, не менее 50% (потом эта доля стала устанавливаться более гибко).

Частичная приватизация двух крупных норвежских нефте- и газодобывающих компаний была вызвана вхождением Норвегии в единое экономическое пространство с ЕС, в соответствии с этим Норвегия должна гармонизировать свое внутреннее законодательство с законодательством ЕС, учитывая в своей экономической политике директивы Комиссии ЕС, в том числе о либерализации энергетического рынка. В частности, в Норвегии существовала особая система торговли природным газом под управлением Переговорного комитета по газу, который служил посредником между производителями газа и его покупателями. При этом покупатель не знал, с какого месторождения поступил купленный им газ. Такая обезличенная система торговли из общего пула пришла в противоречие с директивой ЕС по открытию газового рынка, которая в соответствии с соглашением о ЕЭП была инкорпорирована в норвежское законодательство, поэтому деятельность комитета была упразднена в 2002 г.

Исторически развитие государственной собственности в Норвегии связано с индустриализацией страны, созданием необходимой инфраструктуры и оказанием соци-

ально значимых услуг (почта, железные дороги, торговля лекарствами, алкогольной продукцией, жилищное строительство), а также с передачей в руки государства немецких активов после Второй мировой войны. Развертывание в свое время процессов индустриализации Норвегии во многом происходило благодаря деятельности государства, государственные компании налаживали производство и распределение электроэнергии, развивали металлургию и машиностроение, закладывали нефтедобывающую промышленность. Сейчас политика расширения государственной политики сменилась приватизационной волной, однако она подчинена задаче повышения эффективности управления, и государство сохраняет ведущие позиции во многих областях. Производство и распределение электроэнергии по большей части остаются в руках центрального правительства или муниципалитетов. Сохраняется государственная монополия на розничную торговлю алкогольной продукцией. Ныне Норвегия по размерам государственной собственности опережает Россию: 17,43% против 8,06% по отношению к доходной части бюджета приходится на доходы от государственных компаний и другой государственной собственности. Всего в 1980–1997 гг. в Норвегии было полностью или частично приватизировано 50 предприятий, а 23 компании продолжают оставаться в собственности государства; в девяти из них государство является единственным владельцем, в одной оно владеет 99% капитала, акции шести компаний котируются на бирже, в шести компаниях государство является миноритарным владельцем. 90% государственного предпринимательского капитала приходится на четыре крупнейшие компании: «Статойл», «Норшк Гидро», «Статкрафт», «Теленур», «Ден Норшке Банк». Норвегия не планирует проведения масштабной приватизации. По данным ОЭСР, в Норвегии за 1992–2009 гг. была проведена приватизация в масштабе 1,7% ВВП за 2009 г. по сравнению с 2,9% – в Дании, 5,7 – в Швеции, 6,6 – в Финляндии и 20% – в Португалии.

Государство участвует в эксплуатации абсолютно всех месторождений на норвежском континентальном шельфе прямо через государственные компании, через выделение государственной доли, через выдачу лицензий, разрешающих деятельность других, негосударственных, компаний на поиск и добычу углеводородов, приобретая таким образом долю в их доходах от добываемого ими топлива. В 1984 г. был принят закон о разграничении доли государственной компании «Статойл» и самого государства в нефте- и газодобывающей деятельности. Решение приобрело особый смысл после частичной приватизации этой компании. Сначала государственными долями в каждом месторождении управляла «Статойл», после приватизации эта функция была передана новой, полностью государственной компании «Петоро». Компания не только управляет государственными долями в каждом месторождении нефти и газа, но и продает лицензии и право использовать норвежские трубопроводы, распоряжается государственными долями в совместных предприятиях. Вся торгово-предпринимательская деятельность осуществляется практически через «Статойл», а «Петоро» только наблюдает за тем, чтобы не было нанесено ущерба интересам государства. Одновременно управление трубопроводами было передано вновь созданной компании «Гасско», которая также находится в государственной собственности. Компания учреждена 14 мая 2001 г. и с 1 января 2002 г. взяла под свое управление все норвежские трубопроводы протяженностью 6,6 тыс. км, которые связывают Норвегию с Францией, Великобританией, Германией и Бельгией. Компания «Гасско» призвана обеспечивать доступ к транспортной системе для всех компаний, добывающих газ, на равной основе.

С 1965 г., когда была введена в действие лицензионная система, проведено 18 раундов продажи с торгов лицензий на разведку и добычу нефти и газа на нор-

вежском континентальном шельфе. По условиям выдачи каждой лицензии в пользу государства отчуждается его доля в каждом месторождении. В 2001 г., когда была проведена реформа государственной системы участия, 15% «Стэдифина» было продано компании «Статойл» в 2002 г., еще 6,5% – другим компаниям.

Государство проводит в ТЭК особую налоговую политику, оно облагает нефте- и газодобывающие компании налогами по повышенной ставке, а также специальными сборами. Помимо обычного корпоративного налога на прибыли в пределах 28% введен дополнительный специальный налог в 50%, в пользу государства изымается 78% прибылей топливодобывающих компаний. Существует еще три вида сборов: роялти за добычу нефти, ежегодный сбор с компаний в пользу государства за доступ к территории (от 7 до 70 тыс. норвежских крон за квадратный километр на ежегодной основе. Этот сбор может взиматься по особым правилам в случае длительно действующих лицензий или лицензий в Баренцевом море), налог за выбросы двуоксида углерода (0,76 норвежских крон за сжигание литра нефти или кубического метра газа). Период амортизации установлен длительностью в шесть лет.

Доходы государства, полученные за счет налогов и сборов, взимаемых с нефте- и газодобывающих компаний (два вида налогов и три вида сборов), составили, например, в 1994 г. 28,3 млрд, в 2000 г. – 65,5 млрд, а в 2009 г. – 102,9 млрд норвежских крон. Эта налоговая политика распространяется как на норвежские, так и на иностранные компании. В Норвегии ведут разведку и добычу нефти и газа примерно 30 иностранных компаний, в том числе такие всемирно известные крупные нефте- и газодобывающие компании, как «Шелл», «Шеврон Тексако», ЭНИ, «КонокоФиллипс», «ЭкссонМобил», «Маратон Петролеум», «Тоталь», «Рургаз», «Газ де Франс» и др.

Норвежское государство через Совет по ценам на нефть ежемесячно устанавливает так называемую нормальную цену на сырую нефть. Нормативная цена определяется после всесторонней оценки состояния рынка, с учетом различных видов трансакций, представительности рынка, методов оценки, и основывается на сделках между независимыми участниками торговой сделки (т.е. исключая возможность сговора о ценах). Цены на нефтепродукты не устанавливаются. Нормативные цены используются не для регулирования рынка, а только в расчетных целях при начислении налогов на нефтедобывающие компании, чтобы исключить попытки уклонения компаний от налогов путем искусственного занижения своей прибыли.

Законодательную основу для регулирования нефте- и газодобывающей деятельности создает закон о нефтяной деятельности, утверждающий право государственной собственности на нефтяные запасы на норвежском континентальном шельфе, фактически с 31 мая 1963 г. над ними был установлен норвежский суверенитет. Закон допускает возможность передачи им права на добычу нефти по лицензиям частным или государственным компаниям. В нем закреплено, что нефть и газ представляют собой часть национального богатства, и поэтому все население должно извлекать пользу от разработки этих ресурсов. В соответствии с норвежской экономической политикой нефтяными ресурсами следует управлять так, чтобы не наносить вреда интересам не только нынешнего, но и будущих поколений граждан Норвегии.

Лицензии регулируют взаимоотношения между собственником топливных ресурсов – норвежским государством и пользователями ресурсов, в качестве которых могут выступать частные или государственные компании как Норвегии, так и других стран. Первоначально доля государства по каждой выдаваемой лицензии в период с 1973 по 1991 гг. была установлена в размере 50%, затем эта система стала применяться более гибко: на более выгодных месторождениях она может быть больше 50%,

а на менее выгодных – ниже. Тарифы на транспортировку нефти или газа по трубопроводам установлены в инструкции норвежского министерства нефти и энергетики в 2003 г.

Непосредственно управление нефтяным сектором возложено на министерство нефти и энергетики, в подчинении которого находится норвежский нефтяной директорат, который служит консультативным органом правительства по вопросам шельфовой экономики; с 2004 г. выделен в отдельный орган, отвечающий за вопросы безопасности в нефтяной промышленности, включая безопасность людей и окружающей среды.

В Норвегии большое внимание уделяется развитию технологий добычи нефти и газа, так как эта отрасль промышленности является самым важным источником средств для финансирования государства всеобщего благоденствия. Кроме того, поскольку топливо добывается в море на континентальном шельфе, а рыболовство является третьей опорой промышленности, то важно обеспечить сохранение морской среды, чтобы нефте- и газодобывающая промышленность не наносила урона рыболовству. В частности, благодаря совершенствованию технологий добычи норвежцам удалось увеличить отдачу нефтяных пластов с 17 до 46%. Предполагается повысить ее до 50%. Постоянно растет глубина бурения. Применяются как стационарные, так и плавучие платформы. Новые технологии были разработаны компанией «Статойл» для подводной добычи газа на шельфе Баренцева моря. Добываемый газ будет направляться по газопроводу на расположенный на суше завод по сжижению газа, а затем в сжиженном виде поставляться заграничным потребителям, прежде всего, в таких поставках заинтересованы США.

В результате рационального управления топливными ресурсами под государственным контролем и постоянного развития применяемых технологий выработка на одного занятого в нефтегазовом секторе Норвегии достигла в 2009 г. 3,88 млн крон в год (441 тыс. долл.). По данным норвежского министерства нефти и энергетики, в 2009 г. на нефте- и газодобывающую отрасль приходилось 23% ВВП, 32% – государственных доходов, 22% – совокупных инвестиций, 45% – экспорта, но только 3% занятых.

#### **3.4. Нефтяные доходы как объект управления**

Норвежская система управления финансовыми ресурсами используется для обеспечения стабильности валютной политики, государственного бюджета и поддержания сложившейся системы социальной защиты населения. Главной гарантией устойчивости государственных финансов и реального валютного курса норвежской кроны является Государственный пенсионный фонд. Он образован в 2006 г., и за прошедший период, когда были сделаны первые отчисления, в нем накоплено 3084 млрд норвежских крон, что сопоставимо по размеру с ВВП страны. Это составляет 39870 долл. в расчете на каждого жителя страны, включая младенцев и старцев. Фонд создает финансовый буфер, обеспечивающий свободу маневра при проведении экономической политики в случае, например, падения мировых цен на нефть или обоснованного увеличения государственных расходов. Долгосрочной целью является превращение Норвегии в государство-рантье (как Швейцария или Лихтенштейн) путем приобретения постоянного рентного дохода, с тем чтобы компенсировать последующим поколениям норвежских граждан сокращение доходов от нефти, которое может быть вызвано истощением нефтяных запасов.

Накопления Пенсионного фонда образуются за счет отчисления в него части средств, которые получает норвежское государство за счет всех применяемых им инструментов участия в доходах нефте- и газодобывающей промышленности и благодаря превышению реальных цен над прогнозируемыми. Фонд служит также финансовым буфером на случай сокращения цен на топливо или снижения экономической активности в материковой части Норвегии, его средства также могут быть использованы для решения экономических проблем, которые могут возникнуть из-за старения населения.

Официально провозглашенная цель фонда – обеспечить будущим поколениям норвежцев возможность воспользоваться преимуществами, связанными с нынешними нефтяными богатствами страны. Поэтому его называют также фондом поколений. Норвежцы считают, что они не имеют права израсходовать все доходы от нефти, которая принадлежит всем гражданам Норвегии: и нынешним, и будущим.

В ноябре 2007 г. был принят Этический кодекс политики инвестирования Пенсионного фонда, включающий три компонента: ориентацию на документы ООН и ОЭСР относительно принципов корпоративного управления и выработанных ОЭСР направлений долгосрочного финансирования многонациональных предприятий; мониторинг осуществленных инвестиций, с тем чтобы обнаруживать такие компании, которые осуществляют деятельность, связанную с производством вооружений, применяемых в целях, противоречащих основным гуманитарным принципам; исключение из списка для возможного инвестирования таких компаний, которые систематически нарушают человеческие права, причиняют большой вред окружающей среде, участвуют в коррупции и т.д. Иллюстрацией того, как применяется этот кодекс, может служить исключение американской нефтедобывающей компании Kerr McGee Corp из списка для возможных капиталовложений. Данная компания проводит поиски нефти в захваченной Марокко части Западной Сахары, в которой ООН пытается организовать референдум по самоопределению. Если корпорация найдет там нефть, то это поддержит претензии Марокко на данную территорию. Другой пример – решение, принятое руководством фонда в текущем году, продать акции трех американских компаний (Textron Systems Corporation, Alliant Techsystems, General Dynamics Advanced Systems), которые, как оказалось, участвуют в производстве противопехотных мин, так как Норвегия является участником Конвенции против их использования.

Доход, полученный на инвестиции Пенсионного фонда в 2009 г., составил 8,9% (по корзине валют, что соответствует доходности 3,8% в норвежских кронах), в том числе по акциям – 13%, облигациям – 6,1, экологическому портфелю – 8,7%. Наиболее высокая доходность портфеля инвестиций фонда (12,6%) была достигнута в 2007 г., но в 2008 и 2009 гг. отмечался убыток. В среднем доходность вложений Нефтяного фонда составляет 5,8% в расчете по корзине валют, после вычета управленческих расходов – 4%.

Банком Норвегии управляется 78% капитала фонда, остальной передается в управление иностранным финансовым институтам. Распределение инвестиций определяется задачей рассредоточения рисков и сведения их до минимума при максимально высокой доходности. Предполагается, что доля фонда в капитале иностранной компании, акции которой приобретаются, не должна превосходить 1%, а количество приобретаемых акций должно быть пропорционально ее доле на фондовом рынке соответствующей страны. Среди компаний, акциями которых владеет Нефтяной фонд, фигурируют всемирно известные и высоконадежные компании. Всего ценные бумаги покупаются в 27 странах и включают в себя акции более чем 2 тыс.

компаний. Предпочтение отдается телекоммуникациям, добыче углеводородного топлива, нефтехимии, а также производству оборудования для этих отраслей.

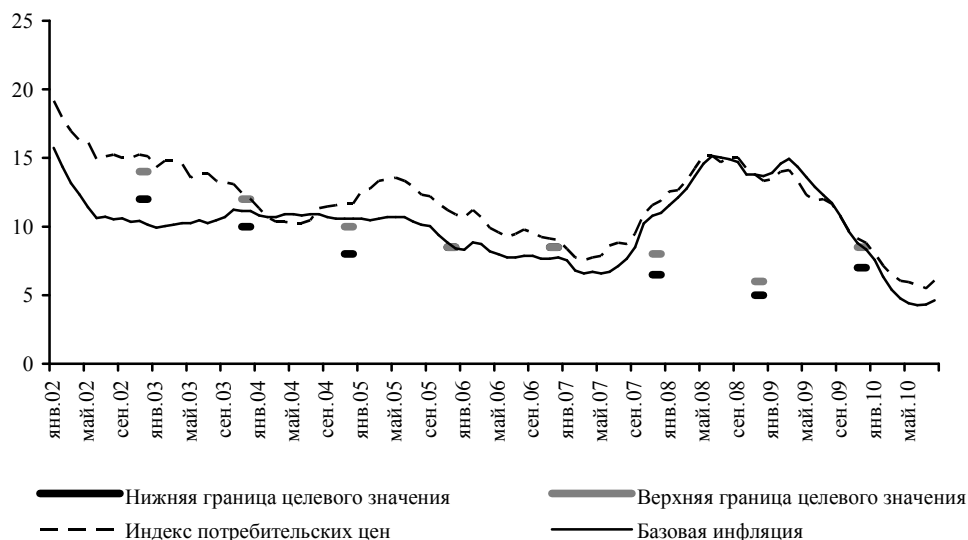


Рис. 7. Соотношение фактического и целевого уровней инфляции, 2002–2010 гг.

Источник: составлено по данным Российского статистического ежегодника (за соответствующие годы) и Организации экономического сотрудничества и развития (<http://stats.oecd.org/index.aspx>).

При этом Норвегия вкладывает часть средств Пенсионного фонда в развитие национального производства. Поэтому норвежский Пенсионный фонд поделен на две части: пенсионный фонд глобальный и пенсионный фонд Норвегия. Если первый инвестирует свои средства за рубежом, то второй — внутри страны. Например, по данным Минфина Норвегии, в 2010 г. внутри страны было инвестировано 191,3 млрд крон, в том числе 112,3 млрд было помещено в государственные облигации; 28,5 млрд — в частные и муниципальные облигации; 50,6 млрд — в акции (из них 41,9 млрд — в акции норвежских компаний). Были приобретены акции 40 норвежских компаний и 31 компании Дании, Финляндии и Швеции. Инвестиционная стратегия фонда допускает вложение части средств в акции компаний других североевропейских стран, поскольку экономическая интеграция в этих странах достигла более высокой степени развития, чем в рамках ЕС.

В 2010 г. доход по норвежским инвестициям Государственного пенсионного фонда составил 9% (в 2004 г. — 10,6%). В среднем за период с 2001 по 2010 гг. — 8,2% в год, т.е. в 2 раза выше, чем доход Пенсионного фонда от вложений в иностранные ценные бумаги.

Таким образом, в экономику Норвегии в 2009 г. было вложено около 1/10 части средств Государственного пенсионного фонда, что по отношению к ВВП страны больше, чем Резервный фонд России, составляющий 6,8% ВВП. Данная политика норвежского фонда отнюдь не привела к усилению инфляции, чем постоянно пугают противники такого использования средств стабфонда в России. Более того, внутренние инвестиции оказались эффективнее, чем инвестиции в иностранные ценные бумаги. По-



этому в Норвегии было принято решение в 2009 г. увеличить на 10 млрд крон вложения в промышленность.

При этом вложения 9/10 средств норвежского фонда за рубежом имеют убедительное экономическое обоснование:

- возможности использования инвестиционных ресурсов внутри страны ограничены как размером территории, так и численностью населения;
- в течение многих лет сохраняется низкая процентная ставка по кредитам, что свидетельствует о насыщенности внутреннего рынка капиталов и, следовательно, об экономической обоснованности их вывоза.

Таким образом, опыт Норвегии говорит о том, что нефтяной бум, который может носить кратковременный характер, можно превращать в длительный инновационный подъем экономики страны.

Однако наряду с достижениями имеются проблемы. Наиболее крупная из них заключается в том, что высокие экспортные доходы от реализации топлива или сырья, обеспечивая стабильность или даже возрастание курса национальной валюты, ведут к перераспределению финансовых средств между отраслями народного хозяйства в пользу не обрабатывающей промышленности и наукоемких отраслей, а добывающей промышленности, что в конечном итоге консервирует узкую экспортную специализацию, невыгодную в долгосрочной перспективе и препятствующую комплексному развитию экономики. Далее возможно удорожание национальной денежной единицы к мировым валютам, что ведет к относительному сокращению конкурентоспособности продукции обрабатывающей промышленности страны и содействует консервации топливно-сырьевой специализации.

#### 4. Заключение

Учитывая объективные закономерности, лежащие в основе поддержания макроэкономической сбалансированности, следует отметить, что изучение европейского опыта политики по регулированию денежно-кредитной сферы имеет практическое значение для России [20].

В России, в отличие от Европы, несмотря на определенные положительные результаты политики Центрального банка РФ в этой сфере, все еще сохраняются относительно высокие темпы роста цен, которые препятствуют инвестиционной и производственной активности в стране. В этой связи можно согласиться с мнением зарубежных экономистов: в странах с высоким уровнем инфляции целесообразно устанавливать ориентиры по ее снижению до приемлемого уровня. Однако в условиях переходной экономики такие ориентиры должны носить среднесрочный характер. Согласно проведенному МВФ обследованию, из 40 стран, поставивших перед собой задачу добиться существенного снижения темпов инфляции, только 18 реализуют стратегию ее таргетирования. Однако переход к этой стратегии происходил в них лишь после того, как уровень инфляции опускался ниже 10%.

Опыт европейских стран показывает, что в условиях новых экономических вызовов едва ли целесообразно ставить амбициозные задачи по форсированному снижению темпов инфляции, если в стране накапливаются существенные макроэкономические диспропорции и перекосы в финансовой сфере. Проблема ликвидации диспропорций особенно актуальна для России, где сохраняется значительное межрегиональное неравенство в условиях экономической деятельности (в частности, существенные

расхождения между различными регионами страны в уровне производства валового продукта и доходов на душу населения), а также свежи воспоминания о результатах искусственно поддерживаемой относительной стабильности цен и валютного курса рубля накануне дефолта в августе 1998 г.

Относительно высокие темпы инфляции в стране при общей тенденции к их снижению – это вынужденная реакция рынка на сохраняющуюся межрегиональную неоднородность финансово-экономических структур (рис. 7). Проблема регулирования инфляции в российских условиях осложняется тем, что, несмотря на повышение с 28 февраля 2011 г. ставки рефинансирования Банка России с 7,75 до 8% годовых, она по-прежнему не оказывает реального воздействия на ликвидность межбанковского рынка и не является действенным инструментом антиинфляционной политики. Это во многом обусловлено проводимой Банком России политикой управляемого, а не свободного плавления курса рубля с целью нейтрализации симптомов так называемой голландской болезни, связанной с чрезмерной зависимостью экономики страны от значительных объемов экспортной выручки, поступающей от продажи энергоносителей. Интервенции Банка России на валютном рынке позволяют сдерживать реальное укрепление рубля по отношению к корзине ведущих мировых валют. Управление валютным курсом рубля с помощью рыночных инструментов является вынужденной мерой, которая не позволяет ставке рефинансирования играть заметную роль в кредитовании экономики и регулировании инфляции.

В целом вполне очевидно, что независимая денежно-кредитная политика Банка России должна сохранять свою приоритетную антиинфляционную направленность, однако ее эффективность во многом зависит от более тесной координации с налогово-бюджетным, структурным, региональным и другими направлениями экономической политики. В конечном счете практическое значение имеет системный взвешенный подход к регулированию инфляции, предполагающий решение проблемы обеспечения ценовой стабильности с позиций поддержания общего макроэкономического равновесия в стране.

\* \*

\*

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Кондратов Д. Евросоюз: борьба с инфляцией и результативность // Современная Европа. 2010. № 3.
2. Проблемы, успехи и трудности переходной экономики (опыт России и Белоруссии) / под ред. А.М. Портного. Сер. «Новая перспектива». Вып. 16. М.: МОНФ, 2000.
3. Фридман А., Вербецкий А. Замещение валют в России. М.: РПЭИ, 2001.
4. Фридман М. Основы монетаризма / под науч. ред. Д.А. Козлова. М.: ТЕИС, 2002.
5. Batini N., Nelson E. The U.K.'s Rocky Road to Stability: Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper № 2005-020A. 2005.
6. Bhatia R. Inflation, Deflation and Economic Development // International Monetary Fund. 1960. Vol. 8. № 1. P. 101-114.
7. Carare A., Schaechter A., Stone M., Zellner M. Establishing Initial Conditions in Support of Inflation Targeting // IMF Working Paper 02/2002. June 2002.

8. *Carare A., Stone M.* Inflation Targeting Regimes: IMF Working Paper 03/9. January 2003.
9. Central Banking. 2005. № 2.
10. *Decressin A., Decressin J.* On Sand and the Role of Grease in Labor Markets: How Does Germany Compare?: IMF Working Paper WP/02/164. 2002.
11. Deflation: Current and Historical Perspectives / ed. by R.C.K. Burdekin, P.L. Siklos. Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
12. Economic Policy in Eastern Europe: Were Currency Boards a Solution? / ed. by D. Zloch-Christy. Praeger Publishers, 2000.
13. Financial Times. 2006. June 5.
14. *Fraga A., Goldfajn I., Minella A.* Inflation Targeting in Emerging Market Economies // NBER Macroeconomics Annual. 2003. Vol. 18.
15. Geldpolitik der Bundesrepublik Deutschland. Tübingen, 1979.
16. *Gerberding C., Seitz F., Worms A.* How the Bundesbank Really Conducted Monetary Policy // North American Journal of Economics and Finance. 2005. № 16. P. 277–292.
17. *Gerberding C., Seitz F., Worms A.* Money-Based Interest Rate Rules, Lesson from German Data: Deutsche Bundesbank Discussion Paper Series 1: Economic Studies № 06/2007. 2007.
18. *Green J.* Inflation Targeting: Theory and Policy Implications: IMF Working Paper. WP/96/95. 1996.
19. *Issing O.* Die Geldmengenstrategie der Deutschen Bundesbank // J. Siebke, H. Jörg Thieme (eds.) Geldpolitik. Baden Baden: Nomos, 1995.
20. *Kondratov D.* Some Topical Issues of Russian Monetary Policy // Studies on Russian Economic Development. 2010. Vol. 21. № 6. P. 666–678.
21. *Mahadeva L., Stern G.* Monetary Policy Frameworks in a Global Context. L.: Routledge, 2000.
22. *Neely C., Wood G.* Deflation and Real Economic Activity under the Gold Standard // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. 1995. № 5.
23. *Roubini N.* The Case Against Currency Boards: Debunking 10 Myths about the Benefits of Currency Boards. NYU, 1999. Mimeo.
24. Stability with Growth: Macroeconomics, Liberalization and Development / Stiglitz J., Ocampo J., Spiegel S. et al. Oxford, UK: Oxford University Press, 2006.