

Эдвин Дж. ДОНАТ

АВТОРЕН, БАНКЕР

И

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

ПО АМЕРИКА

Money, Banking, and Monetary Policy

**Colin D. Campbell
Dartmouth College
Rosemary G. Campbell
Edwin G. Dolan
George Mason University**

**St. Petersburg
«ST.-PETERSBURG ORCHESTRA»
1994**

А-54

Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика

Эдвин Дж. Долан
Русско-американский университет
(Москва)
и Гэттисберг колледж (Пенсильвания)
Колин Д. Кэмпбелл
Дартмут колледж (Нью-Гемпшир)
Розмари Дж. Кэмпбелл

Санкт-Петербург
«САНКТ-ПЕТЕРБУРГ ОРКЕСТР»
1994



41544

Перевод осуществлен со специально переработанной
одним из авторов для русского издания книги:
«Money, Banking, and Monetary Policy»,
The Dryden Press, 1988

Общая научная редакция
к. э. н. В. В. Лукашевича и к. ф.-м. н. М. Б. Ярцева

Перевод с английского выполнен:
части I—II — В. В. Лукашевичем
(часть I при участии А. П. Маноцкова)
части III—V — Е. Б. Ярцевой
и М. Б. Ярцевым

Переводчики выражают искреннюю благодарность доктору экономических наук, профессору Ю. В. Пашкусу и кандидату экономических наук Б. С. Лисовику за ценные консультации и библиографический поиск.

Издание осуществлено АОЗТ «Литера плюс» по заказу Комитета по труду и занятости населения Санкт-Петербурга

Долан Э. Дж. и др.
Д 64 Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика/Пер. с
англ. В. Лукашевича и др.; Под общ. ред. В. Лукашевича, М. Ярцева. —
СПб., 1994. — 496 с.

ISBN 5-87685-007-1

Многие фундаментальные принципы организации банковского дела справедливы не только для США, но и для других стран. Предлагаемая книга чрезвычайно интересна тем, кто участвует в развитии и организации новых финансовых институтов в нашей стране.

Перевод выполнен по специально переработанному для русского читателя варианту американского издания книги.

Копирайт ©1988 г.
издательства Драйден Пресс,
отд. Холт, Райнхарт энд Уинстон Инк.
Издательское право
на перевод © 1991 г.
Промышленно-финансовая
компания «Профико».
Все права сохраняются.

ISBN 5-87685-007-1

© В. Лукашевич, Е. Ярцева, М. Ярцев.
Перевод, 1991
© АОЗТ «Санкт-Петербург оркестр»,
оформление, 1994
Copyright © 1988 by The Dryden Press,
a division of Holt, Rinehart and Winston, Inc.
Translation Copyright © 1991 by
«PROFICO» LTD.
All rights reserved.

Часть I
ПРИРОДА ДЕНЕГ



Глава 1

ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ (РЫНКИ ДЕНЕГ) В КРУГООБОРОТЕ ДОХОДОВ И ПРОДУКТОВ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Выделить основные элементы кругооборота доходов и продуктов.
- Объяснить роль денег в кругообороте доходов и продуктов, используя уравнение обмена.
- Описать функции финансовых рынков в связи со сбережениями и инвестициями.
- Охарактеризовать роль государственного сектора в кругообороте доходов и продуктов.
- Описать основные взаимодействия внутренней национальной экономики с мировой экономической системой.

Нет ничего, на наш взгляд, более важного для понимания механизмов функционирования рыночной экономики, чем ясное понимание роли денег. Недаром деньги нередко называют «языком рынка». Действительно, реальная деловая информация состоит главным образом из высказываний, описывающих разного рода денежные платежи, которые либо кем-то произведены, либо кем-то получены; изрядную роль в этого рода информации играют и цены, отражающие относительную стоимость различного рода товаров и услуг, выраженную в денежных единицах, а также будущие финансовые обязательства, также выражающиеся в денежной форме. Все эти функции денег отражены в их стандартном определении: деньги — это средство оплаты товаров и услуг, средство измерения стоимости, а также средство сохранения стоимости.

Если рассматривать роль денег в экономике более подробно, то можно выделить их микроэкономическую и макроэкономическую роль.

Микроэкономика (термин происходит от греческого «микро», что означает «маленький») — отрасль экономической науки, изучающая деятельность малых экономических единиц, таких как семейные хозяйства (или так называемые хаусхолды¹), деловые фирмы и предприятия, а также правительственные учреждения. Все эти хозяйственные единицы используют наличные деньги и банковские вклады в своих ежедневных деловых операциях. Первые десять глав этой книги, в которых рассказывается о финансовых рынках и банковской системе, в основном освещают микроэкономические функции денег.

Макроэкономика, с другой стороны, представляет собой отрасль экономической теории, изучающую крупномасштабные экономические явления, в особенности такие, как инфляция, безработица и экономический рост. Как вы поймете из последующего изложения, здоровая денежная система является существенной предпосылкой создания условий стабильности цен, при которой становятся возможными полная занятость и устойчивый рост экономической системы. В современных рыночных экономических системах ответственность за проведение денежно-кредитной политики возлагается на центральные эмиссионные банки (в США — Федеральную Резервную Систему). В главах 11—20 этой книги подробно рассматривается макроэкономическая роль денег, то есть денежно-кредитная политика центрального эмиссионного банка.

Помимо своей роли в национальной экономике, деньги выполняют важные функции в международных деловых операциях. Две последующие главы книги посвящены рассмотрению международной денежно-кредитной системы. Задача

¹ Хаусхолд (англ. household — семейное хозяйство) — термин, в англоязычной экономической литературе обозначающий независимую экономическую единицу. Лица, входящие в семейное хозяйство, пользуются заработанным доходом «обща». Семейное хозяйство вполне может состоять и из одного человека. На макроэкономическом уровне понятие «хаусхолд» обычно противопоставляется понятию «деловое предприятие» или «фирма» («хаусхолды» осуществляют предложение ресурсов и покупают предметы потребления). В настоящем учебнике понятие «деловое предприятие» и «хозяйственный агент» используются как равноправные и, в определенном смысле, противостоящие понятию «домашнее хозяйство». — *прил. ред.*

вступительной главы состоит в том, чтобы рассмотреть в целом все функции денег — микроэкономические и макроэкономические, внутренние и международные. Здесь вводятся ключевые понятия и термины, которые в дальнейшем будут неоднократно использованы.

Деньги в кругообороте

Эта глава построена на основе теоретической модели экономической системы, широко известной как кругооборот доходов и продуктов (circular flow of income and product).

Эта модель описывает поток товаров и услуг, которыми обмениваются домашние хозяйства и фирмы, сбалансированный контрпотоком денежных платежей, совершаемых при этом обмене. Мы начинаем с наиболее простой из возможных версий кругооборота, рассматривая его на примере экономической системы, в которой вообще отсутствуют финансовые рынки, правительство¹, а также отсутствуют такие понятия, как импорт и экспорт.

Основной кругооборот (Basic Circular Flow)

Упрощенная версия кругооборота представлена на рис. 1.1. Потоки реальных товаров и услуг направлены по часовой стрелке; потоки денежных платежей направлены против часовой стрелки. В этой экономической системе семейные хозяйства и фирмы связаны двумя группами рынков. Рынки продуктов, которые обозначены в верхней части диаграммы, — это рынки, на которых семейные хозяйства покупают производимые фирмами товары и услуги. Рынки ресурсов, показанные в нижней части диаграммы, — это рынки, на которых фирмы приобретают ресурсы, необходимые им для производства: рабочую силу, капитал и природные ресурсы. Мы допускаем, что в этой упрощенной экономической системе все ресурсы принадлежат семейным хозяйствам, которые и продают их фирмам за соответствующие денежные платежи за ресурсы; эти платежи принимают вид заработной платы, процентного дохода, рентных платежей и так далее.

Процессы, показанные стрелками на рис. 1.1, мы называем потоками, поскольку эти процессы непрерывны и продолжительны. Потоки измеряются в единицах за период времени: например, в долларах в год, галлонах в минуту и т. д. Параметры потока — это параметры скорости, с которой происходит процесс.

Национальный продукт и национальный доход

Из всех потоков, показанных на рис. 1.1, два наиболее важных еще не раз будут привлекать внимание читателя этой книги. Первый из них — это национальный продукт, оценка суммарной стоимости всех готовых товаров и услуг, произведенных в экономической системе.

Готовые товары и услуги — товары и услуги, которые либо уже проданы или готовы для продажи тем группам лиц, которые, в свою очередь, используют их либо для потребления, либо для инвестиций, либо для осуществления государственных закупок или для экспорта.

Промежуточные товары, такие, например, как мука, закупленная коммерческими пекарнями для изготовления хлеба, или сталь, приобретенная

¹ Государственный сектор экономики. — прим. пер.

автомобильными заводами для производства автомашин, не включаются в национальный продукт. Если включить эти товары в расчет национального продукта, то мы столкнемся с так называемым двойным счетом. (Поскольку стоимость муки, использованной в коммерческой пекарне для выпечки хлеба, включается в цену хлеба, по которой осуществляется его розничная продажа, то, следовательно, учитывать стоимость муки, проданной пекарням на оптовом рынке, прибавляя ее затем к стоимости хлеба, проданного в розничной торговле, значит, посчитать стоимость этой муки дважды.)

Другой важнейший поток на рис. 1.1 — это национальный доход, представляющий собой суммарный доход, полученный семейными хозяйствами, включая всю заработную плату, ренту, процентные выплаты и прибыль. В модели кругооборота национальный доход и национальный продукт равны. Для того, чтобы понять, почему это именно так, достаточно проследить кругооборот средств, перемещающихся «через» рынки продуктов к фирмам, а затем, «через» рынки ресурсов, к семейным хозяйствам. Когда фирмы получают платежи за товары и услуги, составляющие национальный продукт, они используют часть этих платежей, выдавая своим рабочим заработную

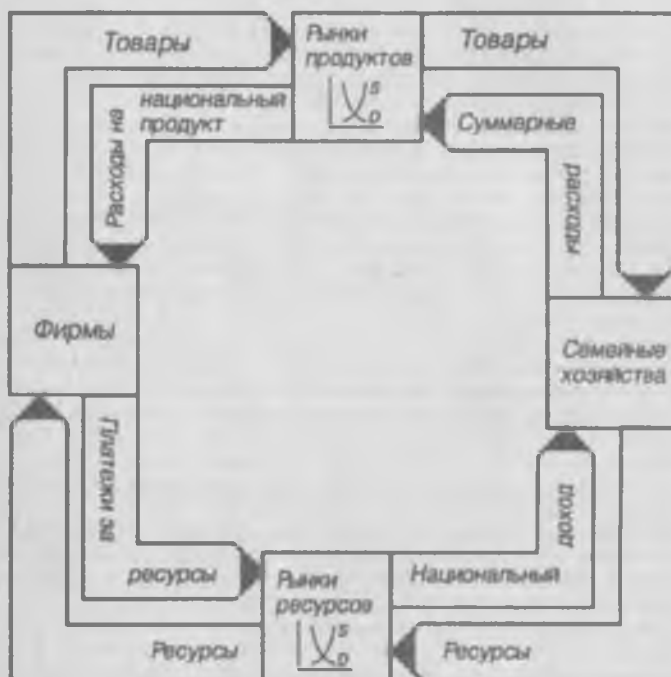


Рис. 1.1. Основной кругооборот продуктов и доходов.

В этой простой экономической системе семейные хозяйства тратят все получаемые ими доходы на приобретение потребительских товаров, а фирмы продают свои продукты семейным хозяйствам сразу же по окончании процесса их производства. Товары и ресурсы на диаграмме движутся по часовой стрелке, а соответствующие платежи движутся в противоположном направлении.

плату и выплачивая ренту и процент владельцам ресурсов, использованных в производстве. Эти выплаты, представляющие собой затраты на производство национального продукта, вмещают в себя весь объем национального дохода. То же, что остается у фирм после осуществления всех затрат, является прибылью, которая также считается частью национального дохода, потому что она заработана семейными хозяйствами, одновременно являющимися и собственниками фирм. Таким образом, как заработная плата, так и другие виды выплат за ресурсы, а также прибыль учитываются как суммы, полученные от продажи национального продукта, эти суммы целиком переходят к семейным хозяйствам.

Составляющие части кругооборота (как национальный доход, так и национальный продукт) могут быть измерены как реально, так и номинально. В экономической науке термин «номинальный» используется для обозначения любого количества, выраженного в ценах, которые не учитывают инфляцию, то есть в ценах, по которым товары и услуги были фактически проданы.

Реальными же называются те оценки, в которых учитываются инфляционные эффекты и осуществлена соответствующая корректировка.

Предположим, например, что в 1980 году фирмы получили 1 триллион долларов от продажи готовых товаров и услуг, а в 1990 году они получили уже 2 триллиона долларов. Однако в то же время, за период с 1980 г. по 1990 г., цены всех товаров и услуг удвоились и физическое количество проданных товаров осталось неизменным. В этом случае мы скажем, что номинальный национальный продукт, выраженный в «текущих» (current) долларах, вырос с 1 триллиона в 1980 году до 2 триллионов долларов в 1990 году. В то же время мы говорим, что реальный национальный продукт, выраженный в «постоянных» (constant) долларах, остается неизменным.

Деньги в кругообороте доходов и продуктов

Кроме потоков, показанных на рис. 1.1, существуют также количественные показатели, называемые статическими величинами (или запасами — stocks); эти показатели служат для измерения количества, существующих в наличии в некоторый конкретный момент времени. Такие величины выражаются без учета временного интервала. Примером статической величины может быть 121 млн. автомобилей, находившихся в пользовании в США на 1 января 1988 года. Для сравнения: поток новых машин, сходящих с конвейеров американской автомобильной промышленности, был равен 7 млн. автомобилей в год.

Из всех рассмотренных нами экономических статических величин важнейшей являются деньги. Если представить себе, что потоки, направленные на рис. 1.1 против часовой стрелки, — это своего рода трубы, то деньги вполне можно считать «жидкостью», текущей по этим «трубам» в направлении против часовой стрелки. В этом случае национальный продукт становится оценкой скорости течения жидкости. Количество денег (stock of money) совпадает с количеством галлонов жидкости, содержащейся в «трубах». Если подгонять жидкость насосом, то можно увеличить поток (национальный доход), заставляя насос работать быстрее, даже если количество галлонов жидкости в системе (статическое количество денег) останется неизменным. В этом случае каждый галлон статического количества воды, содержащейся в трубах, естественно, будет совершать большее количество оборотов в день.

Зависимость между статическим количеством денег и потоком национального продукта аналогична зависимости между количеством воды в замкнутой системе труб и потоком воды, текущей через эти трубы. В денежной форме

эта зависимость может быть выражена следующим уравнением, известным как уравнение обмена:

$$MV = Py,$$

где M — это статическое количество денег (или денежная масса); V — скорость обращения (число раз, которое каждый доллар денежной массы используется на приобретение готовых товаров и услуг за один год); P — уровень цен — среднее взвешенное значение цен готовых товаров и услуг, выраженное относительно базового годового показателя, равного 1,0; y — реальный национальный продукт. Произведение уровня цен на реальный национальный продукт (Py — правая часть уравнения) равно номинальному национальному продукту. Соответственно скорость обращения денег также может быть интерпретирована как отношение номинального национального продукта к величине денежной массы.

Уравнение обмена — это сугубо расчетная зависимость, которая, как следует из самого способа задания условий, должна выполняться всегда. Как станет ясно из последующих глав, эта зависимость представляет собой достаточно удобную основу для рассмотрения многих важнейших проблем экономической теории. Исклчительно важно влияние, оказываемое изменениями количества денег, находящихся в обращении, на уровень цен и размеры реального национального продукта. Большая часть второй половины книги в значительной степени посвящена исследованию этой темы.

Сбережения, инвестиции и финансовые рынки

Кругооборот, представленный на рис. 1.1, — лишь первый шаг, предпринятый нами для изложения основных макроэкономических взаимозависимостей, связывающих семейные хозяйства и фирмы. Делая следующий шаг в этом направлении, мы включаем в сферу рассмотрения еще одно множество связей, предполагающее учет таких процессов, как сбережения, инвестиции и финансовые рынки. Эти связи отражены на рис. 1.2. В целях упрощения как этой, так и последующих моделей кругооборота мы заострили внимание лишь на тех денежных потоках, которые движутся против часовой стрелки. Соответствующие встречные потоки товаров и услуг на рисунке не показаны.

Сбережения и инвестиции

В условиях современной рыночной экономики величина ежегодных расходов семейных хозяйств в среднем, как правило, меньше величины их доходов. Та часть дохода семейного хозяйства, которая не идет на покупку товаров и услуг, а также на уплату налогов, носит название сбережений.

Наиболее распространенной формой сбережений является использование части дохода либо для создания накоплений в виде наличных денег или вкладов в сберегательных банках, либо для приобретения ценных бумаг. Однако в США экономисты-профессионалы понимают накопление более широко. В частности, они считают, что выплата семейными хозяйствами долгов также относится к процессу накопления, поскольку выплачиваемые при погашении долга деньги не идут как на потребление, так и на уплату налогов.

Заметим, что не все семейные хозяйства относятся к категории сберегающих. Например, ряд молодых семейных хозяйств тратят существенно больше, чем зарабатывают, чтобы приобрести некие дорогие товары и услуги, такие, на-

пример, как жилье и образование. Эти покупки осуществляются за счет займов. Многие пожилые люди, находясь на пенсии, тратят больше, чем получают, для того, чтобы обеспечить себе более высокий уровень жизни. Эти расходы обеспечиваются за счет изъятия средств, накопленных в результате сделанных в прошлом сбережений. Однако отрицательная величина сбережений семейных хозяйств, состоящих из лиц с высокими доходами и стабильной карьерой.

Если домашние хозяйства в среднем тратят в течение года меньше, чем зарабатывают, то деловые предприятия и фирмы в среднем каждый год тратят несколько больше, чем получают от продажи своих продуктов. Они поступают таким образом потому, что, помимо платежей за ресурсы, фирмы должны осуществлять и инвестиции.

Инвестиции, совершаемые фирмами, состоят из двух компонентов. Первый из них — это инвестиции в основной капитал, то есть приобретение вновь произведенных капитальных благ, таких как производственное оборудование, компьютеры и здания производственного назначения. Второй компонент — инвестиции в товарно-материальные запасы, представляющие собой накопление запасов сырья, подлежащего использованию в производственном процессе, и не проданных готовых товаров.

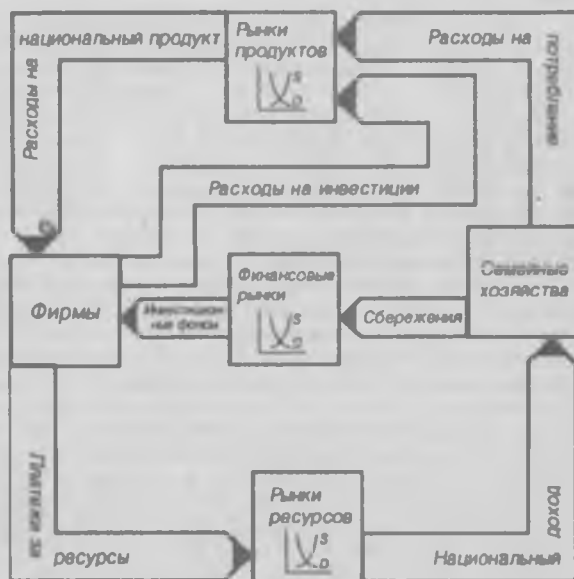


Рис. 1.2. Сбережения, инвестиции и финансовые рынки в модели кругооборота.

Когда к кругообороту добавляются сбережения и инвестиции, возникают два пути, по которым средства могут «путешествовать» от семейных хозяйств к рынкам продуктов. Один путь — прямой, осуществляемый посредством затрат на потребление. Другой путь — косвенный; по этому пути средства движутся «через» финансовые рынки, сбережения и инвестиции. На этой диаграмме не обозначены те потоки, которые направлены по часовой стрелке, — потоки товаров и услуг; показаны лишь потоки денежных средств.

Финансовые рынки (рынки денег)

Поскольку большинство сбережений совершается семейными хозяйствами, а большинство инвестиций осуществляется фирмами, то необходим некий набор механизмов, осуществляющий перемещение потоков денежных фондов от первых ко вторым. Именно эти механизмы создаются благодаря функционированию финансовых рынков. Финансовые рынки изображены в центре диаграммы кругооборота продуктов и доходов на рис. 1.2, и именно они будут находиться в центре нашего внимания в этом пособии. Финансовые рынки состоят из множества разнообразных «каналов», по которым денежные средства «перетекают» от собственников сбережений к заемщикам. Эти каналы можно подразделить на две основные группы.

К первой группе относятся так называемые каналы прямого финансирования, то есть такие каналы, по которым средства перемещаются непосредственно от собственников сбережений к заемщикам.

Можно выделить две подгруппы способов прямого финансирования. Капитальным финансированием называется любое соглашение, по которому фирма получает денежные средства для осуществления инвестиций в обмен на предоставление права долевого участия в собственности на эту фирму. Наиболее известный пример — продажа корпорациями обыкновенных («простых») акций. Обыкновенная акция — это сертификат долевого участия в собственности корпорации, дающий его владельцу право на долю прибыли, получаемой этой корпорацией.

Еще одна подгруппа способов прямого финансирования — это финансирование путем получения займов (*debt finance*); к этой категории относится любое соглашение, согласно которому фирма получает денежные средства для осуществления инвестиций в обмен на обязательство выплатить эти средства в будущем с оговоренным процентом, причем права на долю собственности на фирму кредитор не получает. В этом случае широко известным примером является продажа облигаций, то есть, сертификатов, представляющих собой обязательства выплатить долг в течение определенного количества лет с процентом, причем сделать это в соответствии с заранее оговоренным графиком. Обыкновенные акции, облигации, а также некоторые другие финансовые инструменты обычно называются ценными бумагами.

В главе 3 рассматриваются некоторые рынки, на которых осуществляется покупка, продажа и перепродажа ценных бумаг как семейными хозяйствами, так и фирмами и деловыми предприятиями.

Вторая группа каналов финансового рынка — каналы так называемого косвенного финансирования. При косвенном финансировании средства, перемещающиеся от семейных хозяйств по направлению к фирмам, проходят через особые институты, к числу которых относятся, например, банки, взаимные фонды, а также страховые компании; эти организации называются финансовыми посредниками. О банках, относящихся на сегодняшний день к одной из наиболее важных категорий посредников, более подробно рассказывается в главах 4—7. Что же касается остальных финансовых посредников, то их деятельность кратко рассматривается в главе 8.

РОЛЬ ГОСУДАРСТВЕННОГО СЕКТОРА В КРУГООБОРОТЕ ПРОДУКТОВ И ДОХОДОВ

Следующим шагом в нашем анализе кругооборота продуктов и доходов будет включение в круг рассматриваемых объектов государственного (буков. «правительственного» — *прим. пер.*) сектора. Для удобства анализа мы рас-



Рис. 1.3. Модель кругооборота с учетом роли государственного сектора.

На диаграмме кругооборота показаны три способа связи правительства с экономической системой. Первый способ — связь через т. н. чистые налоги (разность налогов и трансфертных платежей), которые движутся от семейных хозяйства к правительству. Второй способ — государственные закупки, в результате которых средства перемещаются от правительства на рынки продуктов. Если государственные закупки превосходят по величине чистые налоги (то есть если возникает бюджетный дефицит), то правительство вынуждено брать займы на финансовых рынках. Эта ситуация представлена на диаграмме. Если чистые налоги превосходят по величине государственные закупки, то объем платежей по прошлым долгам правительства будет превосходить объем новых займов; в результате образуется чистый поток средств от правительства к финансовым рынкам. Этот случай на диаграмме не представлен.

считываем все уровни правительственных организаций США (федеральный, уровень правительств отдельных штатов и муниципальный) так, как если бы все они функционировали как единое целое. Рассматриваемый таким образом «объединенный» государственный сектор связан с остальной экономической системой следующими тремя способами: через налоги, через государственные закупки и, наконец, через займы. Эти связи и отражены на рис. 1.3.

Связи государственного сектора с кругооборотом доходов и продуктов

Прежде всего рассмотрим налоги. При построении модели кругооборота нас прежде всего интересует чистое количество денежных средств, взятых у сектора, представленного семейными хозяйствами. Налоговые поступления в государственный бюджет превосходят величину потока денежных средств, исходящих из сектора «семейные хозяйства», поскольку этот поток частично возмещается выплатами денежных средств правительства из госбюджета семейным хозяйствам; эти выплаты принимают форму трансфертных платежей, к числу которых относятся государственные пенсии, выплаты лицам с низкими доходами и пособия по безработице, которые не являются платой за какие-либо текущие трудовые услуги, покупаемые государством в лице правительства. Для того, чтобы получить достоверную оценку чистого влияния существующей налоговой системы на величину потока денежных средств, поступающих от

семейных хозяйств к правительству, представляющему государственный сектор, мы вычитаем трансфертные платежи из налоговых поступлений. В результате мы получаем величину чистых налогов (*net taxes*), показанных стрелкой на рис. 1.3.

Следует обратить внимание на то, что на этом рисунке не показан прямой поток налогов, выплачиваемых фирмами правительству (т. е. поступающих в госбюджет), хотя на практике фирмы платят налог с прибыли, а также целый ряд других налогов. Для простоты в нашей модели диаграмма построена так, как если бы все фирмы сначала выплачивали свои прибыли тем семейным хозяйствам, которые являлись их собственниками, а уж потом собственники фирм, в свою очередь, платили бы правительству налоги с этих прибылей.

Суммарные государственные расходы¹ делятся на две категории. Мы уже использовали одну из этих категорий, а именно трансфертные платежи, при расчете чистых налогов. Другая категория государственных расходов представлена государственными закупками товаров и услуг, или просто государственными закупками. В нее входят платежи государства в лице правительства за все приобретенные им товары и услуги, а также заработная плата всех государственных служащих. Таким образом, термин «государственные расходы» может быть формально определен как сумма государственных закупок и трансфертных платежей.

Обратите внимание, что все государственные закупки показаны на рис. 1.3 стрелкой, направленной от правительства к рынкам продуктов, откуда эти денежные средства перетекают к фирмам, а затем, уже через рынки ресурсов — к семейным хозяйствам. Здесь, как и при рассмотрении движения налоговых поступлений, нами в модели сделано известное упрощение. В реальной действительности та часть государственных закупок, которая представлена жалованиями (окладами) государственных служащих, минует в своем движении рынки продуктов, а также минует сектор, реально представленный фирмами, непосредственно двигаясь «из» государственного сектора по направлению к рынкам трудовых ресурсов и далее, попадая в сектор «семейные хозяйства».

Последний способ связи государства в лице правительства со всей «остальной» экономической системой — государственные займы, осуществляемые на финансовых рынках. Государственные расходы не всегда в точности уравниваются налоговыми поступлениями. В США совокупность многоуровневых институтов, представляющих «объединенный» государственный сектор экономики, почти всегда расходует больше средств, чем получает. Образующийся в результате бюджетный дефицит покрывается за счет займов, осуществляемых на финансовых рынках. Как подробно объяснено в главе 3, эти займы осуществляются путем продажи правительственных облигаций и других ценных бумаг как финансовым посредникам, так и непосредственно семейным хозяйствам.

Конечно, может случиться так, что в государственном бюджете образуется избыток (превышение) налоговых поступлений над расходами. В США последний раз такая ситуация имела место в 1979 году. Когда образуется избыток государственного бюджета, то этот избыток используется для погашения сделанных в прошлом государственных займов. В этом случае правительство становится «чистым» поставщиком денежных средств на финансовые рынки, и стрелка на рис. 1.3 должна быть обращена в противоположном направлении.

¹ В западной экономической литературе термин «государство» практически не употребляется. В русскоязычной экономической литературе этот термин, как известно, используется очень широко; на наш взгляд, он более точно отражает реальную сущность таких явлений, как государственные расходы, государственные закупки, государственный долг. — *прим. ред.*

Влияние государства в лице правительства на кругооборот: предварительные выводы

Используя связи, отображенные на рис. 1.3, правительство может оказывать значительное влияние на основные элементы кругооборота доходов и продуктов. Оно может различными действиями влиять на величину номинального национального дохода, а также на ту степень, в которой изменения номинального дохода в продукта принимают форму изменений реальных величин или изменений уровня цен. Эти аспекты государственной экономической политики будут более подробно рассмотрены в последующих главах, но представляется необходимым дать здесь предварительный обзор этой темы.

Одним из источников государственного влияния на процесс кругооборота является фискальная (налогово-бюджетная) политика, то есть политика, относящаяся к налогам и государственным расходам. Увеличивая чистые налоги, правительство может увеличить и объемы денежных средств, изымаемых у семейных хозяйств. Семейные хозяйства, в свою очередь, в этой ситуации вынуждены урезать либо сбережения, либо расходы на потребление, либо производить как то, так и другое. В любом случае результатом будет уменьшение национального продукта. Это может произойти как непосредственно, т. е. через сокращение доходов, получаемых фирмами от продажи потребительских товаров, так и косвенно, ввиду уменьшения объемов сбережений, а, следовательно, и объемов инвестиционных средств, которые фирмы смогут потратить на приобретение капитальных благ.

Снижение чистых налогов стимулирует как рост сбережений, так и рост потребления, таким образом положительно влияя на рост национального продукта.

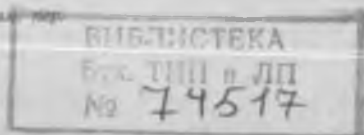
Мероприятия, проводимые в рамках налогово-бюджетной (фискальной) политики правительства, могут также принимать форму изменения объемов государственных закупок. Рост государственных закупок стимулирует рост национального продукта, поскольку в результате растут доходы фирм от продажи товаров и услуг государству; также растут и доходы семейных хозяйств, если увеличивается заработная плата рабочих, занятых в государственном секторе или растет количество занятых в нем. Снижение же объемов государственных закупок оказывает на национальный продукт противоположный эффект.

В последующих главах результаты налогово-бюджетной (фискальной) политики будут рассмотрены более подробно; однако еще большее внимание мы уделим рассмотрению второго средства государственного воздействия на кругооборот. Этот источник — денежно-кредитная политика¹. В это понятие включаются все действия правительства, влияющие на количество денег, находящихся в обращении. Механизмы, позволяющие правительству влиять на денежную массу, станут вам более понятны после того, как мы объясним природу банковской системы и воздействие на нее Федеральной Резервной Системы.

При рассмотрении уравнения обмена $MV = Py$ мы уже отметили, что изменение количества денег, находящихся в обращении, должно, согласно внутренней логике уравнения, повлиять по меньшей мере на одну, а, возможно, и на большее число оставшихся переменных: на скорость обращения денег, на уровень цен или на реальный национальный продукт.

В главах 11—20 мы детально рассмотрим сущность воздействия изменений количества денег, находящихся в обращении, на эти три переменные. Как будет нами показано, рост денежной массы на краткосрочных временных интервалах,

¹ Нередко ее называют монетарной, или денежной. — *прим. ред.*



как правило, приводит к росту реального национального продукта и росту уровня цен, а также к снижению скорости обращения денег. На долгосрочных временных интервалах рост количества денег, находящихся в обращении, приводит обычно к росту уровня цен, не оказывая сколько-нибудь продолжительного воздействия на реальный национальный продукт или скорость обращения денег. Краткосрочный и долгосрочный эффекты сокращения денежной массы противоположны соответствующим эффектам ее роста (расширения).

Модель кругооборота с учетом воздействия иностранного сектора экономики

Вплоть до этого момента мы рассматривали замкнутую экономическую систему, то есть такую экономическую систему, которая не имеет связей с внешним миром. Экономика США, между тем, относится к разряду открытых экономических систем; она связана со всем миром благодаря импорту и экспорту товаров и услуг, а также через мировые финансовые рынки.

Импорт и экспорт

На рис. 1.4 продемонстрировано, каким образом международные экономические связи могут быть включены в модель кругооборота. Импорт товаров и услуг представляет собой первое звено связи с внешним миром.

Вспомните, что все компоненты кругооборота потоков — суть потоки именно и прежде всего денежных платежей, а не потоки товаров и услуг. Поэтому платежи по импорту показаны стрелкой, направленной из внутренней национальной экономики за рубеж. Как семейные хозяйства, так и фирмы, равно как и правительственные институты, приобретают импортные товары и услуги. Однако в целях упрощения диаграммы на ней нами показана лишь одна, по объему крупнейшая категория, импорта — импорт потребительских товаров.

Экспорт представляет собой еще одно звено, связывающее внутреннюю национальную экономическую систему с зарубежными странами. Средства, полученные в качестве платежей, компенсирующих стоимость товаров и услуг, проданных иностранным покупателям, поступают на рынки продуктов, где они сливаются с потоками денежных средств, полученных от продажи товаров и услуг внутренним семейным хозяйствам, фирмам и государству в лице правительства. Средства из всех этих источников прибавляются к доходам, получаемым фирмами от продажи национального продукта.

Потоки капитала

Импорт и экспорт товаров и услуг — не единственные способы связи национальной экономики с внешним миром. В ходе анализа необходимо учитывать множество различного рода международных финансовых операций, таких, например, как займы и кредиты, международные закупки и продажи как реальных, так и финансовых активов.

Подобно импорту и экспорту, международные финансовые операции самим фактом своего осуществления приводят к возникновению определенных потоков платежей, направленных как внутрь экономической системы, так и за ее пределы. Предположим, например, что японский пенсионный фонд покупает облигацию, выпущенную федеральным правительством США. Этот фонд осуществляет оплату в долларах. В результате доллары текут в американскую экономику так же, как если бы за эти доллары японская фирма покупала

американский компьютер. Примерно то же самое происходит и в том случае, когда американская химическая компания осуществляет заем на сумму в 1 млн. долларов в Лондонском банке. Банк получает простой вексель, а взамен передает фирме указанную денежную сумму. В обоих случаях в результате сделки происходит приток капитала в экономическую систему США.

Потоки долларов, направленные «внутри» экономической системы, возникающие в результате чистых закупок активов иностранными покупателями и чистых займов, сделанных у иностранных финансовых посредников, называются притоком капитала. Под чистыми займами в этом контексте понимается разность между величиной новых займов и величиной выплат по старым займам (ссудам). Аналогично мы говорим о чистой величине объема продажи активов иностранным покупателям, имея в виду тот, подчас имеющий место, факт, что эти покупатели иногда перепродают ранее приобретенные американские активы американским же покупателям.

У притока капитала есть своего рода «зеркальное отражение». Так, например, если американский пенсионный фонд покупает акции шведской компании по производству бумаги или американский банк выдает ссуду японскому горнодобывающему концерну, то денежные средства, естественно, текут из экономической системы США. Величина нетто-покупок (т. е. чистая величина)

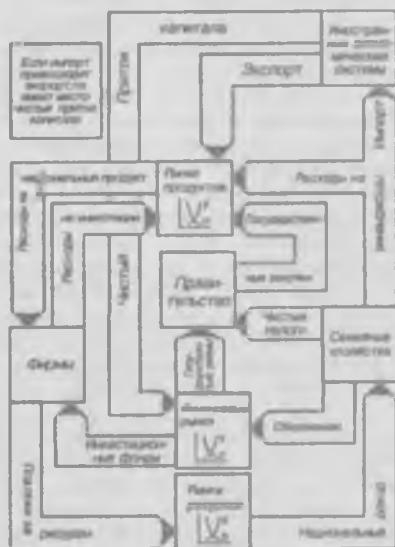


Рис. 1.4. Модель кругооборота с учетом иностранного сектора экономики.

На диаграмме кругооборота показаны три способа связи внутренней экономической системы с «внешним» миром. Первый способ связи — суть импорт. Платежи по импорту показаны стрелкой, направленной из семейных хозяйств в экономические системы иностранных государств. Экспорт — это второй способ связи. Платежи иностранных покупателей экспортируемых товаров показаны стрелкой, направленной к внутренним рынкам продуктов. Если экспорт не покрывает импорта, то разница должна быть оплачена или путем займа у иностранных финансовых посредников, или путем продажи реальных и финансовых активов иностранным покупателям. Такие операции, вызывающие чистый приток капитала, на диаграмме показаны как поток, направленный к внутренним финансовым рынкам. Экспорт может превосходить импорт.

иностранных активов и кредитов (ссуд), выданных иностранным заемщикам финансовыми посредниками США, называется оттоком капитала.

Существует определенная взаимная связь между потоками платежей по импорту и экспорту и потоками капиталов. Логика этой связи можно показать на достаточно примитивном примере. Предположим, что вы — единственный человек в Соединенных Штатах, занимающийся бизнесом с Францией. Вы желаете покупать французское вино и в то же время продавать французам антибиотики, произведенные в США. Вы поместили во Франции заказы на вино на общую сумму 1000 долларов, но, к несчастью, вам удалось найти покупателей ваших антибиотиков на сумму всего в 600 долларов. Означает ли провал вашей попытки экспортировать ровно столько же, сколько вы вознамерились импортировать, то, что вам придется отменить часть винных заказов? Нет, не означает. Оказывается, существуют и другие способы расчета с вашими французскими партнерами. Вот два из них. Во-первых, вы можете взять необходимые вам 400 долларов займа во французском банке; во-вторых, вы можете продать французским покупателям акции на сумму 400 долларов вашей компании по производству антибиотиков. Иначе говоря, вы можете оплатить импорт либо экспортом, либо притоком капитала, причем практически в любых сочетаниях. Все могло быть и наоборот: французам нужны были бы антибиотики на общую сумму, превышающую вашу потребность в импортном вине. В этом случае уже французской стороне пришлось бы брать ссуду у американского финансового посредника или продавать какие-нибудь активы американскому покупателю. Тогда имел бы место отток капитала из экономической системы США.

В главах 21 и 22 при подробном рассмотрении этой проблемы появятся ряд новых деталей. Однако общий принцип ясен из изложенного выше примитивного примера. Страна может импортировать больше, чем экспортировать, то есть осуществлять экономическую политику чистого импорта, если в это же самое время будет иметь место реальный чистый приток капитала, то есть такой приток капитала, который по величине абсолютно превосходит его отток. Подобная ситуация происходит и в том случае, когда некая страна занимает в долг за границей больше средств, чем иностранные экономические хозяйствующие субъекты занимают у нее, или же если страна продает за границей больше активов, чем покупает. Именно такая ситуация и продемонстрирована на рис. 1.4: чистый приток капитала показан стрелкой, направленной «внутрь» американских финансовых рынков из-за рубежа. Экономика США находится именно в этом состоянии с начала восьмидесятых годов.

С другой стороны, страна может экспортировать и больше, чем она импортирует, проводя тактику чистого экспорта; это возможно, если одновременно происходит чистый отток капитала, иначе говоря, если отток капитала из страны превышает его приток в нее. Такая ситуация складывается в том случае, если страна выдает иностранным заемщикам больше кредитов (ссуд), чем сама берет в других странах, или же если она покупает за границей больше активов, чем продает. Таким образом, в экономической системе, характеризующейся наличием чистого экспорта, должен наблюдаться чистый отток капитала. В этом случае стрелка, соединяющая зарубежные страны с финансовыми рынками США, изменит свое направление на прямо противоположное и ее придется назвать так: «чистый отток капитала». Американские финансовые рынки в этой ситуации становятся чистыми поставщиками инвестиционных денежных средств для всего остального мира, что в реальности и происходило на протяжении почти всего периода с первой мировой войны вплоть до 1980 года.

Теперь, когда построение модели кругооборота (см. рис. 1.4) можно считать завершенным, сравним получившуюся модель с ее упрощенной версией, изображенной на рис. 1.1. На рис. 1.1 весь национальный доход перемещается прямо из семейных хозяйств на рынки продуктов в виде расходов на потребление. Из потоков доходов и расходов на потребление ничего не уходит, но ничего к ним и не добавляется. Однако на рис. 1.4 в эту схему вводятся некоторые совершенно новые потоки.

Во-первых, существует три способа использования денежных средств, которые непосредственно не приводят к приобретению товаров и услуг, произведенных для внутреннего рынка. Таковыми являются чистые налоги, поступающие в распоряжение правительства, сбережения, попадающие на финансовые рынки, и компенсационные платежи по импорту, которые просто уходят за границу в «иностранный сектор». Эти три способа расходования денежных средств носят название «утечек» из кругооборота продуктов и доходов. Сумма общей величины указанных трех «утечек» и величины расходов на потребление всегда равна национальному доходу¹.

Во вторых, существует три таких вида расходов на товары и услуги, произведенные внутри страны, которые непосредственно не являются расходами внутренних потребителей. К их числу относятся инвестиции, государственные закупки и платежи по экспорту. Такие потоки называются «инъекциями», производимыми в кругооборот.

Сумма величин всех «инъекций» плюс расходы на потребление всегда равна национальному продукту, который, как мы убедились, равен национальному доходу.

Из зависимостей между этими компонентами можно вывести некоторые полезные уравнения. Так, пусть C — потребление, I — инвестиции, G — государственные закупки, X — экспорт, S — сбережения, T — чистые налоги, M — импорт. Сумма всех статей расхода на покрытие национального продукта выражается следующим образом:

$$\text{Национальный продукт} = C + I + G + (X - M).$$

Выражение $(X - M)$ представляет собой чистый экспорт товаров и услуг. При исчислении величины национального продукта импорт должен вычитаться из суммы совокупного потребления и «инъекций», дабы избежать двойного счета, поскольку переменные C , I и G уже по определению включают в себя расходы как на импортные потребительские товары, так и на потребительские товары, произведенные для внутреннего рынка, а также расходы на инвестиционные товары и товары, приобретенные правительством, представляющим государство.

Более того, мы можем выразить национальный доход в терминах способов его использования:

$$\text{Национальный доход} = C + T + S.$$

Исходя из равенства национального дохода и национального продукта, основного свойства кругооборота, можно сделать вывод, что:

¹ Что следует из определения сбережений, которые, как известно, равны остаточному доходу после покупок семейными хозяйствами товаров и услуг и выплаты ими же чистых налогов. — прим. авт.

$$C + I + G + (X - M) = C + T + S.$$

Это уравнение, в свою очередь, может быть преобразовано в следующее, показывающее, что общая сумма «инъекций» равна общей сумме «утечек»:

$$I + G + X = S + T + M.$$

Чрезвычайно важно отметить, что только суммарные показатели «утечек» и «инъекций» должны быть равны. В отдельных парах «утечек» и «инъекций» чаще всего отсутствует точный баланс, что и не требуется. Иначе говоря, вовсе не обязательно, чтобы государственные закупки были равны чистым налогам, импорт был равен экспорту, а сбережения — инвестициям. В этих «парах» равенство отнюдь не является обязательным и необходимым, поскольку финансовые рынки обладают способностью направлять средства, образующиеся в результате действия «утечек», на финансирование любого из существующих потоков.

Можно особо подчеркнуть фундаментальную роль финансовых рынков в экономике, переписав уравнение «утечки» — «инъекции» в следующем виде:

$$I + (G - T) = S + (M - X).$$

Параметрам, входящим в это уравнение, могут быть поставлены в соответствие стрелки, отображающие потоки, как «впадающие» в финансовые рынки, так и «вытекающие» из этих рынков (см. рис. 1.4). Так, I (инвестиции) и $(G - T)$ — дефицит государственного бюджета — способы использования средств, «вытекающих» из финансовых рынков. В первой части мы имеем S (сбережения) и $(M - X)$ — чистый импорт, который, в свою очередь, как уже было указано выше, финансируется равным по величине притоком капитала. Таким образом, правая часть уравнения выражает величину внутренних сбережений и притоков капитала, т. е. двух источников средств, «впадающих» в финансовые рынки.

Заглядывая вперед

Значительная часть этого пособия будет посвящена разработке и развитию тем, лишь слегка затронутых в этой главе. Эта книга названа «Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика» (Money, Banking and Monetary Policy).

В этой главе мы представили деньги в виде жидкости, заполняющей собой замкнутую систему кругооборота доходов и продуктов и используемой для измерения элементов этого кругооборота. Банки были представлены как наиболее важные из всех финансовых институтов, целенаправленно регулирующие потоки денежных средств от собственников сбережений к инвесторам; в то же время, как вы сами убедитесь позже, банки — это основные институты, в которых деньги создаются, хранятся и через которые они проходят по мере осуществления платежей за все элементы, составляющие национальный продукт. Наконец, уравнение обмена позволяет нам сделать первые выводы о важности денежно-кредитной политики. Своими действиями, воздействующими на количество денег, находящихся в обращении, правительство в состоянии прямо и косвенно повлиять на реальный объем выпуска продуктов, на уровень цен и, следовательно, на благосостояние экономической системы в целом.

Глава 2

ДЕНЬГИ: ИХ ФУНКЦИИ И СПОСОБЫ ИЗМЕРЕНИЯ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Объяснить функции денег как средства обращения, как средства измерения стоимости и как средства накопления.
- Классифицировать различные активы с точки зрения их ликвидности.
- Рассказать о различных способах измерения денежной массы.

В главе 1 деньги были определены как средство осуществления оплаты за товары и услуги, как средство измерения стоимости и как средство накопления. Эта глава начинается с более детального объяснения функций денег. Затем мы рассмотрим вопрос о том, как на практике осуществляется измерение денежной массы. В заключительной части главы дается краткое обозрение исторического развития денег — от старинных монет до электронных денежных переводов.

Деньги как средство обращения

Деньги как средство обращения. Когда деньги используются как средство осуществления оплаты за товары и услуги, мы говорим, что они используются в качестве средства обращения. Значение денег как средства обращения трудно преувеличить, поскольку они позволяют уйти от бартерной формы торговли. Громоздкий процесс бартера приводит к тому, что человек, желающий купить картофель и продать капусту, вынужден объединять акты покупки и продажи. Этому человеку придется искать того, кто хочет продать картофель и купить капусту.

Замена бартера денежным обменом отделяет акт продажи от акта покупки. Если существуют деньги, то продавец капусты должен лишь найти того, кто хочет купить его капусту. Получив деньги, продавец капусты может покупать все, что ему вздумается.

В Соединенных Штатах функцию средства обращения в основном выполняют монеты, бумажные деньги и чековые депозиты (вклады до востребования). Спрос на деньги для совершения сделок в первую очередь зависит от таких факторов, как объем совершаемых покупок, частота выплаты заработной платы, время, отведенное для уплаты по счетам, регулярность предъявления этих счетов к оплате и доступность заемных денежных средств. Например, чем больше объем покупок и чем реже оплачивается труд того или иного человека, тем больше средняя величина денежного баланса, необходимого ему для осуществления его финансовых операций.

Объем совершаемых покупок зависит от уровня развития торговли и специализации. Семьи, ведущие «самодостаточное» (натуральное) хозяйство, почти не участвуют в торговле и практически не нуждаются в средствах обращения. В те времена, когда большинство семей в США занималось фермерским хозяйством, потребность в средствах обращения была значительно ниже, чем сегодня. По мере развития коммерции и промышленности усиливалась и специализация, значительно возрос объем осуществляемых сделок. В современной экономической системе люди обычно получают свой заработок в форме денег, а затем покупают на эти деньги то, что им нужно.

Издержки обращения (transaction costs). Замена механизма бартерных

сделок механизмом, использующим деньги как средство обращения, приводит к снижению издержек обращения. Денежный обмен требует гораздо меньших усилий и времени, чем бартер. Снижая издержки обращения, деньги стимулировали развитие специализации и торговли и, таким образом, способствовали общему росту благосостояния общества. Развитие умений и талантов, явившееся результатом роста специализации, значительно повлияло на рост общего жизненного уровня.

Приемлемость денег как средства обращения

Деньги, хорошо выполняющие функцию средства обращения, с готовностью должны приниматься каждым. Деньги, имеющие широкое распространение, предоставляют их владельцу некую всеобщую покупательную способность, являющуюся весьма важным преимуществом. Использование денег позволяет осуществлять гибкий выбор типов и количества покупаемых товаров, выбор времени и места совершения покупки, а также партнеров для сделки. Если некое средство обращения используется в течение достаточно длительного времени, то его приемлемость становится достаточно стабильной.

Приемлемость денег зависит от готовности и желания населения их использовать. Две недавние попытки Казначейства США уменьшить расходы на снабжение населения деньгами с помощью изобретения новых типов наличных денег окончились неудачей. В течение двух лет, в 1970 годах, производился выпуск двухдолларовых банкнот (не выпускавшихся с 1966 года). Казначейство надеялось сэкономить около 5 млн. долларов в год на издержках по печатанию денег, заменяя однодолларовые банкноты вдвое меньшим количеством двухдолларовых банкнот. Одной из причин неудачи было то, что первые банкноты были слишком легко спутать со вторыми. Люди явно предпочитают банкноты с большей разницей номиналов, например, в 1 доллар и в 5 долларов, а не в 1 доллар и в 2 доллара. Кроме того, многие почему-то считали, что двухдолларовые бумажки приносят несчастье.

В 1979 году Казначейство снова попыталось снизить издержки эмиссии, начав выпуск однодолларовой монеты «Сьюзен Б. Энтони». Планировалась значительная экономия, поскольку срок годности монеты в среднем равен 15 годам (бумажная купюра живет не более 18 месяцев). Казначейство также полагало, что, поскольку инфляция привела к росту уровня цен, то людям будет гораздо удобнее использовать одну большую монету, чем несколько маленьких.

Население, однако, не приняло доллар «Сьюзен Б. Энтони». Это произошло по двум причинам. Во-первых, по размеру эта монета была слишком похожа на монету достоинством в четверть доллара. Многие люди, шаря в карманах в поисках мелочи, просто путали эти монеты. Во-вторых, Казначейство не учло того обстоятельства, что люди практически всегда предпочитают бумажные деньги монетам.

Возрождение бартера

Хотя использование денег обычно снижает издержки совершения сделок, бартер все же сохранился, а при некоторых условиях даже возродился в современном мире. Например, в странах с исключительно высокими уровнями инфляции торговля с помощью бартера может быть куда более предпочтительной, чем использование наличных денег. Как будет показано далее, при высоких темпах инфляции издержки, связанные с хранением денег для совершения сделок, могут превосходить потери и неудобства бартера.

Помимо инфляции, существуют некоторые примеры бартерных сделок, осуществляемых и в нормальных экономических условиях. Всяческие дополнительные выплаты, такие, например, как медицинское страхование и страхование пенсий, также являются собой пример бартера. В последние годы эти льготы довольно быстро развивались, чему способствовало введение более благоприятного налогового режима. Так, магазин, дающий своим служащим скидку при покупке ими товаров в этом магазине, или школа, дающая детям учителей право на бесплатное образование, также представляют собой очевидные примеры бартера. Наконец, в некоторых районах США существуют так называемые бартерные клубы, занимающиеся организацией бартерных сделок, используя для этого новейшую компьютерную технику. Эти клубы вообще стали возможны лишь постольку, поскольку компьютерная обработка информации позволяет радикально снизить издержки обращения, вообще не прибегая к помощи денег.

Рационирование. В качестве альтернативы денежному обмену или бартеру правительство может прибегнуть к распределению талонов. Эти талоны дают их обладателям право на приобретение определенных количеств различных товаров, таких, например, как хлеб, мясо или бензин. При такой системе в розничных магазинах происходит обмен товаров, скорее, на талоны, а не непосредственно на деньги.

На практике, как показывает опыт, очень трудно бывает распределить талоны на все виды продуктов, производимые в современном обществе. Кроме того, рационирование ограничивает потребительский выбор.

Когда потребительские товары жестко рационировались, то вопрос о личных предпочтениях перестает быть сколько-нибудь актуальным. Если вы, например, не любите кашу, то для вас талоны на крупу имеют не очень большую ценность. В случае же, когда используются деньги, вы можете просто пойти в магазин и купить там все, что вы сами выберете. В условиях рационирования, существовавшего во многих странах во время второй мировой войны, люди приобретали товары, уплачивая как деньги (по цене, жестко контролируемой правительством), так и определенное обязательное количество талонов. Рационирование было составной частью правительственной программы по удержанию цен на низком уровне в период, когда финансирование военных расходов неизбежно приводило к росту инфляции. Без рационирования ценовой контроль привел бы к естественному появлению дефицита. С помощью политики рационирования правительство могло контролировать спрос на продукт, контролируя объемы рационированных поставок,

Во время второй мировой войны в США рационирование действовало вполне эффективно. Те, кто имел талоны, почти всегда оказывались в состоянии их «отovarить». Удалось избежать дефицитов. Существовали черные рынки, на которых можно было приобрести товары по высоким ценам, но масштабы этих рынков были невелики.

Различные формы рационирования были введены в некоторых районах Советского Союза. Цель, как и в США во время войны, состояла в том, чтобы ограничить спрос в условиях контролируемых цен и быстрого роста номинальных доходов. Многие потребители считают рационирование необходимым в условиях существующих искусственных дефицитов, порожденных жестким ценовым контролем. Во-первых, многие надеются, что рационирование поможет избавиться от длинных очередей за дефицитными товарами. Во-вторых, рационирование нередко видится как определенная альтернатива черным рынкам и спецмагазинам, в которые имеют доступ только высокопоставленные чиновники. Например, если действует действительно строгое рационирование, то даже с малейшей пенсией может получить такое же количество талонов

на сахар, как и чиновник с гораздо большим доходом. Однако далеко не все схемы рационаирования, опробованные в СССР, работали эффективно.

Первая причина этих неудач состоит в том, что чрезвычайно трудно добиться того, чтобы количество талонов в точности соответствовало имеющемуся количеству товара. Например, если в каком-то городе выпущено талонов на 1 000 000 килограммов сахара, а в наличии (в магазинах и на складах) имеется только 500 000 килограммов, то очевидно, что не всем обладателям талонов удастся купить сахар. В этом случае, несмотря на рационарование, образуются огромные очереди, и одна из главных задач рационаирования оказывается невыполненной.

Вторая причина неудачи большинства систем рационаирования заключена в том, что все эти системы в итоге разрушаются, в результате чего талоны теряют свой специфический характер и становятся просто еще одним видом денег. Можно рассмотреть несколько стадий этого процесса. Первый шаг — это обмен талонами; например, некурящий человек выменивает талоны на водку у пьющего, давая взамен талоны на сигареты. Следующий шаг — развитие рынков (формально незаконных, но, тем не менее, широко развитых), на которых происходит обмен талонов на деньги. Талон на приобретение одной бутылки водки на таком рынке, например, может стоить 30 рублей. На следующей стадии развития рационаирования происходит замена талонов на конкретные товары некими универсальными талонами с обезличенными количествами пунктов, которые могут соответствовать стандартным денежным единицам. Эти универсальные талоны могут быть использованы для приобретения многих видов товаров. Например, покупатель должен заплатить 20 обычных рублей и 20 купонов за рубашку, 50 рублей и 50 купонов за пару обуви и так далее. Конечная стадия — это появление рынка, на котором эти обезличенные талоны напрямую обмениваются на деньги, например, по цене, равной 3 рублям за один талон. В результате рубашка будет стоить 80 рублей, а пара обуви — 200 рублей. В этом случае талон просто становится новой денежной единицей, такой же, как трехрублевая банкнота. Таким образом, исчезают последние призрачные преимущества рационаирования. Остаются лишь неудобства, связанные с использованием двух видов бумажек вместо одного.

Деньги как мера стоимости

В дополнение к своим функциям средства обращения деньги также выполняют роль меры стоимости¹. Правительство каждой страны обычно устанавливает свою собственную меру стоимости (масштаб цен — *прим. ред.*). В США мерой стоимости является доллар, в ФРГ — марка, в Мексике — песо. С помощью меры стоимости стоимость вещей измеряется так же, как с помощью унций и футов измеряются масса и длина.

Деньги, как мера стоимости, однородны, что очень важно для вычислений и ведений записей о совершаемых сделках. Выражая цены в долларах и центах, люди могут сопоставлять и сравнивать стоимости различных товаров немедленно и без особых усилий. Если один товар стоит 10 долларов, а другой 5 долларов, то относительная стоимость этих товаров очевидна.

Вообразим, что наша экономическая система не имеет меры стоимости. В

¹ Очевидно, что здесь автор говорит как о деньгах как о мере стоимости в обычном понимании, так и о масштабе цен — *прим. ред.*

этом случае, вместо того, чтобы однозначно выражать цену каждого товара в долларах, нам придется составлять пропорции обмена каждого товара и услуги на каждый другой товар. Для различных товаров и услуг количество возможных парных комбинаций равно $n(n-1)/2$. При таком количестве обменных пропорций определение стоимости товара становится чрезвычайно сложным делом. Например, в экономической системе, производящей 5000 различных товаров и услуг, покупателям придется пользоваться не 5000 цен, выраженных посредством меры стоимости (точнее, масштаба цен — *прим. ред.*), а 12 497 500 обменными пропорциями для всех возможных сочетаний товаров и услуг.

Развитие денег как меры стоимости

Сегодня доллар выполняет функции как меры стоимости, так и средства обращения, но так было не всегда. В колониальной Америке, несмотря на то, что основной денежной единицей в обращении был испанский доллар, реальный масштаб цен измерялся в английских фунтах. Доллар сменил фунт в роли масштаба цен только после Американской Революции.

Законом о Чеканке Монет (Mint Act) 1792 года была введена десятичная монетная система; выпускались в обращение следующие виды монет: «золотой орел» (достоинством в 10 долларов), а также монеты достоинством в 5 и 2,5 доллара, серебряный доллар, монеты в полдоллара, четверть доллара, десять центов, пять центов, медный цент и даже полцента. Замена старого британского масштаба цен была одним из важнейших нововведений, совершенных «отцами-основателями» Америки. Несмотря на очевидно большее удобство пользования новой десятичной системой измерения стоимости, люди сопротивлялись изменениям. Окончательный переход ко всеобщему использованию долларов и центов в качестве меры стоимости завершился только после Гражданской войны.

Инфляция и мера стоимости

Деньги как мера стоимости не выполняли функцию средства обращения в период быстрой инфляции, имевшей место, например, с 1939 по 1949 год в Китае. Многие китайские торговцы вели расчеты в американских долларах, но сделки совершали, используя китайскую валюту. Это позволяло совершать экономические вычисления и расчеты, пользуясь стабильной мерой стоимости, хотя реальная ценность официального средства обращения падала очень быстро. Все товары имели две цены, одна из которых была выражена в долларах, а другая — в китайских денежных единицах. Цены в китайской валюте пересчитывались ежедневно на основе обменного курса китайской йены по отношению к доллару США. В то время как цены, выраженные в китайских деньгах, быстро росли, цены в долларах оставались в общем на прежнем уровне.

Подобное разделение функций меры стоимости и средства обращения — довольно остроумный путь приспособления к быстрой инфляции. Цены на ресурсы, выражаемые в китайских йенах, потеряли смысл, поскольку они в большей степени зависели от того, когда были куплены эти ресурсы, чем от того, каковы были их относительные стоимости. Оценивая ресурсы в долларах, китайские предприниматели смогли с большей точностью выражать относительные цены различных ресурсов.

Аналогичные процессы в последние годы имели место и в других странах. Например, в Израиле в период гиперинфляции 70-х годов и в

Боливии в 80-х годах доллар США стал стандартной мерой стоимости, в то время как национальные валюты продолжали сохранять роль средства обращения.

Денежные реформы и мера стоимости

Правительство любой страны может изменить установленный ранее масштаб цен. Такое изменение называется денежной реформой.

С 1944 по 1952 годы европейские страны, в которых отмечалась очень сильная инфляция, провели 24 денежные реформы. В ходе этих реформ старые банкноты и банковские вклады обменивались на новые — с существенно уменьшенным номиналом.

В 1953 году в Южной Корее прошла денежная реформа, в ходе которой сотня старых денежных единиц (вонов) обменивалась на одну новую (хван). Цель этого мероприятия, как и европейских реформ, состояла в том, чтобы снизить темпы инфляции и цены до разумного уровня. Корейское правительство изъяло часть денег из обращения и положило их на «блокированные» счета. Людям выдавались титулы собственности на эти счета, но они не могли приобретать на эти средства товары и услуги.

В странах, переживающих гиперинфляцию, денежные реформы часто приводят к росту доверия к национальной валюте, так как правительство, проводя денежную реформу, информирует население о своем намерении прекратить проведение инфляционной политики.

В 1960 году в Советском Союзе была проведена денежная реформа, хотя в это время в стране не было сильной инфляции и присутствовала достаточная экономическая стабильность. Правительство изъяло из обращения все рубли и заменило их новыми банкнотами в пропорции десять к одному. Это привело к снижению всех цен в государственных магазинах в десять раз по сравнению с прежним уровнем. «Нью-Йорк Таймс» писала, что новая цена автомобиля «Волга» составляет 4500 рублей (до реформы эта автомашинка стоила 45 000 рублей). Одной из целей реформы было нанесение удара по черному рынку. Советские лидеры считали, что дельцы «теневой» экономики, накопившие большие суммы денег, не смогут обменять свои накопления старых банкнот на новые.

Латиноамериканские денежные реформы. В 80-х годах денежные реформы, как оружие против гиперинфляции, приобрели особую популярность в Латинской Америке. Реформы были проведены в Аргентине, Бразилии, Перу и Боливии. Денежные реформы в этих странах значительно упростили торговлю, так как с ценовых этикеток исчезло множество нулей, но не это было основной целью проводимых реформ.

Главным образом, дело заключалось в том, что правительства стремились доказать, что они как бы перевернули новую страницу в экономической истории, прекратив проведение инфляционной политики. Денежные реформы сопровождался рядом действий по ограничению роста денежной массы, по уменьшению дефицита государственного бюджета, а также, в отдельных случаях, введением контроля за заработной платой и ценами.

При отсутствии такого рода действенных мер, обеспечивающих осуществление денежной реформы, новые деньги будут представлять собой лишь новый фундамент, на котором вырастет новая башня инфляции. Например, из-за отсутствия комплексного подхода к проведению реформы переход Израиля от фунта к шекелю привел к развитию в 70-х годах инфляции, измеряемой трехзначными цифрами.

Деньги как средство накопления

Третья функция денег — быть средством накопления, то есть особым рода активом, сохраняемым после продажи товаров и услуг и обеспечивающим его владельцу покупательную способность в будущем. Конечно, любой актив до некоторой степени может служить средством накопления. Люди могут хранить свое богатство в виде драгоценностей, произведений искусства, домов, акций и облигаций и во многих других формах. Однако деньги больше подходят для выполнения этой функции, поскольку им присуща ликвидность. Ликвидным называется такой актив, который может быть использован как средство платежа (или легко превращен в средство платежа) и имеет фиксированную номинальную стоимость.

Деньги по определению обладают совершенной ликвидностью. Они могут быть использованы как средство платежа, и поскольку они выполняют функцию меры стоимости, то не изменяют своей собственной номинальной стоимости в терминах масштаба цен. Всем остальным видам активов ликвидность присуща лишь в большей или меньшей степени. Например:

1. Краткосрочные ценные бумаги федерального правительства, такие, например, как казначейские векселя, обычно считаются высоколиквидными, поскольку рыночные цены этих бумаг лишь незначительно меняются день ото дня, а также потому, что они могут быть без труда проданы на финансовых рынках, причем издержки совершения сделки будут весьма невелики. Однако, в отличие от денег, эти активы не являются совершенно ликвидными.

2. Акции и долгосрочные облигации, выпущенные в обращение частными корпорациями, обладают меньшей ликвидностью, чем краткосрочные ценные бумаги федерального правительства. Цены этих активов значительно сильнее изменяются с течением времени, и плата, взимаемая за совершение сделок с подобными бумагами, несколько выше. Такие активы обладают промежуточными, или средним, уровнем ликвидности.

3. Недвижимость (например, дом, ферма или магазин) чрезвычайно неликвидна. Рыночные цены на недвижимость очень изменчивы, и их трудно предсказать до совершения сделки. Поиски покупателя дома или земельного участка зачастую занимают много месяцев, а издержки на совершение сделки (гонорары брокеров, реклама, плата за юридическое оформление) могут быть весьма велики.

Хотя совершенная ликвидность денег делает их идеальным средством накопления на протяжении коротких периодов времени, деньгам присущ тот недостаток, что владельцу денежных активов часто приходится жертвовать тем доходом, который мог бы быть получен при использовании менее ликвидного актива. Наличные деньги, помещенные на некоторые виды банковских счетов, не приносят их собственнику никакого процентного дохода. Вскоре мы увидим, что в современных экономических системах деньги могут храниться на счетах, которые приносят такой доход. Однако эти виды вкладов приносят процентный доход, который меньше, чем процентные выплаты по облигациям корпораций, дивиденды, выплачиваемые собственникам акций, или прибыль, которую может получить владелец фирмы или магазина.

В периоды быстрой инфляции деньги как средство накопления теряют свою привлекательность несмотря на их высокую ликвидность. Если, день ото дня, на доллар, песо или рубль можно будет купить все меньшее количество товаров, то люди захотят хранить стоимость в денежной форме лишь в течение очень коротких периодов времени. Известно, что иногда, в условиях гиперинфляции, рабочие требуют ежедневной, а не ежемесячной выплаты за-

работка, чтобы иметь возможность тратить свои деньги до того, как на следующий день вырастут цены.

В тех странах, где имеет место гиперинфляция, местная валюта может частично не использоваться как средство накопления, а также как мера стоимости. Люди, не имеющие желания тратить национальную валюту непосредственно после того, как заработают эту валюту, сразу же обменивают деньги своей страны на доллары или любую другую национальную валюту. После этого они обменивают доллары на внутреннюю валюту, по мере того, как у них возникает необходимость совершения покупок.

Измерение денежной массы. В главе 1 мы подчеркнули важную роль денег в кругообороте доходов и продуктов. Изменение количества денег, циркулирующих в экономической системе, может оказывать существенное воздействие на реальный выпуск продукта, уровень цен, занятость и многие другие экономические переменные. Поскольку контроль за количеством денег так важен для экономической стабильности, аналитики и политические деятели должны обладать адекватными возможностями для измерения денежной массы.

Однако измерение количества денег — весьма непростое дело. Проблема состоит в том, что в современной экономике различные виды активов одновременно в той или иной степени выполняют все три функции денег. Поэтому мы не имеем четких оснований для того, чтобы провести границу между собственно деньгами и другими ликвидными активами. В этом разделе мы рассмотрим различные денежные агрегаты, то есть такие группировки ликвидных активов, которые могут служить альтернативными измерителями денежной массы.

Денежный агрегат в узком смысле, деньги как средство обращения

Табл. 2.1. Параметры M1 и M2 в экономике США, январь 1990 года.

Параметры	Количество (млрд. долларов)
Наличные деньги	232
Трансакционные депозиты	563
В том числе:	
Вклады до востребования	277
Прочие чековые депозиты	285
Итого: M1	795
Взаимные фонды денежного рынка	318
Депозитные счета денежного рынка	485
Сберегательные вклады	410
Срочные вклады	1143
Однодневные соглашения об обратном выкупе	64
Однодневные займы в евродолларах и прочее	17
Итого: M2	3232

Источник: Federal Reserve H-6 Statistical Release, April 19, 1990.

Первый денежный агрегат, а именно он в течение многих лет играл роль доминирующего измерителя денежной массы, акцентирует внимание на функции денег как средства обращения. В США почти все обменные операции осуществляются с помощью двух высоколиквидных активов — наличных денег и трансакционных депозитов. Наличные деньги — это металлические монеты и бумажные деньги. Трансакционные депозиты — это такие депозиты (или вклады), средства с которых могут быть переведены другим лицам в виде платежей по сделкам, осуществляемым с помощью чеков или электронных

Деньги как средство накопления

Третья функция денег — быть средством накопления, то есть особым рода активом, сохраняемым после продажи товаров и услуг и обеспечивающим его владельцу покупательную способность в будущем. Конечно, любой актив до некоторой степени может служить средством накопления. Люди могут хранить свое богатство в виде драгоценностей, произведений искусства, домов, акций и облигаций и во многих других формах. Однако деньги больше подходят для выполнения этой функции, поскольку им присуща ликвидность. Ликвидным называется такой актив, который может быть использован как средство платежа (или легко превращен в средство платежа) и имеет фиксированную номинальную стоимость.

Деньги по определению обладают совершенной ликвидностью. Они могут быть использованы как средство платежа, и поскольку они выполняют функцию меры стоимости, то не изменяют своей собственной номинальной стоимости в терминах масштаба цен. Всем остальным видам активов ликвидность присуща лишь в большей или меньшей степени. Например:

1. Краткосрочные ценные бумаги федерального правительства, такие, например, как казначейские векселя, обычно считаются высоколиквидными, поскольку рыночные цены этих бумаг лишь незначительно меняются день ото дня, а также потому, что они могут быть без труда проданы на финансовых рынках, причем издержки совершения сделки будут весьма невелики. Однако, в отличие от денег, эти активы не являются совершенно ликвидными.

2. Акции и долгосрочные облигации, выпущенные в обращение частными корпорациями, обладают меньшей ликвидностью, чем краткосрочные ценные бумаги федерального правительства. Цены этих активов значительно сильнее изменяются с течением времени, и плата, взимаемая за совершение сделок с подобными бумагами, несколько выше. Такие активы обладают промежуточным, или средним, уровнем ликвидности.

3. Недвижимость (например, дом, ферма или магазин) чрезвычайно неликвидна. Рыночные цены на недвижимость очень изменчивы, и их трудно предсказать до совершения сделки. Поиски покупателя дома или земельного участка зачастую занимают много месяцев, а издержки на совершения сделки (гонорары брокеров, реклама, плата за юридическое оформление) могут быть весьма велики.

Хотя совершенная ликвидность денег делает их идеальным средством накопления на протяжении коротких периодов времени, деньгам присущ тот недостаток, что владельцу денежных активов часто приходится жертвовать тем доходом, который мог бы быть получен при использовании менее ликвидного актива. Наличные деньги, помещенные на некоторые виды банковских счетов, не приносят их собственнику никакого процентного дохода. Вскоре мы увидим, что в современных экономических системах деньги могут храниться на счетах, которые приносят такой доход. Однако эти виды вкладов приносят процентный доход, который меньше, чем процентные выплаты по облигациям корпораций, дивиденды, выплачиваемые собственникам акций, или прибыль, которую может получить владелец фирмы или магазина.

В периоды быстрой инфляции деньги как средство накопления теряют свою привлекательность несмотря на их высокую ликвидность. Если, день ото дня, на доллар, песо или рубль можно будет купить все меньшее количество товаров, то люди захотят хранить стоимость в денежной форме лишь в течение очень коротких периодов времени. Известно, что иногда, в условиях гиперинфляции, рабочие требуют ежедневной, а не ежемесячной выплаты за-

работка, чтобы иметь возможность тратить свои деньги до того, как на следующий день вырастут цены.

В тех странах, где имеет место гиперинфляция, местная валюта может частично не использоваться как средство накопления, а также как мера стоимости. Люди, не имеющие желания тратить национальную валюту непосредственно после того, как заработают эту валюту, сразу же обменивают деньги своей страны на доллары или любую другую национальную валюту. После этого они обменивают доллары на внутреннюю валюту, по мере того, как у них возникает необходимость совершения покупок.

Измерение денежной массы. В главе 1 мы подчеркнули важную роль денег в кругообороте доходов и продуктов. Изменение количества денег, циркулирующих в экономической системе, может оказывать существенное воздействие на реальный выпуск продукта, уровень цен, занятость и многие другие экономические переменные. Поскольку контроль за количеством денег так важен для экономической стабильности, аналитики и политические деятели должны обладать адекватными возможностями для измерения денежной массы.

Однако измерение количества денег — весьма непростое дело. Проблема состоит в том, что в современной экономике различные виды активов одновременно в той или иной степени выполняют все три функции денег. Поэтому мы не имеем четких оснований для того, чтобы провести границу между собственно деньгами и другими ликвидными активами. В этом разделе мы рассмотрим различные денежные агрегаты, то есть такие группировки ликвидных активов, которые могут служить альтернативными измерителями денежной массы.

Денежный агрегат в узком смысле, деньги как средство обращения

Табл. 2.1. Параметры M1 и M2 в экономике США, январь 1990 года.

Параметры	Количество (млрд. долларов)
Наличные деньги	232
Трансакционные депозиты	563
В том числе:	
Вклады до востребования	277
Прочие чековые депозиты	285
Итого: M1	795
Взаимные фонды денежного рынка	318
Депозитные счета денежного рынка	485
Сберегательные вклады	410
Срочные вклады	1143
Однодневные соглашения об обратном выкупе	64
Однодневные займы в евродолларах и прочее	17
Итого: M2	3232

Источник: Federal Reserve H-6 Statistical Release, April 19, 1990.

Первый денежный агрегат, а именно он в течение многих лет играл роль доминирующего измерителя денежной массы, акцентирует внимание на функции денег как средства обращения. В США почти все обменные операции осуществляются с помощью двух высоколиквидных активов — наличных денег и трансакционных депозитов. Наличные деньги — это металлические монеты и бумажные деньги. Трансакционные депозиты — это такие депозиты (или вклады), средства с которых могут быть переведены другим лицам в виде платежей по сделкам, осуществляемым с помощью чеков или электронных

денежных переводов. Сумма наличных денег и вкладов до востребования обозначается термином параметр M1.

Трансакционные вклады принимаются как коммерческими банками, так и сберегательными институтами — двумя тесно связанными типами финансовых посредников, в совокупности носящих название депозитные институты. Различия между этими типами институтов будут подробно рассмотрены в последующих главах. Обычно все депозитные институты обозначаются одним словом «банки», однако специалисты применяют этот термин только по отношению к коммерческим банкам. В этой книге термин «банк» употребляется в широком смысле — по отношению ко всем депозитным институтам — в тех контекстах, где такое словоупотребление не приводит к ошибкам.

Из табл. 2.1 следует, что величина совокупности наличных денег и вкладов до востребования в январе 1990 года была равна 795 млрд. долларов. Наличные деньги составляют примерно три десятых этой суммы. В таблице трансакционные депозиты подразделяются на две категории — вклады до востребования (вклады, не приносящие процента, позволяющие их владельцам пользоваться чеками и электронными переводами) и другие чековые депозиты (они отличаются от вкладов до востребования тем, что приносят процент).

**Более широкий денежный агрегат:
деньги как ликвидное средство накопления**

Второй денежный агрегат, который мы здесь рассматриваем, основан на способности денег быть ликвидным средством накопления покупательной способности. Этот агрегат включает в себя ряд активов, имеющих фиксированную номинальную стоимость и способность превращаться для совершения платежей в наличные деньги или трансакционные депозиты; однако, в большинстве случаев, эти активы не могут непосредственно переводиться от одного лица к другому (как способом электронного денежного перевода, так и посредством чека). В этот денежный агрегат входят следующие виды активов:

1. Взаимные фонды денежного рынка. Этим термином обозначаются независимые финансовые посредники, которые продают титулы собственности населению и используют вырученные средства для покупки краткосрочных ценных бумаг с фиксированным процентом. Почти вся прибыль от этих ценных бумаг (за вычетом небольшой платы за услуги) переходит к владельцам титулов собственности. Поскольку покупаемые ценные бумаги имеют очень устойчивую номинальную стоимость, фонды могут гарантировать, что стоимость одного титула собственности будет постоянной (и равной 1 доллару). Взаимные фонды денежного рынка предоставляют их акционерам ограниченные возможности для пользования чеками и электронными переводами, но на практике эти фонды гораздо реже используются для совершения платежей, чем обычные трансакционные депозиты.

2. Депозитные счета денежного рынка. Специальные вклады в депозитных институтах, сходные со взаимными фондами денежного рынка.

3. Сберегательные вклады. Вклады в депозитных институтах, приносящие процент; средства с них могут быть изъяты без штрафов в любое время; однако эти вклады не дают их владельцам права на пользование чеками. Появление в последние годы специальных банковских автоматов, позволяющих иметь круглосуточный доступ к депозитным средствам, помещенным на сберегательные вклады, повысило ликвидность этих активов.

4. Срочные вклады. Вклады в депозитных институтах, приносящие процент; средства с них могут быть изъяты без штрафа только по истечении установленного в договоре периода времени, например, шести месяцев, двух лет и

так далее. На практике штрафы за преждевременное изъятие вклада не очень велики, что делает эти вклады почти такими же ликвидными, как сберегательные.

5. Однодневные соглашения об обратном выкупе (RP). Краткосрочные ликвидные активы, представляющие собой договоры о согласии фирмы или частного лица купить у некоего финансового учреждения ценные бумаги, с тем, чтобы перепродать их обратно на следующий день по заранее оговоренной цене. Разность цены продажи и цены перепродажи эквивалентна процентным выплатам за использование денежных средств. Ее величина определяется в ходе заключения соглашения. Однодневные соглашения об обратном выкупе обычно имеют номинал, равный 100 000 долларов или более; эти активы в основном используются фирмами и финансовыми посредниками.

6. Однодневные займы в евродолларах. Краткосрочные ликвидные активы, аналогичные соглашениям об обратном выкупе (RP) и служащие для операций с долларовыми фондами, находящимися на балансах депозитных институтов вне США. Широко используются в международном бизнесе. Сущность и назначение вышеописанных ликвидных активов будут более подробно разъяснены в последующих главах. В совокупности с наличными деньгами и транзакционными депозитами эти активы представляют собой параметр M2.

Как следует из данных, приведенных в табл. 2.1, параметр M2 по объему в четыре раза больше, чем M1.

Другие денежные агрегаты

Кроме активов, входящих в параметр M2, существуют и другие несколько менее ликвидные активы. Например, многие депозитные институты продают депозитные сертификаты (ДС) — сертификаты крупных срочных вкладов, продаваемые в основном единицами по 100 000 долларов и более; основными покупателями этих активов являются фирмы. Депозитные сертификаты могут быть проданы их владельцами до наступления даты погашения. Владелец же обыкновенного срочного вклада может получить свои средства, только погасив счет в банке-эмитенте. Поскольку цена, по которой продается депозитный сертификат, подвержена некоторым изменениям, его номинальная стоимость до погашения не является полностью фиксированной. В этом смысле депозитные сертификаты по своей сущности ближе к ценным бумагам, чем к вкладам.

Кроме однодневных соглашений об обратном выкупе и займах в евродолларах, о которых мы уже рассказали, существуют также так называемые срочные соглашения об обратном выкупе и займы в евродолларах. Эти активы отличаются от однодневных тем, что срок их действия обычно превышает 24 часа и иногда составляет даже несколько месяцев.

Сумма параметра M2, депозитных сертификатов, срочных соглашений об обратном выкупе (RP), срочных займов в евродолларах и титулов собственности (shares) взаимных фондов денежного рынка, принадлежащих различным институтам, представляет собой денежный агрегат, который называется параметром M3.

Активами, включаемыми в параметр M3, не исчерпывается список всех ликвидных активов. Некоторые виды ценных бумаг, такие как банковские акцепты, коммерческие бумаги, краткосрочные ценные бумаги и облигации Казначейства США, также считаются довольно ликвидными. Сумма этих активов и параметра M3 обозначается термином параметр L; это — самый широкий из всех используемых на сегодняшний день денежных агрегатов.

Какой из денежных агрегатов лучше?

При таком количестве различных денежных агрегатов вполне естествен вопрос: какой же из них даст наилучшую оценку величины денежной массы? Однако этот вопрос не имеет однозначного ответа. Скорее, он порождает другой вопрос: «Для каких именно целей необходима эта наилучшая оценка?»

Если ставится задача измерения статического количества активов, используемых в качестве платежного средства, то лучшим является параметр M1. Хотя титулы собственности взаимных фондов и депозитные счета денежного рынка технически возможно использовать для совершения сделок, эти активы используются в подобных целях гораздо реже, чем обычные транзакционные депозиты. Большинство владельцев акций взаимных фондов денежного рынка пользуются ими как средством краткосрочного накопления стоимости.

Относительное сходство параметра M1 с традиционным определением денег сделало этот параметр доминирующим денежным агрегатом на многие годы. Однако существует и другой подход, сторонники которого оспаривают первенство M1. Истоки такой точки зрения — в уравнении обмена $MV = PY$. Авторы этого подхода задались вопросом: какое именно «M» находится в наиболее устойчивом и предсказуемом отношении к другим переменным того уравнения? Денежный агрегат, наиболее тесно связанный с остальными переменными, является и наиболее полезным в качестве базиса для формулирования экономической теории и проведения экономической политики.

В течение многих лет лишь незначительное меньшинство экономистов считали, что параметр M2 более устойчиво связан с другими переменными из уравнения обмена, чем параметр M1. Эта точка зрения стала более распространенной в конце 80-х годов. По-видимому, организационные и политические изменения начала 80-х годов привели к росту стабильности зависимости M2 от остальных переменных и к снижению стабильности подобной зависимости для параметра M1. К концу 80-х годов Федеральная Резервная Система также заняла эту позицию и в проведении своей политики начала подчеркивать значение параметра M2.

Тем не менее ряд экономистов считают, что ни один из традиционных денежных агрегатов не является оптимальным как с точки зрения теории, так и экономической политики. Они указывают на то, что параметры M1, M2 и другие представляют собой произвольные выборочные точки из некоего континуума ликвидности. Экономисты, придерживающиеся этой точки зрения, говорят, что взамен произвольной системы группировки активов необходимо создать некий общий взвешенный агрегат всех ликвидных активов. Один из таких экспериментальных денежных агрегатов взвешивает каждый актив в соответствии с его скоростью оборота (*turnover rate*), то есть отношением годового объема сделок к среднему количеству средств, вложенных в этот актив. Эта оценка придает относительно большой вес наличным деньгам и транзакционным депозитам, которые используются в большом количестве сделок и, следовательно, имеют высокие скорости оборота. По сравнению с этими активами взаимные фонды денежных рынков, которые редко используются для совершения сделок, зато используются как средство сохранения стоимости, получают меньший вес. Некоторые экспериментальные денежные агрегаты этого типа имеют многообещающие перспективы, но ни один из них еще не доказал своего решительного преимущества перед традиционными способами оценки денежной массы.

Во многих разделах этой книги традиционно подчеркивается роль параметра M1, но это не означает отрицания полезности других денежных агрегатов. Необходимо помнить, что все большее число экономистов считают параметр

М2 стандартным показателем, который может быть более полезным инструментом осуществления текущей денежно-кредитной политики.

Банкноты Соединенных Штатов (United States notes)

Первыми бумажными деньгами, выпускаемыми правительством США, были банкноты Соединенных Штатов. Первоначально они предназначались для финансирования ведения Гражданской войны и получили название «гринбэки».

Выпуск банкнот Соединенных Штатов — пример того, как правительство может финансировать свои операции с помощью печатного станка. В период с начала Гражданской войны в 1861 году до ее окончания в 1865 году налоговыми поступлениями обеспечивался лишь 21% расходов федерального правительства. Все остальные средства были получены от займов и эмиссии банкнот. С 1861 по 1865 годы на Севере США произошло удвоение денежной массы и имел место двухкратный рост цен. Когда война окончилась, банкноты Соединенных Штатов составляли почти половину общего объема находившихся в обращении наличных денег, причем количество этих банкнот в 1865 году практически не отличалось от того количества, которое было выпущено за годы войны. Значение банкнот Соединенных Штатов постепенно снижалось по мере того, как появлялись новые типы бумажных денег, удовлетворяющих растущие потребности расширяющейся экономической системы США.

Во время Гражданской войны Юг сталкивался примерно с такими же финансовыми проблемами, что и Север. Налоговые поступления были еще меньше, чем на Севере, и конфедератам также приходилось выпускать большие количества бумажных денег, чтобы финансировать деятельность правительства. С января 1861 года по январь 1864 года количество денег, находящихся в обращении на Юге, выросло почти в 12 раз, а цены — в 28 раз. Несмотря на то, что Конфедерация провела в феврале 1864 года денежную реформу, обменивая старые наличные деньги на меньшее количество новых денег, расширение предложения денег продолжалось, и инфляция ускорилась. К концу войны деньги конфедератов обесценивались и полностью исчезли из обращения.

Серебряные сертификаты. Закон Блэнда-Аллисона (Bland-Allison Act) 1878 года дал Казначейству США право выпускать так называемые серебряные сертификаты, которые оставались важным типом бумажных денег вплоть до 1968 года. Как эмиссия серебряных сертификатов, так и осуществление закупок серебра были связаны с многочисленными политическими противоречиями, существовавшими в денежной сфере в последние три десятилетия XIX века.

Закон о Чеканке Монет (Coinage Act) 1873 года демонетизировал серебро, заменив биметаллический стандарт золотым стандартом. В соответствии с этим законом должны были чеканиться не стандартные серебряные доллары с содержанием металла стоимостью в 1 доллар, а так называемые торговые доллары, с таким же серебряным содержанием, как в монетах по полдоллара, двадцать пять и десять центов. Таким образом, серебро предназначалось для изготовления разменной монеты, и оно уже не выполняло роли стандарта стоимости. Поначалу производители серебра не возражали против этого, однако вскоре они поменяли свое мнение, поскольку цены на серебро упали в результате роста добычи и уменьшения спроса, связанного с переходом многих стран к золотому стандарту.

Чеканка разменной монеты требовала весьма незначительного количества серебра, и в этот период некоторые группы людей развернули кампанию за свободный и неограниченный выпуск серебряных монет. Они заявляли, что Закон 1873 года — это результат заговора, и даже называли его «преступлением-73». Конгресс сумел принять несколько биллей о закупках серебра. В

Какой из денежных агрегатов лучше?

При таком количестве различных денежных агрегатов вполне естествен вопрос: какой же из них даст наилучшую оценку величины денежной массы? Однако этот вопрос не имеет однозначного ответа. Скорее, он порождает другой вопрос: «Для каких именно целей необходима эта наилучшая оценка?»

Если ставится задача измерения статического количества активов, используемых в качестве платежного средства, то лучшим является параметр M1. Хотя титулы собственности взаимных фондов и депозитные счета денежного рынка технически возможно использовать для совершения сделок, эти активы используются в подобных целях гораздо реже, чем обычные транзакционные депозиты. Большинство владельцев акций взаимных фондов денежного рынка пользуются ими как средством краткосрочного накопления стоимости.

Относительное сходство параметра M1 с традиционным определением денег сделало этот параметр доминирующим денежным агрегатом на многие годы. Однако существует и другой подход, сторонники которого оспаривают первенство M1. Истоки такой точки зрения — в уравнении обмена $MV = PY$. Авторы этого подхода задались вопросом: какое именно «M» находится в наиболее устойчивом и предсказуемом отношении к другим переменным того уравнения? Денежный агрегат, наиболее тесно связанный с остальными переменными, является и наиболее полезным в качестве базиса для формулирования экономической теории и проведения экономической политики.

В течение многих лет лишь незначительное меньшинство экономистов считали, что параметр M2 более устойчиво связан с другими переменными из уравнения обмена, чем параметр M1. Эта точка зрения стала более распространенной в конце 80-х годов. По-видимому, организационные и политические изменения начала 80-х годов привели к росту стабильности зависимости M2 от остальных переменных и к снижению стабильности подобной зависимости для параметра M1. К концу 80-х годов Федеральная Резервная Система также заняла эту позицию и в проведении своей политики начала подчеркивать значение параметра M2.

Тем не менее ряд экономистов считают, что ни один из традиционных денежных агрегатов не является оптимальным как с точки зрения теории, так и экономической политики. Они указывают на то, что параметры M1, M2 и другие представляют собой произвольные выборочные точки из некоего континуума ликвидности. Экономисты, придерживающиеся этой точки зрения, говорят, что взамен произвольной системы группировки активов необходимо создать некий общий взвешенный агрегат всех ликвидных активов. Один из таких экспериментальных денежных агрегатов взвешивает каждый актив в соответствии с его скоростью оборота (turnover rate), то есть отношением годового объема сделок к среднему количеству средств, вложенных в этот актив. Эта оценка придает относительно большой вес наличным деньгам и транзакционным депозитам, которые используются в большом количестве сделок и, следовательно, имеют высокие скорости оборота. По сравнению с этими активами взаимные фонды денежных рынков, которые редко используются для совершения сделок, зато используются как средство сохранения стоимости, получают меньший вес. Некоторые экспериментальные денежные агрегаты этого типа имеют многообещающие перспективы, но ни один из них еще не доказал своего решительного преимущества перед традиционными способами оценки денежной массы.

Во многих разделах этой книги традиционно подчеркивается роль параметра M1, но это не означает отрицания полезности других денежных агрегатов. Необходимо помнить, что все большее число экономистов считают параметр

М2 стандартным показателем, который может быть более полезным инструментом осуществления текущей денежно-кредитной политики.

Банкноты Соединенных Штатов (United States notes)

Первыми бумажными деньгами, выпускаемыми правительством США, были банкноты Соединенных Штатов. Первоначально они предназначались для финансирования ведения Гражданской войны и получили название «гринбэки».

Выпуск банкнот Соединенных Штатов — пример того, как правительство может финансировать свои операции с помощью печатного станка. В период с начала Гражданской войны в 1861 году до ее окончания в 1865 году налоговыми поступлениями обеспечивался лишь 21% расходов федерального правительства. Все остальные средства были получены от займов и эмиссии банкнот. С 1861 по 1865 годы на Севере США произошло удвоение денежной массы и имел место двухкратный рост цен. Когда война окончилась, банкноты Соединенных Штатов составляли почти половину общего объема находившихся в обращении наличных денег, причем количество этих банкнот в 1865 году практически не отличалось от того количества, которое было выпущено за годы войны. Значение банкнот Соединенных Штатов постепенно снижалось по мере того, как появлялись новые типы бумажных денег, удовлетворяющих растущие потребности расширяющейся экономической системы США.

Во время Гражданской войны Юг сталкивался примерно с такими же финансовыми проблемами, что и Север. Налоговые поступления были еще меньше, чем на Севере, и конфедератам также приходилось выпускать большие количества бумажных денег, чтобы финансировать деятельность правительства. С января 1861 года по январь 1864 года количество денег, находящихся в обращении на Юге, выросло почти в 12 раз, а цены — в 28 раз. Несмотря на то, что Конфедерация провела в феврале 1864 года денежную реформу, обменяв старые наличные деньги на меньшее количество новых денег, расширение предложения денег продолжалось, и инфляция ускориалась. К концу войны деньги конфедератов обесценивались и полностью исчезли из обращения.

Серебряные сертификаты. Закон Блэнда-Аллисона (Bland-Allison Act) 1878 года дал Казначейству США право выпускать так называемые серебряные сертификаты, которые оставались важным типом бумажных денег вплоть до 1968 года. Как эмиссия серебряных сертификатов, так и осуществление закупок серебра были связаны с многочисленными политическими противоречиями, существовавшими в денежной сфере в последние три десятилетия XIX века.

Закон о Чеканке Монет (Coinage Act) 1873 года демонетизировал серебро, заменив биметаллический стандарт золотым стандартом. В соответствии с этим законом должны были чеканиться не стандартные серебряные доллары с содержанием металла стоимостью в 1 доллар, а так называемые торговые доллары, с таким же серебряным содержанием, как в монетах по полдоллара, двадцать пять и десять центов. Таким образом, серебро предназначалось для изготовления разменной монеты, и оно уже не выполняло роли стандарта стоимости. Поначалу производители серебра не возражали против этого, однако вскоре они поменяли свое мнение, поскольку цены на серебро упали в результате роста добычи и уменьшения спроса, связанного с переходом многих стран к золотому стандарту.

Чеканка разменной монеты требовала весьма незначительного количества серебра, и в этот период некоторые группы людей развернули кампанию за свободный и неограниченный выпуск серебряных монет. Они заявляли, что Закон 1873 года — это результат заговора, и даже называли его «преступлением-73». Конгресс сумел принять несколько биллей о закупках серебра. В

соответствии с Законом Блэнда-Аллисона 1878 года, Казначейство США было обязано покупать серебро на 2 млн. долларов ежемесячно по рыночной цене; часть приобретенного серебра предназначалась для обеспечения резервных требований по серебряным сертификатам, а часть шла на производство серебряных монет. Избыточное количество приобретенного серебра, не идущее ни на одну из этих целей, называлось «свободным серебром» и оставлялось на хранении.

Закон Шермана о Закупках Серебра 1890 года обязывал Казначейство США ежемесячно покупать определенное количество унций серебра, а не любое количество, соответствующее стоимости в 2 млн. долларов, что первоначально привело к росту доходов производителей серебра. Для оплаты серебра, покупаемого согласно этому Закону, Конгресс США наделил Казначейство США правом выпускать специальные «Казначейские векселя 1890 года», причем они должны были обязательно обмениваться как на золото, так и на серебро. Ввиду опасного истощения золотых запасов и других финансовых трудностей, связанных с финансовой паникой 1893 года, этот Закон в 1893 году был аннулирован. После этого «Казначейские векселя 1890 года» были изъяты из обращения и заменены серебряными сертификатами.

Во время жестокой предвыборной борьбы за президентский пост в 1896 году Уильям Женинингс Брайан выступал за свободную и неограниченную эмиссию серебряных монет; по его мнению, серебро должно было обмениваться на золото в пропорции, равной 16 : 1 (что было крайне выгодно производителям серебра, поскольку рыночная пропорция была равна 30 : 1). Существование такой официальной цены серебра, несомненно, привело бы к быстрому росту количества серебряных денег.

Брайан проиграл Уильяму Мак-Кинли, защищавшему золотой стандарт. Происходившее на рубеже веков улучшение экономических условий привело к уменьшению популярности государственных закупок серебра. Кроме того, открытие новых золотоносных месторождений и рост объема выпуска золота способствовали принятию в 1900 году Закона о Золотом Стандарте (Gold Standard Act).

В 1930 годах вновь началось движение за увеличение объемов закупок серебра; предполагалось, что это поможет выжить индустрии по добыче серебра, а также поможет стране противостоять инфляции. Законодательство, принятое в 1934 году, обязывало Казначейство США осуществлять ценовую поддержку путем закупок серебра как на внутреннем рынке, так и за рубежом; с 1942 по 1960 годы Казначейство США покупало только вновь добытое серебро на внутреннем рынке. В 1960 годах рыночные цены на серебро превысили официальные цены, что вообще устранило необходимость в осуществлении государственных закупок.

До 1961 года серебряные сертификаты были важнейшим типом денег, и никто не собирался изымать их из обращения. Казначейство США выпускало сертификаты с номиналами, равными 1 доллару, 2 долларам, 5 долларам и 10 долларам. На каждый доллар эмитированного сертификата приходилось три пятых унции серебра, хранящегося в Вест-Пойнте. Когда цена серебра превышала 1,29 доллара за унцию, сертификат мог быть погашен серебром в разmere, превышающем его номинальную стоимость.

В 1961 году, боясь, что цены на серебро начнут расти, Казначейство США и Федеральные Резервные банки начали изымать из обращения пяти- и десятидолларовые сертификаты, заменяя их банкнотами ФРС. После того, как в 1963 году новое законодательство наделило Федеральные Резервные банки правами на выпуск однодолларовых банкнот, все серебряные сертификаты были заменены банкнотами ФРС. Эти меры были предприняты для расширения

запасов свободного серебра с тем, чтобы обеспечить адекватное снабжение серебром Казначейства США, выпускающего монеты, а также для того, чтобы путем распродажи серебра удерживать его цену на уровне 1,29 доллара за унцию.

В 1967 году Государственное Казначейство США перестало продавать серебро и удерживать его цену от роста и объявило, что в июле 1968 года обмен сертификатов на слитковое серебро будет прекращен. В этот период цена серебра превысила 1,29 доллара, что привело к прекращению использования серебряных сертификатов в качестве денег. Общая стоимость сертификатов, находящихся в обращении, снизилась с 2,370 млн. долларов в 1961 году до 269 млн. долларов в июле 1968 года.

Банкноты ФРС (Federal Reserve Notes). Закон о Федеральной Резервной Системе (Federal Reserve Act) 1913 года санкционировал эмиссию банкнот ФРС, сегодня являющихся основной формой бумажных наличных денег в США. Эти банкноты являются обязательствами двенадцати Федеральных Резервных банков, составляющих Федеральную Резервную Систему. Маленькая эмблема, изображенная слева от портрета на каждый из таких купюр, показывает, который из банков выпустил банкноту в обращение. В практических целях, однако, все банкноты обладают взаимозаменяемостью и могут рассматриваться как обязательства ФРС в целом.

Одним из оснований для эмиссии банкнот ФРС было то, что предложение национальных банкнот не всегда достаточно быстро увеличивалось в периоды финансовых кризисов. До появления в 1930 годах практики федерального страхования депозитов при наступлении кризиса многие люди стремились превращать банковские вклады в наличные деньги, боясь, что банк лопнет. Возросший спрос на наличные деньги плохо удовлетворялся, что еще больше усиливало отрицательные последствия кризиса.

Совокупная стоимость национальных банкнот по закону не должна была превышать 300 млн. долларов. Государственное Казначейство США не могло оперативно выпускать дополнительные серебряные сертификаты по своему желанию, поскольку оно было обязано обеспечивать эти сертификаты реальными резервами в серебре. Предполагалось, что банкноты ФРС полностью удовлетворят потребность экономики в наличных деньгах.

Кроме банкнот ФРС, Закон 1913 года также санкционировал выпуск еще одного типа денег — банкнот банков ФРС. Предполагалось, что эти банкноты заменят национальные банкноты, выпускаемые частными банками. Для того, чтобы эмитировать новые банкноты банков ФРС, ФРС должна была выкупить у национальных банков ценные бумаги, обеспечивающие национальные банкноты. После этого национальные банкноты должны были быть изъяты из обращения с тем, чтобы их место заняли новые деньги.

Однако этот план не был выполнен, поскольку национальные банки не торопились продавать ФРС свои облигации. Они предпочитали выпускать свои собственные банкноты, поскольку это было весьма эффективным средством их рекламы. Национальные банкноты не исчезли из обращения вплоть до 1935 года, когда банки окончательно утратили право на эмиссию этого типа денег.

Трансакционные депозиты как средство обращения

На протяжении всего двадцатого века трансакционные депозиты в депозитных институтах постепенно заменяли наличные деньги и становились доминирующей формой денег в США. Поскольку чаще всего эти депозиты привлекаются к использованию с помощью чеков, они получили обиходное

наименование чековых депозитов (вкладов), или чековых счетов. Как уже отмечалось выше, транзакционные депозиты на сегодняшний день составляют около трех четвертей параметра M1.

С течением времени транзакционные банковские депозиты заменили наличные деньги в роли наиболее важных денег для совершения сделок.

Использование чековых счетов в качестве денег требует наличия громоздкой бухгалтерской системы. Более 15 000 коммерческих банков и многие сберегательные учреждения ведут учетные книги. (Конечно, в наше время эти «книжки» компьютеризированы.) Если балансовый остаток на вашем чековом счете составляет 100 долларов, то это записано в книгах вашего банка. Когда вы выписываете чек на 10 долларов и даете его некому мистру Смигу, в вашем банке величина счета уменьшается на 10 долларов, а в банке, обслуживающем мистера Смита, величина счета увеличивается на эту же сумму. Заметьте, что термин депозит (вклад) здесь не совсем верен. Чековый депозит — это всего лишь счет в банке, не представляющий собой никаких реальных физических вкладов денежных средств.

Одна из причин того, что чековые депозиты становятся основным средством обращения, состоит в том, что эти вклады обладают большей сохранностью, чем наличные деньги. Наличные деньги нужно хранить. Их могут украсть. Кроме того, чеки являются довольно безопасным способом совершения платежей по почте, поскольку они не имеют внутренней ценности, если на них не стоит подпись. Чеки удобны, поскольку мы можем выписывать их на точную сумму, и они позволяют вести четкие записи о расходах. Чеки особенно хороши для совершения платежей при крупных сделках.

В Великобритании до 1960 года чеки использовались лишь в ограниченных пределах, поскольку существовал довольно странный закон, запрещавший работодателям выплачивать своим работникам зарплату чеками. Заработная плата должна была обязательно выплачиваться монетами и банкнотами. Этот закон был частью Акта о товарообмене (Truck Act) 1831 года, и он был предназначен для того, чтобы защитить права рабочих. Предприниматели того времени зачастую оплачивали труд рабочих чеками, которые можно было погашать, только приобретая по завышенным ценам товары в магазинах, принадлежащих компании нанимателя.

Чековые вклады не всегда считались средством обращения. Шестьдесят лет тому назад экономисты считали деньгами только монеты и банкноты. Даже в 1930 году, когда Джон Мейнард Кейнс, ведущий экономист своего времени, в своей книге «Трактат о деньгах» (Treatise on Money) включил в понятие денег вклады до востребования, Г. Паркер Виллис, известный профессор Колумбийского университета, отнесся к этому весьма критически. Сегодня чековые вклады считаются деньгами, потому что мы приобретаем на них товары и услуги. Экономисты предпочитают функциональный подход к понятию денег: все, что используется как деньги, является деньгами.

Приемлемость чеков. Хотя чековые вклады в США и доминируют в качестве средства обращения, они все же неприемлемы в качестве наличных денег, потому что лицо, получающее чек, обычно не обладает полной уверенностью в том, что этот чек обеспечен вкладом, размер которого соответствует сумме, обозначенной в чеке. Однако, как это ни удивительно, чеки с готовностью принимаются при совершении платежей.

Широкому использованию чеков способствует существующая в США система законов, защищающая права лиц, принимающих чеки. Считается, что человек совершает преступное деяние, если он платит за товар чеком, зная, что средств на его счету недостаточно для оплаты покупки. Как и в случае с любым преступлением, издержки наказания ложатся на государство, а не

на пострадавшего. Обвинение должно доказать, что мошенничество было намеренным, но обычно это не составляет труда. При наличии соответствующего заявления продавца попытка покупателя приобрести товар расценивается как свидетельство намерения совершить мошенничество. В странах, не обладающих подобной системой законов, чеки не имеют широкого применения.

Чек становится более приемлемым, если он удостоверен. Чтобы удостоверить чек, служащий банка должен подтвердить, что сумма, указанная в чеке, переведена со счета человека, выписавшего чек, на счет удостоверенных чеков. Чтобы избежать задержек и проблем со сбором платежей по чекам (по ~~ш~~касированию чеков), некоторые фирмы, такие, например, как автотранспортные компании, принимают только удостоверенные чеки. Удостоверенные чеки очень удобны и для осуществления международных операций.

Записи о сделках с помощью чека. С 1970 года все финансовые институты обязаны вести записи (обычно на микрофильмах) о всех выписанных или принятых чеках на суммы, превышающие 100 долларов. Информация этого типа может помочь федеральному правительству бороться с торговлей наркотиками, неуплатой налогов, организованной преступностью или политической коррупцией. Конституционность этого закона ставилась под сомнение, но в 1976 году Верховный Суд США постановил, что банковские записи не являются «личными бумагами», а, следовательно, на них не распространяется действие четвертой поправки к Конституции, которая защищает граждан от необоснованных обысков и арестов имущества. Это наступление на частный доверительный характер отношений банка и клиента привело к тому, что Конгресс включил в Закон о регулировании финансовых институтов и контроле за нормой процента (Financial Institutions Regulatory and Interest Rate Control Act) 1978 года следующее положение: «...ни один государственный орган не имеет права на получение копий информации или доступа к информации, содержащейся в финансовых записях любого клиента финансового учреждения...» без соблюдения строгих процедур. До того, как Служба Внутренних Доходов (Internal Revenue Service) или другое государственное учреждение получит право на проверку ваших банковских записей, это учреждение обязано известить вас об административном вызове в суд и дать вам десять дней на передачу дела в суд.

Электронные переводы как средство обращения. На последней стадии истории денег происходило широкое распространение электронных переводов, как способа использования денег, лежащих на транзакционных депозитах. При совершении электронного перевода сообщение, передаваемое из компьютера одного банка в компьютер другого банка, заменяет бумажный чек. Однако содержание электронного сообщения совпадает с содержанием сообщения, записанного на бумажном чеке. В обоих случаях в сообщении содержится указание банку осуществить перевод денежных средств с одного счета на другой.

Электронные переводы денежных средств быстро завоевали доминирующие позиции на финансовых рынках, где огромные суммы денег каждый день переходят из рук в руки. Например, если пенсионный фонд покупает на 1 млн. долларов облигаций, выпущенных корпорацией «Дженерал Моторз», то деньги в уплату за облигации просто переводятся со счета на счет с помощью электронного сообщения. Электронные переводы денежных средств доминируют и на международных финансовых рынках.

В потребительских сделках электронные переводы применяются гораздо реже, чем на финансовых рынках, но даже в этой области их значение растет. Сегодня многие потребители пользуются дебетными карточками — пластиковыми карточками, используемыми так же, как кредитные карточки, с той

лишь разницей, что дебетные карточки служат для совершения электронных переводов денег с одного транзакционного депозита на другой. Все большее число рабочих получают заработную плату с помощью электронного перевода со счета нанимателя на счет наемного работника. Это ускоряет процесс перевода средств и освобождает рабочего от необходимости посещать банк для получения денег по бумажному чеку.

Предвидя увеличение роли электронных переводов, многие люди говорят о возникновении «экономики без денег», в которой все сделки будут совершаться с помощью электронных переводов. Потребители будут иметь карточки, позволяющие совершать даже мелкие покупки, например, газет или спичек. Однако, если правильно понимать сущность электронных переводов, то можно прийти к выводу, что термин «экономика без денег» в принципе неверен. Деньги в форме балансовых остатков на транзакционных депозитах будут продолжать существовать. Но с исчезновением наличных денег и бумажных чеков деньги станут «невидимыми».

Глава 3

РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ И НОРМЫ ПРОЦЕНТА

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Описать основные типы ценных бумаг федерального правительства: векселя, среднесрочные векселя, облигации.
- Объяснить обратную зависимость между ценами на ценные бумаги и приносимыми этими бумагами доходами: когда цена облигации растет – доход падает, когда цена падает – доход растет.
- Вычислить доход на момент погашения облигации при данной запрашиваемой цене, дате погашения, купонной ставке.
- Описать рынки ценных бумаг федерального правительства, муниципальных облигаций, коммерческих бумаг.
- Вычислить текущую стоимость ценной бумаги при данных годовых процентных выплатах, стоимости на момент погашения и ожидаемой норме процента.
- Обсудить экономические теории, объясняющие форму кривых дохода: теорию ожиданий, теорию предпочтения ликвидности и теорию сегментации рынка.

В главе 1 подчеркивалась ведущая роль финансовых рынков в круговом потоке доходов и продуктов. В этой главе было установлено различие между двумя типами финансовых каналов обмена: прямым финансированием, означаящим, что потоки денежных средств направляются непосредственно от владельцев сбережений к заемщикам путем продажи акций, облигаций и других ценных бумаг, и косвенным (непрямым) финансированием, означаящим, что потоки денежных средств от владельцев сбережений к заемщикам устремляются через финансовых посредников, таких как банки и ссудо-сберегательные учреждения.

В настоящей главе мы более подробно рассмотрим рынки ценных бумаг, облегчая тем самым дальнейшее рассмотрение косвенного финансирования и финансового посредничества в рыночной экономической системе.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ПРАВИТЕЛЬСТВА США

Если суммарные затраты правительства превышают суммарные налоговые поступления, то оно должно покрыть разницу либо выпустив в обращение новые деньги, либо путем займа. В прошлой главе мы показали, что в некоторые периоды, например, во время Гражданской войны, выпуск новых денег был важнейшим средством финансирования государственных расходов. Сегодня, однако, большее значение имеют займы. Американское правительство занимает деньги у населения, продавая ценные бумаги, которые представляют собой государственный долг, то есть долг правительства населению.

Ценные бумаги федерального правительства США делятся на две основные категории: рыночные и нерыночные. Как показано в табл. 3.1, существует всего три типа рыночного долга — векселя, среднесрочные векселя и облигации; есть также несколько типов нерыночного долга. Многие знают о сберегательных облигациях (нерыночных ценных бумагах), однако другие типы ценных бумаг правительства известны не так широко.

Рынок ценных бумаг федерального правительства

Относительно небольшое количество дилеров держат в руках большинство сделок с ценными бумагами американского правительства. В роли дилера может выступать отделение крупного коммерческого банка или брокерской фирмы, а также отдельная фирма, специализирующаяся в этом бизнесе. Дилеры торгуют в основном с организациями-банками, страховыми компаниями, большими корпорациями, пенсионными фондами, иностранными фирмами, иностранными коммерческими и центральными банками. Например, если ком-

мерческий банк хочет совершить покупку, то он входит в контакт с дилером по телефону, и дилер предлагает цену. Ценные бумаги обычно продаются лотами (традиционными для таких сделок количествами). Один лот соответствует 1 млн. долларов, и количества ценных бумаг, превышающие 20 млн. долларов, редко продаются за один раз. Разница между ценами, по которым покупаются и перепродаются ценные бумаги, составляет важнейший источник дохода дилеров.

Табл. 3.1. Долг правительства США населению, сентябрь 1986 года.

Федеральное правительство продает как рыночные, так и нерыночные ценные бумаги. Векселя, среднесрочные векселя и облигации продаются населению, а затем начинается торговля ими на вторичном рынке. Сберегательные облигации продаются населению, но не обращаются на вторичном рынке. Заграничные или внутренние правительственные подразделения владеют другими категориями рыночного долга.

Ценные бумаги. Рыночный долг	Количество (млрд. долларов)
Казначейские векселя	410,7
Среднесрочные казначейские векселя	896,9
Казначейские облигации	241,7
Всего:	1564,3
Нерыночный долг	
Сберегательные облигации	85,6
Иностранные правительственные серии	4,1
Серии правительственных счетов	456,9
Серии местных органов власти	102,4
Другие ценные бумаги	0,4
Всего:	558,4
Общая сумма	2122,7

Источник: Treasury Bulletin, 4th Quarter, Fiscal 1986, p. 16

Когда Казначейство продает новые ценные бумаги, оно создает первичный рынок ценных бумаг федерального правительства. Затем дилеры создают вторичный рынок, предлагая купить и продать эти ценные бумаги в период между датой выпуска и датой погашения. Хотя рынок ценных бумаг федерального правительства и не так хорошо известен, как биржа, ежедневный объем сделок с этими ценными бумагами на Уолл-Стрите превышает объем сделок на Нью-Йоркской Фондовой бирже. На вторичном рынке цены ценных бумаг правительства изменяются так же, как и цены на акции на бирже.

В дополнение к вторичному рынку частные лица могут покупать и продавать рыночные ценные бумаги федерального правительства в коммерческих банках и через брокеров. Обычно частные лица покупают гораздо меньшие количества ценных бумаг, чем те, которые продаются на вторичном рынке. Брокеры и коммерческие банки берут гонорары за каждую сделку.

В последние годы Государственное Казначейство начало продавать свои рыночные ценные бумаги в форме книжной записи (то есть сохраняя записи о сделке) вместо того, чтобы выдавать сертификаты. Казначейство не выпускало бумажных сертификатов для казначейских векселей с 1979 года, а для среднесрочных векселей и облигаций — с 1986 года.

Отмена бумажных сертификатов даст много преимуществ как Казначейству, так и инвестору. Она уменьшает издержки Казначейства на печать и упраздняет

проблему подделок. Кроме того, в этом случае инвестор защищен от потери или кражи бумажных сертификатов. Снижаются и издержки на хранение этих ценных бумаг.

Кроме рыночных, федеральное правительство продает несколько типов нерыночных ценных бумаг, которые не могут быть переданы или проданы другому лицу. Собственник, однако, имеет право погасить их в коммерческом банке, Федеральных Резервных банках и Государственном Казначействе. Основные инвесторы — собственники ценных бумаг федерального правительства США как рыночных, так и нерыночных — перечислены в табл. 3.2.

Собственность на ценные бумаги федерального правительства США, март 1986 г.

Данные о собственниках ценных бумаг федерального правительства показывают, что частные инвесторы владеют 74% их совокупного количества, а государственные учреждения и Федеральные Резервные банки владеют 26%. Большие дефициты американского платежного баланса быстро увеличили долю ценных бумаг, находящихся в руках иностранцев, до 15% долга, размещенного среди частных кредитов. Категории «другие инвесторы» включают в себя сберегательные учреждения, дилеров и брокеров, пенсионные фонды корпораций, неприбыльные организации, некоторые правительственные депозитные счета и субсидируемые правительством агентства.

Табл. 3.2. Рыночные ценные бумаги федерального правительства США.

Тип держателя ценных бумаг	Количество (млрд. долларов)
Частные лица	157,6
Коммерческие банки	195,1
Страховые компании	96,8
Фонды денежных рынков	29,9
Другие компании	59,6
Правительства штатов и местные органы власти	212,8
Иностранные и интернациональные держатели	225,4
Другие инвесторы	496,9
Всего в частных руках	1473,1
Правительственные учреждения и траст-фонды	352,6
Федеральные Резервные банки	184,8
Всего	2010,5

* Сентябрь 1985 г.

** Состоит из инвестиций иностранных банков и международных счетов в США.

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A30.

Принципиальная разница между тремя типами рыночных ценных бумаг федерального правительства (векселя, среднесрочные векселя, облигации) состоит в сроках их погашения.

Векселя по своему статусу должны погашаться в пределах одного года с момента их выпуска. Среднесрочные векселя имеют сроки погашения от одного года до десяти лет с момента выпуска. До 1967 года срок погашения среднесрочных векселей не превышал пяти лет. После этого Казначейство выпустило векселя с семилетним сроком, а в 1976 году срок погашения этих ценных бумаг был увеличен до десяти лет. У облигаций нет строго предписанного срока погашения, но современные выпуски имеют сроки не менее десяти лет.

Казначейские векселя существенно отличаются от двух других типов правительственных ценных бумаг. Казначейство продает векселя с дисконтом, в

то время как по среднесрочным векселям и облигациям их собственникам каждые шесть месяцев выплачивается купонная ставка. Поэтому цены на векселя устанавливаются особым образом, о чем и рассказывается в последующих разделах.

Казначейские векселя

Наиболее распространенный тип казначейского векселя имеет срок погашения, равный 91 дню. Хотя казначейство также регулярно выпускает шестимесячные и годовые векселя, иногда выпускаются и векселя со сроками меньшими, чем 91 день. Еженедельно распродаются трех- и шестимесячные векселя и ежемесячно идут продажи новых годовых векселей. С 1970 года минимальный номинал векселя равен 10 000 долларов.

В сентябре 1986 года за 33 выпуска в обращение вышло векселей с различными сроками погашения на 410 млрд. долларов. Федеральный Резервный банк Нью-Йорка продает казначейские векселя по понедельникам, каждую неделю.

Аукционная технология продажи. Аукционы по продаже векселей существуют для расширения возможностей мелких инвесторов. Инвесторы могут делать либо конкурентные, либо неконкурентные заявки. Неконкурентные заявки на сумму до 200 00 долларов принимаются от любого участника торгов по средней цене конкурентных заявок. Дилеры и крупные финансовые организации обычно делают конкурентные заявки.

На аукционе, во время закрытых торгов, покупатели устанавливают, какую прибыль они могут получить. Когда время, отведенное для подачи заявок, истекает, все заявки ранжируются в порядке, соответствующем предложенным ценам. Вычитая сумму неконкурентных заявок из суммы всех заявок, Казначейство начинает удовлетворять конкурентные заявки, начиная с наиболее высокой цены и продолжая до тех пор, пока необходимые денежные средства не будут привлечены. Поскольку удачливые участники торгов обязаны платить предложенную цену, то тот, кто предложил более высокую ставку, возможно, заплатит дороже рыночной цены, и ему будет трудно продать свои векселя с прибылью.

После того, как распределение векселей завершено, Секретарь Казначейства объявляет результаты аукциона, и векселя выпускаются в обращение в четвертой же недели. Покупатели могут платить либо чеком, либо казначейскими векселями, погашаемыми в момент нового выпуска. Совокупное количество векселей, распродаваемых каждую неделю, обычно совпадает с количеством погашаемых векселей, хотя разница может составлять от 100 млн. долларов до 400 млн. долларов. В табл. 3.3 показаны результаты аукциона трехмесячных векселей 6 января 1986 года.

Казначейство США предоставляет эту информацию для публикации основными газетами. На векселях, проданных на этом аукционе, стоит дата выпуска 6 января 1986 года, и они погашаются 10 апреля 1986 года.

Вычисление дохода на казначейский вексель. Казначейские векселя — это дисконтированные ценные бумаги, которые продаются по ценам, меньшим, чем указанный на них номинал. На каждом векселе обозначена дата выпуска, дата оплаты и стоимость на момент погашения, но нет определенной нормы процента. Норма процента, которую получает покупатель, зависит от разницы между уплаченной за вексель ценой и его стоимостью на момент погашения.

Наиболее широко используемая норма процента по казначейским векселям известна как ставка по векселям. Она рассчитывается по следующей формуле:

$$r = \frac{100 - p}{100} \times \frac{360}{d} \quad (3.1)$$

где r — процент дисконта в виде десятичной дроби; p — цена, уплаченная за 100 долларов; d — количество дней до погашения. Применим эту формулу к средней цене предложения, равной 98,218 доллара за вексель со сроком погашения, равным 91 дню, как показано в табл. 3.3. Цена векселя есть продажная цена ста долларов его номинальной стоимости. Эта цена может быть применена к векселю номинала такой величины, какая понадобится потребителю. Казначейский вексель на 1 млн. долларов будет стоить 982.180 долларов и покупатель, державший его 91 день до погашения, получит 17.820 долларов прибыли. Ставка по векселю здесь равна 7,05%, что следует из выражения:

$$r = \frac{100 - 98,218}{100} \times \frac{360}{91} = 0,0705.$$

Табл. 3.3. Подробности аукциона трехмесячных казначейских векселей 6 января 1986 года

Средняя цена	98,218
Дисконтированный процент	7,05%
Купонная ставка	7,28%
Высокая цена	98,226
Дисконтированный процент	7,02%
Купонная ставка	7,24%
Низкая цена	98,215
Дисконтированный процент	7,06%
Купонная ставка	7,29%
Принято по низкой цене	42%
Всего заявок на	26 722 230 000 долл.
Принято	7 402 930 000 долл. Г
Неконкурентных	1 299 445 000 долл. ГВ

Источник: The Wall Street Journal, January 7, 1986, p. 48; New York Times, p. D17.

Заметьте, что если бы цена этого векселя была выше, ставка по нему была бы ниже. (Подумайте, почему в формуле для ставки по векселю $(100 - p)/100$ умножается на $360/d$.)

В уравнении определяется норма прибыли за год, хотя вексель погашается в более короткий срок. Заметьте также, что в формуле используются 360, а не 365 дней в качестве длины года, и прибыль рассчитывается на 100 долларов, а не на уплаченную цену. Все это упрощает вычисления.

Более точная формула для расчета нормы прибыли по казначейскому векселю существует для вычисления купонного эквивалентного дохода:

$$i = \frac{100 - p}{p} \times \frac{365}{d} \quad (3.2)$$

где i — купонный эквивалентный доход в виде десятичной дроби. Казначейские векселя (см. табл. 3.3) дают купонный эквивалентный доход, равный 7,28% (что несколько выше, чем ставка по векселям):

$$i = \frac{100 - 98,218}{98,218} = \frac{365}{91} = 0,0728.$$

Так как казначейские векселя продаются с дисконтом, то их цена растет по мере приближения сроков погашения. Например, банк, купивший 91-дневный вексель на 1 млн. долларов, естественным образом ожидает, что продаст его дороже уже на следующий день. В противном случае банк не получал бы никакой прибыли на свою инвестицию.

Среднесрочные векселя и облигации

В сентябре 1986 года в обращении находилось около 150 разнообразных выпусков среднесрочных векселей и облигаций с различными купонными процентами и датами погашения. В табл. 3.4 мы видим, что в обращение было выпущено 897 млрд. долларов в среднесрочных векселях и 242 млрд. долларов в облигациях.

Табл. 3.4. Котировки 6 января 1986 года торговли среднесрочными векселями Казначейства, имеющими срок погашения в 1989 году.

Дата	Процент	Предложенная цена	Запрашиваемая цена	Изменение	Доход
Январь 89 г.	14 5/8	116,9	116,13	— 0,2	8,36
Февраль 89 г.	11 3/8	107,28	108,0	— 0,1	8,39
Апрель 89 г.	14 3/8	116,15	116,23	— 0,1	8,42
Май 89 г.	9 1/4	102,24	103,0	+ 0,1	8,21
Май 89 г.	11 3/4	109,11	109,15	— 0,2	8,45
Июль 89 г.	14 1/2	117,19	117,27	— 0,2	8,52
Август 89 г.	13 7/8	115,30	116,2	— 0,2	8,60
Октябрь 89 г.	11 7/8	110,12	110,16	+ 0,1	8,56
Ноябрь 89 г.	10 3/4	107,2	107,6	— 0,3	8,52

Дробные части чисел в третьей, четвертой и пятой колонках представляют тридцать вторые доли. Таким образом, 116,9 означает 116⁹/₃₂.

Источник: New York Times, January 7, 1986, p. D16.

Казначейство продает эти ценные бумаги на аукционах. Эти аукционы действуют аналогично аукционам казначейских векселей: покупатели делают предложения, цена устанавливается на торгах. Победители торгов получают то количество ценных бумаг, которое они вознамерились купить. Казначейство проводит регулярные аукционы каждый квартал, в феврале, мае, августе и ноябре, однако торги могут происходить и в другое время.

Средства, получаемые через аукционы, идут на покрытие бюджетного дефицита и на рефинансирование — обмен ценных бумаг с истекшим сроком погашения. Во время рефинансирования лица, обладающие подлежащими погашению ценными бумагами, могут обменять их на одну или несколько ценных бумаг нового выпуска. Собственники ценных бумаг с истекшими сроками погашения имеют право получить свои средства в виде наличных денег. Суммарное количество взятых таким образом наличных денег называется уменьшением стоимости.

Для некоторых долгосрочных облигаций Казначейства существует предварительная дата — пять лет до официальной даты погашения облигации. Казначейство может выплатить весь долг по облигации в предварительную дату или в любой из последующих сроков выплаты процента.

Дилерская котировка. В табл. 3.4 показаны котировки на момент закрытия рынка 6 января 1986 года среднесрочных векселей Казначейства США (срок погашения — 1989 год).

Финансовые разделы крупных газет печатают полный список дилерских котировок. Федеральный Резервный банк Нью-Йорка подготавливает этот список, усредняя котировки, полученные от пяти крупнейших дилеров.

Кроме среднесрочных векселей с процентом $8\frac{3}{8}$ (декабрь 1989 г.) все векселя, погашаемые в 1989 году, продавались с премией, то есть по ценам, превышающим их стоимость на момент погашения. Это происходило из-за снижения ставки процента в период с 1981 по 1986 год. Первоначально эти ценные бумаги продавались по цене, близкой к номиналу, и их относительно высокая купонная ставка отражала высокий уровень рыночной нормы процента в то время.

Рассмотрим котировку в табл. 3.4 векселя с процентом $11\frac{3}{4}$ (май 1989 года). Казначейство продало эти среднесрочные векселя 5 марта 1984 года на общую сумму 6068 млн. долларов.

Купонная ставка равна $11\frac{3}{4}$. Это значит, что вексель на 1 млн. долларов принесет полугодовую прибыль 58 750 долларов, а за год прибыль составит 117 500 долларов, срок погашения для этого выпуска истекает 15 мая 1989 года. В газетах не печатается точная дата погашения, но обычно это — середина или последний день месяца. При погашении собственник казначейского среднесрочного векселя или облигации получает наличные деньги в размере, равном номинальной стоимости ценной бумаги. Например, лицо, обладающее облигацией на 1 млн. долларов, сдает эту облигацию в день погашения и взамен получает деньги.

Колонка «предложенная цена» в табл. 3.4 представляет ту цену, которую дилеры платили за этот среднесрочный вексель в момент прекращения деловых операций 6 января 1986 года. Вместо долларов и центов предложенная цена выражена в процентах к номинальной стоимости (цифры справа от запятой — это тридцать вторые доли). По предложенной цене видно, что дилеры были готовы заплатить $109\frac{15}{32}$ процента номинальной стоимости, или 1 093 437,50 доллара за вексель на 1 млн. долларов. Этот вексель продается с премией, по цене, превышающей стоимость на момент погашения. Если рыночная цена ниже, чем стоимость на момент погашения, то говорят, что ценная бумага продается с дисконтом.

Запрашиваемая цена определяет цену, по которой дилеры будут готовы продать среднесрочный вексель. Эта цена выше, чем предложенная цена, и равняется $109\frac{15}{32}$ процента, или 1 094 687,50 доллара за вексель в 1 млн. долларов. Дилеры покупают ценные бумаги и могут удерживать их на короткий период, прежде чем продавать, надеясь на прибыль от разброса¹, то есть от разницы между предложенной и запрашиваемой ценой. В нашем примере при покупке и продаже векселя в 1 млн. долларов разброс равен 1250 долларов. Кроме разброса, на доходы дилеров существенно влияет движение цен на ценные бумаги, поскольку дилеры являются собственниками портфелей ценных бумаг. Когда цены растут, дилеры от этого выигрывают; когда цены падают, они проигрывают. И, бывает, им приходится продавать ценные бумаги с убытком. Успешно действующие дилеры управляют своими запасами бумаг так, чтобы доходы заведомо превосходили убытки.

Колонка «изменение» (см. табл. 3.4) показывает изменение цены по отно-

¹ В русскоязычной экономической литературе часто используется термин «спред» (spread). Представляется более целесообразным воспользоваться привычным русским словом. — прим. ред.

шению к цене предложения ценных бумаг того же выпуска в предыдущий день. В нашем примере цена среднесрочного векселя упала на $2/32$, или на 625 долларов для ценных бумаг стоимостью в 1 млн. долларов.

Самая важная величина в дилерской котировке ценных бумаг федерального правительства — это доход. Здесь под доходом подразумевается доход на момент погашения среднесрочного векселя, купленного по запрашиваемой цене и удержанного до погашения. Показатель меняется день ото дня и отражает движение норм процента вверх и вниз. В нашем примере цена, равная 1 094 687,50 доллара, принесет покупателю суммарную потерю капитала в размере 94 687,50, если вексель будет удержан до погашения, потому что стоимость бумаги будет падать от теперешней рыночной стоимости до номинальной стоимости на момент погашения. На оставшиеся 3 года и 110 дней средняя стоимость этой инвестиции есть среднее между запрашиваемой ценой и стоимостью на момент погашения. Следующая формула дает приблизительную оценку дохода на момент погашения:

$$i = \frac{A + C}{(P + M)/2}, \quad (3.3)$$

где i — доход; A — годовые процентные выплаты; C — пропорциональный ежегодный доход или убыток (в данном случае — убыток, равный 94 587 долларов: $3,301 \text{ год} = 28\,684,34$); P — запрашиваемая цена; M — стоимость на момент погашения. Таким образом:

$$i = \frac{117\,500 + (-28\,684,34)}{(1\,094\,687,50 + 1\,000\,000)/2} = 8,48\%.$$

Оценка дохода в 8,48% не совсем точна. Она несколько отличается от котировки в газете (8,45%), поскольку уравнение 3.3 берет в расчет потери капитала, но не учитывает дополнительный доход, полученный от реинвестирования полугодовых процентных выплат. Задача этой приближенной формулы состоит в том, чтобы показать, как изменение цены ценных бумаг и дохода (или потери), ими приносимых, влияют на получаемый доход.

Изменения доходов. Существует фундаментальная зависимость между доходом от ценной бумаги и ее ценой. Если цена падает, то доход растет; если растет цена, то падает доход. Как уже было показано, рост цены выше номинала (стоимости на момент погашения) привел к падению дохода (11,75, май 1989 года). Если бы цена этого среднесрочного векселя упала ниже номинала, то доход на него вырос бы. В 1984 году, когда Казначейство продало этот вексель, преобладающая рыночная норма процента была равна его купонной ставке — 11,75. Так как Казначейство продает новые выпуски ценных бумаг по номиналу или близко к нему, то купонные ставки на среднесрочные векселя должны быть достаточно высоки, чтобы привлечь необходимое количество покупателей. В январе 1986 года, когда до истечения срока погашения бумаги оставалось три года и 110 дней, преобладающие рыночные нормы процента на трехгодичные ценные бумаги были ниже 11,75. Рост цены этого векселя понизил приносимый им доход так, что эта бумага стала не более привлекательна, чем другие ценные бумаги, включая новые выпуски с более низкими процентными ставками.

Поскольку небольшое изменение рыночной нормы процента приводит

Дилерская котировка. В табл. 3.4 показаны котировки на момент закрытия рынка 6 января 1986 года среднесрочных векселей Казначейства США (срок погашения — 1989 год).

Финансовые разделы крупных газет печатают полный список дилерских котировок. Федеральный Резервный банк Нью-Йорка подготавливает этот список, усредняя котировки, полученные от пяти крупнейших дилеров.

Кроме среднесрочных векселей с процентом $8\frac{3}{8}$ (декабрь 1989 г.) все векселя, погашаемые в 1989 году, продавались с премией, то есть по ценам, превышающим их стоимость на момент погашения. Это происходило из-за снижения ставки процента в период с 1981 по 1986 год. Первоначально эти ценные бумаги продавались по цене, близкой к номиналу, и их относительно высокая купонная ставка отражала высокий уровень рыночной нормы процента в то время.

Рассмотрим котировку в табл. 3.4 векселя с процентом $11\frac{3}{4}$ (май 1989 года). Казначейство продало эти среднесрочные векселя 5 марта 1984 года на общую сумму 6068 млн. долларов.

Купонная ставка равна $11\frac{3}{4}$. Это значит, что вексель на 1 млн. долларов принесет полугодовую прибыль 58 750 долларов, а за год прибыль составит 117 500 долларов, срок погашения для этого выпуска истекает 15 мая 1989 года. В газетах не печатается точная дата погашения, но обычно это — середина или последний день месяца. При погашении собственник казначейского среднесрочного векселя или облигации получает наличные деньги в размере, равном номинальной стоимости ценной бумаги. Например, лицо, обладающее облигацией на 1 млн. долларов, сдает эту облигацию в день погашения и взамен получает деньги.

Колонка «предложенная цена» в табл. 3.4 представляет ту цену, которую дилеры платили за этот среднесрочный вексель в момент прекращения деловых операций 6 января 1986 года. Вместо долларов и центов предложенная цена выражена в процентах к номинальной стоимости (цифры справа от запятой — это тридцать вторые доли). По предложенной цене видно, что дилеры были готовы заплатить $109\frac{11}{32}$ процента номинальной стоимости, или 1 093 437,50 доллара за вексель на 1 млн. долларов. Этот вексель продается с премией, по цене, превышающей стоимость на момент погашения. Если рыночная цена ниже, чем стоимость на момент погашения, то говорят, что ценная бумага продается с дисконтом.

Запрашиваемая цена определяет цену, по которой дилеры будут готовы продать среднесрочный вексель. Эта цена выше, чем предложенная цена, и равняется $109\frac{15}{32}$ процента, или 1 094 687,50 доллара за вексель в 1 млн. долларов. Дилеры покупают ценные бумаги и могут удерживать их на короткий период, прежде чем продавать, надеясь на прибыль от разброса, то есть от разницы между предложенной и запрашиваемой ценой. В нашем примере при покупке и продаже векселя в 1 млн. долларов разброс равен 1250 долларов. Кроме разброса, на доходы дилеров существенно влияет движение цен на ценные бумаги, поскольку дилеры являются собственниками портфелей ценных бумаг. Когда цены растут, дилеры от этого выигрывают; когда цены падают, они проигрывают. И, бывает, им приходится продавать ценные бумаги с убытком. Успешно действующие дилеры управляют своими запасами бумаг так, чтобы доходы заведомо превосходили убытки.

Колонка «изменение» (см. табл. 3.4) показывает изменение цены по отно-

¹ В русскоязычной экономической литературе часто используется термин «цена спроса». Это ставляется более целесообразным воспользоваться привычным русским словом. — прим. ред.

шению к цене предложения ценных бумаг того же выпуска в предыдущий день. В нашем примере цена среднесрочного векселя упала на $\frac{2}{32}$, или на 625 долларов для ценных бумаг стоимостью в 1 млн. долларов.

Самая важная величина в дилерской котировке ценных бумаг федерального правительства — это доход. Здесь под доходом подразумевается доход на момент погашения среднесрочного векселя, купленного по запрашиваемой цене и удержанного до погашения. Показатель меняется день ото дня и отражает движение норм процента вверх и вниз. В нашем примере цена, равная 1 094 687,50 доллара, принесет покупателю суммарную потерю капитала в размере 94 687,50, если вексель будет удержан до погашения, потому что стоимость бумаги будет падать от теперешней рыночной стоимости до номинальной стоимости на момент погашения. На оставшиеся 3 года и 110 дней средняя стоимость этой инвестиции есть среднее между запрашиваемой ценой и стоимостью на момент погашения. Следующая формула дает приблизительную оценку дохода на момент погашения:

$$i = \frac{A + C}{(P + M)/2}, \quad (3.3)$$

где i — доход; A — годовые процентные выплаты; C — пропорциональный ежегодный доход или убыток (в данном случае — убыток, равный 94 587 долларов: $3,301 \text{ год} = 28\,684,34$); P — запрашиваемая цена; M — стоимость на момент погашения. Таким образом:

$$i = \frac{117\,500 + (-28\,684,34)}{(1\,094\,687,50 + 1\,000\,000)/2} = 8,48\%.$$

Оценка дохода в 8,48% не совсем точна. Она несколько отличается от котировки в газете (8,45%), поскольку уравнение 3.3 берет в расчет потери капитала, но не учитывает дополнительный доход, полученный от реинвестирования полугодовых процентных выплат. Задача этой приближенной формулы состоит в том, чтобы показать, как изменение цены ценных бумаг и дохода (или потери), ими приносимых, влияют на получаемый доход.

Изменения доходов. Существует фундаментальная зависимость между доходом от ценной бумаги и ее ценой. Если цена падает, то доход растет; если растет цена, то падает доход. Как уже было показано, рост цены выше номинала (стоимости на момент погашения) привел к падению дохода (11,75, май 1989 года). Если бы цена этого среднесрочного векселя упала ниже номинала, то доход на него вырос бы. В 1984 году, когда Казначейство продало этот вексель, преобладающая рыночная норма процента была равна его купонной ставке — 11,75. Так как Казначейство продает новые выпуски ценных бумаг по номиналу или близко к нему, то купонные ставки на среднесрочные векселя должны быть достаточно высоки, чтобы привлечь необходимое количество покупателей. В январе 1986 года, когда до истечения срока погашения бумаги оставалось три года и 110 дней, преобладающие рыночные нормы процента на трехгодичные ценные бумаги были ниже 11,75. Рост цены этого векселя понизил приносимый им доход так, что эта бумага стала не более привлекательна, чем другие ценные бумаги, включая новые выпуски с более низкими процентными ставками.

Поскольку небольшое изменение рыночной нормы процента приводит

к относительно большому изменению цен на ценные бумаги федерального правительства, выпущенные в обращение, изменение доходов может быть измерено в неких очень малых единицах, которые называются базисными пунктами. Один базисный пункт равен одной сотой процента. Например, доход, изменяющийся от 11,11 до 11,12 процента, растет на один базисный пункт.

Эффекты колеблющихся норм процента. Падение цен на ценные бумаги, вызванное ростом процентных ставок, может породить некоторые проблемы для финансовых учреждений, в собственности которых находятся эти ценные бумаги, приобретенные в период, когда их цена была высока¹. Банк, купивший ценные бумаги, когда процентные ставки были низки, понесет убытки, если продаст их после поднятия норм процента. С 1981 по 1986 год снижение нормы процента позволяло финансовым учреждениям привлекать необходимые средства, продавая ценные бумаги. До 1981 года рост процентных ставок имел обратный эффект. В то время банки старались не продавать правительственные бумаги, избегая потерь капитала. Так как покупатели ценных бумаг не знают, в каком направлении будут изменяться нормы процента, они не могут избежать риска того, что цена на их ценные бумаги упадет. Этот тип риска называется процентным риском, так как он существует из-за возможности роста нормы процента. Он отличается от кредитного риска, то есть риска неплатежа по ссуде. Ценные бумаги федерального правительства США не несут в себе кредитного риска, однако с ними связан процентный риск, как, впрочем, и с любыми другими ценными бумагами.

Ценные бумаги с короткими сроками погашения имеют небольшой процентный риск, поскольку их цены незначительно понижаются при росте процентных ставок. Совсем по-другому дело обстоит с долгосрочными ценными бумагами. Когда растет норма процента, их цены резко падают, что свидетельствует о значительном риске, связанном с обладанием ценными бумагами с относительно низкими годовыми процентными выплатами в течение длительного периода времени. Формула дохода на момента погашения ценной бумаги (уравнение 3.3) иллюстрирует пропорциональность количеству лет величины прибыли или убытка капитала, вложенного в ценные бумаги с колеблющейся выше или ниже номинала ценой. Чтобы получить по долгосрочной ценной бумаге такой же ощутимый выигрыш, как и по краткосрочной, цена ценной бумаги, погашаемой в отдаленном будущем, должна упасть значительно больше, чем цена краткосрочной ценной бумаги.

Нерыночные ценные бумаги федерального правительства США

Основными типами нерыночных ценных бумаг правительства США, выпускаемых Государственным казначейством, являются сберегательные облигации, иностранные правительственные серии, серии правительственных счетов и серии местных органов власти и правительств штатов. Сберегательные облигации предназначены для продажи частным лицам, а не финансовым учреждениям. Хотя они и не могут быть проданы или переданы другому лицу, их можно погасить и получить наличные деньги до истечения срока погашения. Продажу и погашение сберегательных облигаций проводят для Казначейства

¹ Федеральный закон о налогообложении несколько упрощает решение поставленных проблем. Он поощряет банки продавать ценные бумаги с убытком, по низким ценам. Для всех ценных бумаг, кроме казначейских векселей, убытки от продажи в любом году с учетом всех выигранных полностью вычитаются из ~~этого года~~ при налогообложении. — ~~фед. зап.~~

коммерческие банки, корпорации, а также некоторые сберегательные учреждения и почтовые конторы.

Сберегательные облигации серии ЕЕ — это облигации с повышающейся стоимостью. Процент по ним платится только при погашении в размере, равном разности цены, по которой эти ценные бумаги были проданы, и стоимостью на момент погашения. По прошествии шести месяцев с момента выпуска они могут быть погашены в любой момент. С 1982 года Казначейство продает облигации серии ЕЕ со сроками погашения 10 лет, номиналами от 50 долларов до 10 000 долларов по цене, равной половине стоимости на момент погашения. Один инвестор имеет право в течение года приобрести такие облигации на сумму не более 15 000 долларов (цена при покупке).

Во время второй мировой войны процент, выплачиваемый при погашении сберегательных облигаций, был невелик и составлял всего 2,9%. Начиная с 1952 года, нормы процента периодически повышались, но зачастую они были ниже рыночных процентных ставок. С 1982 года облигации ЕЕ, сохраняемые на руках в течение пяти лет, стали давать право на получение плавающего, основанного на рыночных условиях, процента с минимальной ставкой, равной 7,5% в год. Этот рыночный процент составляет 85% среднего дохода на пятилетние рыночные векселя Казначейства в период, когда сберегательная облигация находится на руках владельца. В 1986 году минимальный уровень был понижен до шести процентов. Выплата федеральных налогов на накопленный процент может производиться регулярно или откладываться до погашения облигации. Это делает облигации серии ЕЕ привлекательными для людей, ожидающих выхода на пенсию или задумывающихся о составлении завешания.

Переход от фиксированного к рыночному проценту на сберегательные облигации выгоден тем людям, которые могут приобрести только облигации с небольшим номиналом. Они могут получить прибыль, сравнимую с прибылью людей, покупающих, например, на тысячу долларов рыночные ценные бумаги Государственного Казначейства. Кроме этого, инструмент начисления рыночных процентов защищает инвесторов от потерь в случае роста номинальных процентных ставок. Когда по облигациям серии ЕЕ уплачивались фиксированные проценты, то инфляционный рост рыночных процентных ставок приносил выгоду правительству за счет собственников облигаций. Так как номинальные ставки процента обычно колеблются вместе с уровнем инфляции, то переход к рыночным процентам индексирует норму прибыли от облигаций по отношению к уровню инфляции. Это помогает обеспечить покупателям получение реальной прибыли независимо от уровня инфляции.

С 1982 года Казначейство выпускает сберегательные облигации серии НН только в обмен на облигации серии ЕЕ или на другие типы ранее выпущенных облигаций и среднесрочных векселей. Облигации НН выпускаются номиналом от 500 долларов до 10 000 долларов со сроком погашения в 10 лет. Эти облигации являются ценными бумагами с текущим доходом; процент по ним выплачивается каждые полгода в форме чека. В 1982 году этот процент был равен 7,5%, а в 1986 году он был понижен до 6%.

Начиная с 1962 года, Казначейство продавало нерыночные ценные бумаги, называемые иностранными правительственными сериями иностранных правительств и финансовых органов. Продажа ценных бумаг этого типа — это одна из попыток контролировать иностранные обменные валютные курсы и приспосабливаться к дефициту платежного баланса. Правительство США надеялось, что высоколиквидные доллары, накопленные иностранными правительствами, будут замещены менее ликвидными ценными бумагами. В последние

годы держатели погасили многие из этих ценных бумаг, каковых осталось в обращении на сумму только лишь 4,1 млрд. долларов (на сентябрь 1986 года).

Ценные бумаги серий правительственных счетов продаются только федеральным агентствам и траст-фондам. В основном накопления этих ценных бумаг сосредоточены в Федеральном Пенсионном Фонде, Федеральном фонде страхования лиц пожилого возраста, Федеральном траст-фонде медицинской помощи, Дорожном траст-фонде, Фонде Национальной службы страхования жизни, Фонде помощи инвалидам. По закону многие федеральные агентства и траст-фонды обязаны инвестировать все свои средства в ценные бумаги федерального правительства США. Хотя они и имеют право покупать рыночные ценные бумаги, большинство средств они стараются концентрировать в ценных бумагах серий правительственных счетов. Федеральные агентства и траст-фонды могут погашать эти ценные бумаги в любой момент, когда им требуется наличность. В некоторых случаях купонная ставка по этим ценным бумагам зависит от среднего процента, выплачиваемого Казначейством по процентному долгу. В других случаях процент регулируется законом.

Нерыночные ценные бумаги серий местных органов власти впервые появились в 1972 году, с 1980 года их количество резко возросло — на сентябрь 1986 года этих ценных бумаг было выпущено на сумму 102 млрд. долларов. Правительства штатов и органы местного самоуправления могут получать значительную выгоду, временно инвестируя средства, полученные от продажи их собственных, не облагаемых налогом, ценных бумаг, поскольку по сериям местных органов власти выплачивается больший процент, чем по муниципальным ценным бумагам. Таким образом может осуществляться федеральная помощь штатам и местным правительственным органам.

МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ

Муниципальные облигации включают в себя ценные бумаги, выпущенные штатами, городами, округами, маленькими городами, школьными районами и органами управления платными автодорогами. Более чем 91 000 различных органов власти продают облигации для финансирования своих проектов — таких как строительство школ и других общественных зданий, инфраструктуры и жилья.

В 1983 году совокупный долг правительств штатов и местных органов власти был равен 455 млрд. долларов. Рынок муниципальных облигаций по своему размеру уступает только рынку ценных бумаг федерального правительства США.

Рынки муниципальных облигаций в силу существующих различий между ценными бумагами федерального правительства и муниципальными ценными бумагами контролируют процесс выпуска муниципальных ценных бумаг и облигаций корпораций. Основой деятельности инвестиционных банков является подписка на выпуски ценных бумаг. Они покупают ценные бумаги у правительств штатов, местных властей и корпораций по гарантированным ценам для перепродажи инвесторам. Подписка включает в себе некоторый риск, потому что никто не может гарантировать инвестиционному банку, что он сможет перепродать ценные бумаги по цене, по меньшей мере равной той, которую они сами уплатили продавцам. Два и более инвестиционных банка могут осуществлять подписку: они могут пригласить другие банки для участия в сбыте.

Как и в случае с ценными бумагами федерального правительства, рынок,

состоящий из инвестиционных банков, скупающих новые выпуски, называется первичным рынком. Рынок выпусков, уже находящихся в обращении, — это вторичный, или торговый рынок. Торговый рынок муниципальных ценных бумаг состоит из нескольких сот дилеров (которыми, в основном, являются банки) и небольшого числа брокеров. Муниципальный Совет Управляющих, учрежденный в соответствии с поправкой к Закону о ценных бумагах от 1975 года, регулирует функционирование этого рынка.

Характеристики муниципальных облигаций.

Муниципальные облигации обычно выпускаются номиналами не менее 5000 долларов. По большинству из них выплачивается полугодовой процент (до прилагаемым купонам). Доход от муниципальных облигаций не облагается федеральным подоходным налогом, что делает эти ценные бумаги особенно привлекательными для людей из групп с высоким уровнем жизни. Например, инвестор из категории налогоплательщиков, подпадающих под 50-процентное налогообложение, получит по 75% муниципальной облигации доход, равный облагаемому налогом доходу в 14%.

Когда в 1986 году был принят закон о налоговой реформе и предельный подоходный налог был снижен, муниципальные облигации потеряли популярность среди людей с высокими доходами. Если, например, налоговая категория лица сместилась от 50% до 35%, то доход по 7% муниципальной облигации соответствует налогооблагаемому доходу, равному всего лишь 10,8%. Процент по муниципальным облигациям выглядит более привлекательно, если брать в расчет свободу от налогов, хотя рыночные ставки по муниципальным ценным бумагам ниже, чем по облигациям корпораций и облигациям Государственного казначейства. Однако, по сравнению с казначейскими облигациями и облигациями корпораций, большинство муниципальных облигаций недостаточно ликвидно, что связано с неясностью их ценовых котировок и неразвитостью рынка.

Раньше большинство муниципальных облигаций имело значительные сроки погашения. В последние годы многие правительственные учреждения стали выпускать облигации с меньшими сроками, потому что инвесторы считали высокими и кредитный, и процентный риск этих ценных бумаг. Муниципальные ценные бумаги со сроком погашения менее одного года иногда называются «свободными от налогов коммерческими бумагами».

Муниципальные облигации обычно имеют рейтинги, закрепленные за ними агентствами по рейтингу облигаций. Агентство «Standard and Poor's» обозначает разнѣе категории облигаций буквами AAA, AA, A или BBB. Агентство «Moody's» обозначает рейтинговые уровни буквами Aaa, Aa, A и Baa. Рейтинг помогает инвестору в выборе облигаций. Он отражает диверсифицированность промышленности и стабильность занятости в регионе, величину его совокупного долга. Мнения официальных экспертов теперь печатаются на оборотной стороне муниципальных облигаций; там также объясняются юридические основы метода финансирования, количество выпущенных облигаций, цели и условия контракта. Эти пояснения помогают протрабаться через частокол правительственных и местных ограничений и запретов.

Некоторые муниципальные ценные бумаги могут быть выкуплены до истечения срока погашения. Эмитент предпримет эту операцию, если нормы процента упадут до относительно низкого уровня. Банки не любят, когда эмитенты используют предварительную дату, поскольку возможно, что в результате банкам придется ссудить полученные от эмитентов деньги под более низкие проценты.

Муниципальные ценные бумаги, полностью обеспеченные налогами местного органа, их выпустившего, носят название общих облигаций. Эмитенты облигаций, обеспеченных доходом от определенного объекта, выплачивают долг и проценты по ним целиком из прибыли проекта, который финансируется этим выпуском, — например, из сборов, взимаемых на платных автодорогах. Общие облигации обеспечены гораздо более широким спектром активов, чем облигации, обеспеченные доходом от определенного объекта. Однако условия выпуска облигаций, обеспеченных доходом от определенного объекта, обычно ограничивают величину допустимого долга эмитента, в то время как владелец общей облигации не может с уверенностью обладать такой информацией. Новые жилищные облигации — это свободные от налогов муниципальные облигации, выпущенные местными жилищными агентствами, но обеспеченные федеральными ресурсами.

Целевые муниципальные облигации

Традиционно выпуски муниципальных облигаций предназначаются для финансирования общественных проектов. Однако, с конца 70-х годов, свободные от налогов целевые муниципальные облигации стали выпускаться для финансирования частных предприятий — таких как аренда жилья, строительство частных домов, студенческие займы, сооружение электростанций, прокладка автомобильных линий, контроль за загрязнением окружающей среды, эксплуатация аэропортов и культурных центров, а также ряда частных бесприбыльных организаций, как, например, больницы. Предложение этого вида ценных бумаг выросло с 6,8 млрд. долларов в 1975 году до 49,3 млрд. долларов в 1983 году¹. В 1983 году 36% облигаций этого вида были выпущены для финансирования жилищного строительства, а 43% были облигациями промышленного развития (ОПР).

Целевые муниципальные облигации выгодны предпринимателям, получающим денежные средства путем выпуска облигаций с процентным доходом, который несколько ниже, чем обеспеченный рыночными процентными ставками ценных бумаг. Они небезвыгодны и инвесторам, которые получают доход, свободный от подоходного налога. В результате федеральное правительство субсидирует как предпринимателей, так и инвесторов.

Спрос на этот способ финансирования, особенно развитый в жилищном строительстве, был искусственно ограничен постановкой ряда условий. Эти средства распределялись только среди людей, впервые покупавших дома. Размеры индивидуальных займов и совокупное количество этих займов были также ограничены, и федеральное правительство лимитировало разброс между нормой процента, уплачиваемого предпринимателям, и нормой процента, выплачиваемого инвесторам.

Неуплата по муниципальным облигациям

Со второй мировой войны до середины 70-х годов у местных органов самоуправления почти не было трудностей в выплате процентов и погашении своих задолженностей (за исключением транспортных займов в Западной Вирджинии и Чикаго). Однако в 1975 году рынок муниципальных ценных бумаг перенес суровый удар, когда город Нью-Йорк столкнулся с серьезными

¹ Laura S. Rubin, «Recent Developments in the State and Local Government Sector», Federal Reserve Bulletin, November 1984, pp. 791—801.

финансовыми трудностями. Два главных банка Нью-Йорка отказались давать займы городу без предварительного предоставления информации об ожидаемых доходах, и группа банкиров потребовала экспертизы, которая должна была выяснить, не превышает ли город свои финансовые полномочия. Городские власти обвинили банки в распространении заведомо необъективной информации, беспрецедентно завышенных требованиях и, как следствие, увеличении своими действиями количества городских финансовых проблем. Поскольку банки по всей стране имели в тот момент ценные бумаги Нью-Йоркского муниципалитета, а семь крупнейших банков Нью-Йорка держали этих ценных бумаг на сумму 1,25 млрд. долларов (9% всего выпуска), Федеральная Резервная Система разработала планы на случай неуплаты муниципального долга. Банкам-нечленам ФРС было позволено пользоваться кредитами под процент, на 3% больший, чем тот, который существовал для банков-членов ФРС. Кроме этого, банки получили разрешение на то, чтобы в шестимесячный срок понизить банковскую оценку всех ценных бумаг Нью-Йоркского муниципалитета, являвшихся активами этих банков.

В 1975—1976 годах Нью-Йорк избежал банкротства с помощью федерального займа, обновления (по низкому проценту) группой банков среднесрочных векселей, покупки ценных бумаг пенсионной системой городских учителей, роста налогов, урезаний бюджета, введения штатом моратория на погашение среднесрочных векселей, а также ряда других мер. Хотя такие города, как Филадельфия, Бостон, Детройт, Буффало, Кливленд, Чикаго и некоторые другие, также испытывали определенные финансовые трудности, однако серьезных последствий им удалось избежать.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОРПОРАЦИЙ

Частные корпорации привлекают необходимые средства, продавая ценные бумаги так же, как это делают правительственные органы. Ценные бумаги корпораций делятся на три основные категории: облигации корпораций, акции корпораций и коммерческие бумаги.

Облигации корпораций

Облигации корпораций обладают теми же основными характеристиками, что и казначейские или муниципальные облигации — разница лишь в том, что эти ценные бумаги выпускаются не правительственными органами, а частными корпорациями. Они имеют сроки погашения и фиксированные выплаты по процентам, и доходы по ним на момент погашения варьируются в зависимости от изменений их цены. Установленный срок погашения обычно находится в пределах от десяти до тридцати лет. Покупатели облигаций — это важный источник финансирования деятельности корпораций, особенно для предприятий общественного пользования. Облигации крупных корпораций, для которых характерна финансовая стабильность, имеют очень небольшой риск неуплаты, однако этот маленький кредитный риск все же удерживает средние доходы по этим ценным бумагам на уровне, более высоком, чем доходы по казначейским облигациям. Некоторые облигации крупных корпораций, называемые долговыми обязательствами (*debentures*), представляют собой общие обязательства выпускающей их компании. Обязательства же, обеспеченные особыми физическими активами, называются облигациями, обеспеченными залогом под недвижимость.

Акции корпораций

Акции корпораций коренным образом отличаются от ценных бумаг федерального правительства США, муниципальных облигаций или облигаций корпораций. Акция означает, что ее собственник обладает правом собственности на соответствующую часть капитала корпорации. У акций нет срока погашения и по ним не производится обязательная периодическая выплата денег их владельцам. Собственник акции получает дивиденд только в том случае, если директоры компании декларируют этот дивиденд. Владельцы акций обладают правом голоса при решении вопросов, связанных с управлением предприятием.

Коммерческие бумаги

Корпорации выпускают важный вид краткосрочных ценных бумаг, называемых коммерческими бумагами. Несмотря на то, что эти ценные бумаги имели обширное хождение в двадцатые годы, их популярность резко упала во время Великой Депрессии и в годы второй мировой войны.

Коммерческие бумаги представляют собой несобеспеченный долг, поэтому только компании с солидным кредитным авторитетом могут привлекать средства таким образом. Чтобы увеличивать свои фонды этим способом, некоторым фирмам приходится обеспечивать свои обязательства банковскими кредитными линиями и кредитными письмами и иногда — гарантиями страховых компаний. Коммерческие бумаги в основном выпускаются промышленными корпорациями, финансовыми фирмами (финансовыми компаниями, ссудо-сберегательными ассоциациями, ипотечными банками), общественными предприятиями и банковскими холдинг-компаниями. Некоторые небольшие компании начали объединяться, чтобы выпускать коммерческие бумаги, с целью получения денежных средств с меньшими издержками по сравнению с банковским процентом.

Обычно коммерческие бумаги погашаются через 45 дней после выпуска или ранее. Чтобы избежать регистрационных требований Комиссии по ценным бумагам и биржам, срок погашения должен быть меньше 9 месяцев. Коммерческие бумаги обычно имеют номиналы 50 000, 100 000, 250 000 и 1 000 000 долларов, хотя некоторые компании выпускают коммерческие бумаги номиналом и в 25 000 долларов. Коммерческие бумаги могут продаваться как с дисконтом, так и с определенным процентом.

Эмитенты продают почти половину (в стоимостном выражении) коммерческих бумаг непосредственно покупателям, используя банки и сбытовые организации в качестве агентов при продаже. Финансовые компании, а также большие и средние банковские холдинг-компании выпускают большую часть этих так называемых прямых бумаг (direct papers).

Эмитенты продают также дилерские бумаги (dealer papers), в основном дилерам, для последующей перепродажи покупателям по несколько более высокой цене. Удерживая бумагу, дилер берет на себя определенный риск, поэтому он может требовать, чтобы выпускающая ценные бумаги компания имела кредитную линию в коммерческом банке, равную по объему совокупному объему выпуска.

Промышленные корпорации не только занимают деньги на рынке коммерческих бумаг. В истории экономики США известны моменты, когда им принадлежало до 60% всех таких бумаг, выпущенных в обращение. Коммерческие бумаги как способ краткосрочного привлечения денежных средств успешно конкурируют с депозитными сертификатами и казначейскими векселями.

Покупатели коммерческих бумаг время от времени получают напоминания о связанном с этими ценными бумагами риске. В 1970 году, например, «Пенн Централ» обанкротилась, когда в обращении было на 100 млн. долларов ее коммерческих бумаг. Фирмы «Standard & Poore», «Fitch Investors Service», «Crisanti», «Maffei, Inc» и другие проводят рейтинг большинства коммерческих бумаг. Одни берут за это деньги с покупателей, другие — с эмитентов.

ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ТЕКУЩУЮ СТОИМОСТЬ ЦЕННОЙ БУМАГИ

Формулы, которые мы представили для исчисления ставки по векселям и дохода по ценным бумагам, служат для вычисления нормы прибыли, приносимой ценной бумагой при заданных цене и сроке погашения. Существуют также важные формулы для вычисления цены или текущей стоимости ценной бумаги. Какую цену, например, вы согласитесь уплатить за облигацию номиналом 1000 долларов, с купонной ставкой 8% и сроком погашения 12 лет? Что определяет цену, которую вы платите за акцию корпорации?

Текущая стоимость ценной бумаги со сроком погашения в 1 год

Рассмотрим для начала очень простой случай — текущую стоимость ценной бумаги, погашаемой через год без всяких процентных платежей. Уравнение 3.4 — это формула текущей стоимости такой ценной бумаги:

$$P = \frac{M}{1 + i}, \quad (3.4)$$

где P — текущая стоимость, M — стоимость на момент погашения; i — ставка процента в виде десятичной дроби. Эта формула выводится из основных характеристик одногодичного займа — количество денег, выплачиваемое при погашении, равно произведению занятых денег на сумму единицы и процента, выраженного десятичной дробью. Как показывает уравнение 3.4, количество денег, которое потенциальные покупатели могут заплатить за обещание выплатить им обратно некоторую сумму денег через год (т. е. стоимость на момент погашения), зависит от нормы процента. Поэтому покупатель заинтересуется процентными ставками аналогичных ценных бумаг с таким же кредитным риском. Если средняя ставка по таким ценным бумагам равна, например, 8%, то покупатель будет согласен заплатить сейчас только 92,59 доллара за ценную бумагу, которая через год будет стоить 100 долларов.

$$P = \frac{100 \text{ долларов}}{1.08} = 92,59 \text{ доллара.}$$

Чем выше норма процента, тем больше разрыв между текущей стоимостью ценной бумаги и ее стоимостью на момент погашения. При ставке, равной 9% (рассчитанной на основе процентных ставок всех альтернативных инвестиций этого типа), текущая стоимость будет равна всего 91,74 доллара.

Текущая стоимость ценных бумаг с многолетним сроком погашения

Если ценная бумага представляет собой обязательство уплатить ее владельцу определенную сумму денег через два года после выпуска (допуская отсутствие периодических выплат по процентам), то формула для расчета текущей стоимости такова:

$$P = \frac{M}{(1+i)^2} \quad (3.5)$$

Если процент равен 8%, то покупатель заплатит 85,76 доллара за ценную бумагу, стоимость которой через 2 года будет 100 долларов. Двухгодичная ценная бумага должна быть дешевле одногодичной, чтобы обеспечить собственнику эквивалентную норму прибыли.

$$P = \frac{100 \text{ долларов}}{1,166} = 85,76 \text{ доллара.}$$

Формула для расчета текущей стоимости ценной бумаги, удерживаемой в течение n лет при отсутствии периодических выплат по процентам, выглядит следующим образом:

$$P = \frac{M}{(1+i)^n} \quad (3.6)$$

В отличие от тех ценных бумаг, которые описаны уравнениями 3.4, 3.5, 3.6, по многим ценным бумагам их владельцы получают периодические фиксированные процентные выплаты помимо их стоимости на момент погашения. Цены этих ценных бумаг отражают не только их стоимость на момент погашения, но и величину процентных выплат. Для такой ценной бумаги, имеющей срок погашения, равный n лет, и периодичность процентных выплат один раз в год, формула имеет следующий вид:

$$P = \frac{A}{(1+i)} + \frac{A}{(1+i)^2} + \frac{A}{(1+i)^3} + \dots + \frac{A}{(1+i)^n} + \frac{M}{(1+i)^n},$$

где A — ежегодная процентная выплата.

При ставке, равной 8% и сроке погашения 3 года, ежегодной процентной выплате 6 долларов и стоимости на момент погашения, равной 100 долларов, имеем:

$$\begin{aligned} P &= \frac{6 \text{ долларов}}{1,08} + \frac{6 \text{ долларов}}{1,166} + \frac{6 \text{ долларов}}{1,260} + \frac{100 \text{ долларов}}{1,260} = \\ &= 5,56 \text{ доллара} + 5,15 \text{ доллара} + 4,76 \text{ доллара} + 79,37 \text{ доллара} = \\ &= 94,84 \text{ доллара.} \end{aligned} \quad (3.7)$$

В этой формуле чем меньше ежегодные выплаты по процентам, тем ниже предложенная цена облигации. Если бы ежегодная выплата в только что рассмотренном примере была равна 5 долларам, то предложенная цена была бы равна всего 92,26 доллара. Процент, выплачиваемый чаще, чем раз в год, и предложенная цена, исчисляемая ранее даты купонных платежей, требуют

для расчета текущей стоимости ценной бумаги такого типа привлечения более сложных формул.

В этих формулах важнейшими источниками неопределенности является *норма процента*. Отметим, что платежи по процентам и стоимость на момент погашения облигации в этом случае остаются постоянными. При индивидуальной покупке облигаций норма процента, определяющая цену ценной бумаги, зависит от процентных ставок альтернативных инвестиций в аналогичные облигации. Покупатель ожидает, что получит ту же норму прибыли, какую могут дать другие инвестиции. Ставка процента на рынке отражает ожидаемые ставки процента множества кредиторов и заемщиков.

Ожидаемая норма процента зависит от основной реальной нормы процента, которая существует для инвестиций с минимальным риском, от премии за кредитный риск, от ожидаемого уровня инфляции и от срока погашения ценной бумаги. Неопределенность проистекает из возможности расхождения между ожидаемым показателем инфляции и ее реальным уровнем в будущем. Если в будущем инфляция будет больше, чем ожидалось, то кредиторы проигрывают, а заемщики выиграют; если инфляция будет меньше, чем ожидалось, то выигрывают кредиторы, а заемщики проигрывают.

Текущая стоимость акций

Формула цены акций совпадает с формулой 3.7 для облигаций. Цена акции зависит от трех факторов: дивидендов, выплачиваемых ежегодно, продажной цены акции и нормы процента для дисконтирования. Выплаты по дивиденду занимают место выплат по процентам в уравнении 3.7, а продажная цена акции занимает место стоимости на момент погашения облигации. Однако неопределенность стоимости акций превышает неопределенность стоимости облигаций. Для случая с акциями эти три фактора не определены, в то время как у облигаций неопределенность фигурирует только в норме процента.

При отсутствии изменений в ожидаемых дивидендах и продажных ценах акций рост ожидаемых процентных ставок приводит к росту цен акций. В качестве доказательства наличия такой зависимости можно воспользоваться примером рынка ценных бумаг 1983 года. Здесь цены на акции резко возросли после резкого падения процентных ставок.

Изменения кривых дохода

Существуют три основные теории, ставящие своей задачей объяснение формы кривых дохода. Одна из них, теория ожиданий, утверждает, что долгосрочные процентные ставки равны среднему геометрическому ожидаемых будущих краткосрочных процентных ставок. Вторая, теория предпочтения ликвидности, считает, что долгосрочные выпуски должны приносить более высокий реальный процент прибыли, чем краткосрочные ценные бумаги, поскольку инвесторы предпочитают более ликвидные активы менее ликвидным. Третья теория кривой дохода, теория сегментации рынка, утверждает, что спрос и предложение денежных средств в каждом сегменте кривой дохода определяет совокупную кривую дохода, поскольку кредиторы и заемщики остаются верными своим сложившимся предпочтениям.

Теория ожиданий. В соответствии с теорией ожиданий кривая дохода шла вверх в сентябре и декабре 1985 года вследствие медленного и постепенного

экономического подъема. Это наталкивало хозяйственных агентов на мысль о том, что следует ожидать роста процентных ставок. В результате заемщики пытались получить ссуды в основном по долгосрочным контрактам, что могло привести к росту долгосрочных ставок. Кредиторы же, с другой стороны, стремились к краткосрочным займам, также ожидая роста процентной ставки. Подобная ситуация оказывает давление на ставки сверху. Сочетание влияния, оказанного давлением снизу на долгосрочные ставки, и влияния, оказанного давлением сверху на краткосрочные ставки, приводит к тому, что кривая дохода имеет положительный наклон.

Согласно теории ожиданий, отрицательно наклоненная кривая дохода от 30 июня 1981 года есть результат экономического оживления и высоких процентных ставок в то время. Относительно высокие процентные ставки настигли хозяйственных агентов на ожидание их скорого падения. Если заемщики считают, что в будущем ставки будут ниже, чем в настоящее время, то они стремятся брать в долг на непродолжительное время, что приводит к повышению краткосрочных ставок. Кредиторы, с другой стороны, стараются поместить свои средства на продолжительный период времени, что понижает долгосрочные ставки. Если краткосрочные ставки выше долгосрочных, то это означает, что люди считают краткосрочные ценные бумаги подверженными большему риску, чем долгосрочные. Поскольку процентные ставки в будущем могут упасть, покупка краткосрочных ценных бумаг становится более рискованной, чем покупка долгосрочных ценных бумаг. К моменту погашения краткосрочной ценной бумаги доходы по ценным бумагам на рынке могут быть очень непривлекательными.

«Горбатая» кривая дохода февраля 1982 года показывает, что ожидания на ближайшее будущее отличаются от долгосрочных ожиданий. Рост кривой на промежутке от 1982 года до 1984 года типичен для периода спада, когда хозяйственные агенты ожидают, что процентные ставки в будущем возрастут. После 1984 года кривая имеет отрицательный наклон — скрещивается всего, потому, что процентные ставки оставались высокими, несмотря на продолжающийся экономический спад. Хозяйственные агенты в этот момент ожидали, что ставки будут снижаться постепенно или оставаться на том же уровне.

Согласно теории ожиданий, различные процентные ставки данной кривой дохода равны среднему геометрическому текущей и краткосрочной процентной ставки. Например, если текущая годовичная процентная ставка равна 10%, а годовичная ставка, ожидаемая в следующем году, равна 12%, то текущая процентная ставка по двухгодичным ценным бумагам будет близка к 11%. Так происходит потому, что инвесторы могут выбирать между покупкой двухгодичной ценной бумаги и покупкой годовичной ценной бумаги с последующим немедленным реинвестированием денег в аналогичную ценную бумагу. Хотя инвесторы и не знают, каков будет доход по годовичным ценным бумагам через год, они попытаются максимизировать полученную за этот период прибыль, основываясь на принимаемых ими решениях на своих ожиданиях. Если доход от двухгодичного выпуска не равен ожидаемому доходу от двух (последовательных) годовичных выпусков, то инвесторы могут «заставить» их «сдвигаться» в сторону равенства путем перераспределения денег между этими выпусками.

В соответствии с этой теорией, кривая дохода, имеющая отрицательный наклон, отражает предвидение инвесторами понижения процентных ставок в будущем, а кривая, направленная вверх, есть признак того, что инвесторы предвидят повышение процентных ставок. То обстоятельство, что кривая дохода обычно имеет положительный наклон, когда норма процента от-

поситительно невелика, как представляется, подтверждает теорию ожиданий, поскольку в этой ситуации инвесторы действительно должны ожидать роста ставок. Когда норма процента относительно высока, отрицательный наклон кривой также вполне объясним с точки зрения этой теории, поскольку резонно ожидать, что инвесторы будут предвидеть падение норм процента в будущем.

Теория предпочтения ликвидности. Анализ поведения кривых дохода обычно сочетает в себе принципы теории ожиданий и теории предпочтения ликвидности. Если полагаться исключительно на теорию ожиданий, то можно предположить, что кривая дохода равновероятно имеет как отрицательный, так и положительный наклон. На самом же деле кривые дохода имеют положительный наклон гораздо чаще, чем отрицательный. Причина этого объясняется теорией предпочтения ликвидности.

Согласно этой теории, инвесторы предпочитают краткосрочные ценные бумаги долгосрочным, поскольку краткосрочные займы сопряжены с меньшим процентным риском. Поэтому инвесторы требуют большей ожидаемой прибыли по долгосрочным ценным бумагам в качестве премии за риск. Как уже объяснялось в этой главе, процентный риск изменяется в зависимости от срока погашения данной бумаги, поскольку, в случае общего подъема норм процента, цены на долгосрочные ценные бумаги падают в большей степени, чем цены на краткосрочные ценные бумаги.

Кроме того, заемщики выплачивают большие по величине проценты по долгосрочным кредитам. Осуществляя долгосрочные займы, предприятия и правительственные органы могут избежать многих издержек, связанных с регистрацией, рекламой и административными процедурами, а также с необходимостью рефинансирования. Кроме того, фирмам часто требуются долгосрочные займы для реализации капитальных проектов. Когда ожидается рост процентных ставок, предпочтение ликвидности заставляет кривую дохода двигаться вверх более круто, чем при отсутствии подобного мотива. С другой стороны, при ожидании падения нормы процента, кривая идет вниз более плавно, что также связано с предпочтением ликвидности.

Теория сегментации рынка. Теория сегментации рынка рассматривает рынок правительственных ценных бумаг как совокупность четко разграниченных друг от друга самостоятельных субрынков ценных бумаг со сроками погашения, наиболее привлекательными для совершенно определенных конкретных финансовых институтов, причем это деление основывается на разной степени риска, соответствующего различным срокам погашения. Так, в соответствии с теорией сегментации рынка, коммерческие банки должны инвестировать денежные средства главным образом в краткосрочные ценные бумаги, в то время как страховые компании и пенсионные фонды предпочитают долгосрочные ценные бумаги, приносящие больший доход. В результате доходы, сопряженные с различиями в сроках погашения, зависят от условий спроса и предложения на каждом субрынке. Так, в завершающей фазе циклического экономического подъема, когда все испытывают нужду в деньгах, коммерческие банки могут, например, продавать краткосрочные федеральные ценные бумаги, чтобы удовлетворить спрос на банковские займы. Это снизит цену на краткосрочные ценные бумаги и увеличит их доходы, временно сделав эти доходы большими, чем у долгосрочных бумаг.

НОВОВВЕДЕНИЯ НА РЫНКАХ ЦЕННЫХ БУМАГ

В этой главе мы рассказали об основных традиционных типах ценных бумаг: векселях федерального правительства, среднесрочных векселях и облигациях; о муниципальных облигациях, облигациях корпораций, акциях и коммерческих бумагах. Финансовые рынки, активно сотрудничая с правительством, создали целый ряд ценных бумаг инновационного типа.

Облигации с нулевым купоном

Традиционно краткосрочные векселя правительства продавались с дисконтом, в то время как по долгосрочным выпускам производились периодические процентные платежи, получившие название купонов. В некоторых случаях, однако, инвесторы предпочитают купить долгосрочные ценные бумаги с дисконтом без купонных платежей. Такие ценные бумаги уменьшают риск, существующий при реинвестировании периодических выплат при неопределенных нормах процента, а в определенных обстоятельствах приносят и некоторые налоговые преимущества.

В начале восьмидесятых годов брокерские фирмы начали покупать выпуски ценных бумаг Казначейства и продавать отдельно индивидуальным инвесторам права на получение будущих платежей, причитающихся владельцам ценных бумаг. Например, теперь один покупатель может купить право на получение купонного платежа в 10 000 долларов в ноябре 1994 г., другой может купить право получения аналогичного платежа в мае 1995 г., и так далее. Эти ценные бумаги продаются с большим дисконтом. Например, в 1986 г. всего за 365 долларов можно было купить платеж в 1000 долларов, приходящийся на 1998 г. Таким образом, брокеры создали новый тип ценных бумаг — ценные бумаги с нулевым купоном.

Ценные бумаги с нулевым купоном завоевали популярность среди инвесторов. В 1985 году Казначейство начало осуществлять программу STRIPS (Раздельная Продажа Процента и Номинала Ценных Бумаж). Эта программа обеспечивает возможности для раздельной торговли ценными бумагами с нулевым купоном без привлечения посредников — брокеров, создающих искусственные, производные от эмитированных, ценные бумаги.

Ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью

В частном секторе количество ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью, резко выросло. Традиционно банки и сберегательные учреждения увеличивали уровень ликвидности в экономике, принимая краткосрочные депозиты и выдавая ссуды, включая ссуды, обеспеченные недвижимостью и основанные на поступлениях по закладным. Выступая держателем диверсифицированного портфеля ссуд, банк добивается «рассеивания» риска. Другой способ добиться большего уровня ликвидности и рассеять риск заключается в создании общего фонда закладных и выпуске ценных бумаг, обеспеченных этими закладными, причем выпущенные ценные бумаги в этом случае продаются банкам и некоторым другим инвесторам. В этом случае инвесторы получают право лишь на долю процентных выплат, а также на долю выплат номиналов по закладным. Инвесторы могут приобрести ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, в сравнительно небольших количествах. В этой ситуации кредитный риск распределяется среди всех покупателей этих ценных бумаг, обеспеченных совершенно

определенным фондом зкладных. Если же некое правительственное агентство, например, такое как Национальная Правительственная Залоговая Ассоциация, выступит в качестве гаранта по залогам, то кредитный риск уменьшается в еще большей степени.

Банки и ссудо-сберегательные институты продолжают обслуживать залог, собирая причитающиеся платежи и передавая поступления держателям ценных бумаг, взимая с последних определенное вознаграждение. Оно в гораздо большей степени, чем разброс (spread) между процентной ставкой по вкладам и ставкой по зкладным, становится действительным источником дохода банка в подобных операциях.

В последние годы такие ценные бумаги промежуточного типа эмитировались на основе ссуд, выдаваемых для покупки автомобилей, задолженностей по кредитным карточкам, а также под залог жилых домов.

Рынок фьючерных сделок и опционных контрактов

В 80-х годах процентные ставки и цены ценных бумаг изменялись с большим непостоянством, чем в прошлом. Это привело к росту рынков, функционирование которых основано на будущих изменениях цен на ценные бумаги.

Одним из финансовых инструментов подобного типа являются так называемые фьючерные контракты. Инвестор, покупающий фьючерный контракт, скажем, на акции корпорации, соглашается купить эти акции в будущем, причем дата покупки фиксируется в контракте; что же касается цены, договоренность о ней достигается при заключении контракта. Продавец контракта соглашается продать ценные бумаги по прошествии оговоренного в контракте периода времени по сегодняшней цене. Таким образом, лицо, планирующее приобрести ценные бумаги в будущем, может избежать риска, связанного с тем, что цена на них возрастет. Однако, если цены упадут, то покупатель утрачивает возможность приобрести эти ценные бумаги по низким ценам.

Инвесторы могут избежать даже этого риска, воспользовавшись еще одним финансовым инструментом — опционным контрактом. Так, некое лицо может заключить сегодня опционный контракт, то есть право (а не обязательство) купить в будущем определенную ценную бумагу по цене, о которой есть договоренность в контракте, причем дата будущей покупки также фиксируется при заключении сделки. Если цена ценной бумаги возрастет, то покупатель использует заключенный опционный контракт и купит эту ценную бумагу по цене ниже рыночной. Если же цена упадет, то покупатель не воспользуется условиями, оговоренными в контракте, а просто купит ценную бумагу по рыночной, более низкой цене. В этом случае покупатель, естественно, проигрывает на величину своих затрат по заключению контракта, однако выигрывает, получив защиту от риска.

Огромный диапазон фьючерных рынков, сформировавшихся за последние годы, отнюдь не ограничивается торговлей индивидуальными акциями и облигациями. Инвесторы торгуют фьючерными контрактами и опционами, учитывая изменения индексов на рынках акций и облигаций, изменения процентных ставок, изменения обменных курсов валют — в общем, они учитывают воздействие всех возможных и невозможных факторов, кроме, пожалуй, дождя в день открытия бейсбольного сезона. Впрочем, возможно, что вскоре они доберутся и до этого.

Заглядывая вперед

Мы не намеревались создавать здесь каталог финансовых инноваций; мы просто хотели показать дух предпринимательства, который характерен для современных рынков ценных бумаг. В этой книге мы еще не раз будем возвращаться к традиционным и новейшим аспектам рынков ценных бумаг. Эти рынки непосредственно влияют на банковскую сферу, оказывают косвенное воздействие на банки, поскольку некоторые ценные бумаги (от коммерческих бумаг до ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью) конкурируют с традиционными банковскими услугами и технологиями. Вспомните об обоих способах влияния, когда мы перейдем к части II, в которой рассказывается о коммерческих банках и других финансовых посредниках.

Часть II
БАНКОВСКОЕ ДЕЛО



Глава 4

СИСТЕМА КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Обсудить историю возникновения чартерных банков в США.
- Объяснить, чем отличаются друг от друга национальные банки и банки штатов.
- Обсудить различия между банками-членами Федеральной Резервной Системы и банками, не входящими в эту систему.
- Обсудить современные тенденции в развитии разных типов филиалов банков.
- Обсудить рост банковских холдинг-компаний.

В этой главе мы остановимся на истории и изменении структуры единой системы коммерческих банков в США. В силу исторически сложившихся в США причин только коммерческие банки предоставляли услуги как по открытию текущих вкладов до востребования — чековых депозитов (checkable deposits), так и по предоставлению краткосрочных коммерческих ссуд. Прочие депозитные учреждения (ссудо-сберегательные ассоциации, взаимно-сберегательные банки и кредитные союзы, которые обычно известны под названием сберегательных учреждений — thrifts) не обладали правом предоставления услуг такого рода. Однако в последнее время сберегательные учреждения получили более широкие возможности, в силу чего различия между банками и сберегательными учреждениями уменьшились. Настоящая глава полностью посвящена деятельности коммерческих банков. Деятельность сберегательных учреждений будет рассмотрена в главе 8.

Банковская система США функционирует в узких рамках разного рода административных инструкций и ограничений. С течением времени инструкции, принимаемые на федеральном уровне, приобретали все возрастающее значение, в то время как роль инструкций, принимаемых и устанавливаемых на уровне штатов, сокращалась. В число важнейших федеральных органов, регулирующих деятельность банковской сферы, входят служба Контролера денежного обращения, Федеральная Резервная Система и Федеральная корпорация по страхованию депозитов. В этой главе обсуждаются вопросы структуры и организации банковского дела. В последующих главах будут рассмотрены проблемы регулирования банковской политики.

Как следует из данных табл. 4.1, в 1985 г. в США функционировало более 15 000 коммерческих банков. В перечень услуг, оказываемых этими банками своим клиентам, в настоящее время входит, помимо открытия текущих вкладов до востребования (чековых депозитов) и выдачи коммерческих ссуд, целый ряд новых услуг. Современные коммерческие банки, помимо чисто коммерческих ссуд, предоставляют ссуды под залог недвижимости, ссуды на потребительские цели, а также инвестируют средства в покупку ценных бумаг самых разных видов. Кроме того, они обычно предоставляют услуги по открытию сберегательных и срочных счетов наряду с обычными вкладами до востребования, а также занимаются многими другими видами деятельности, включая сдачу в аренду сейфов для хранения ценностей, обмен иностранной валюты, выпуск кредитных карточек и продажу дорожных чеков (traveler's checks). Некоторые коммерческие банки производят операции через свои трастовые отделы, осуществляют сделки с ценными бумагами правительства США, сдают в аренду оборудование, гарантируют размещение ценных бумаг

Табл. 4.1. Численность банков в зависимости от их классификации и принадлежности к Федеральной Резервной Системе (за ряд лет, с 1921 по 1985 г.).

В 1985 г. в США функционировало более 15 000 коммерческих банков. Это число отразило длительный период сокращения численности коммерческих банков. В 1921 г. в США существовало почти 30 000 подобных учреждений. Множество мелких банков в деградирующих сельскохозяйственных районах страны было закрыто, что сократило общее число банков до 24 000 в 1929 г. Великая Депрессия нанесла банковскому делу сильнейший удар. Треть функционирующих банков разорились за первые пять лет Депрессии, что сократило их общее число до 15 519 в 1934 г. Волна поглощений, происходивших в 1940 г. и 1950 г. еще больше сократила их численность. Лишь в 1960 годы численность банков вновь начала расти, что было связано со снятием отдельных ограничений на получение банковского чартера.

Конец года	Все коммерческие банки	Национальные банки	Банки штатов	Банки-члены ФРС	Банки, не входящие в ФРС	Отделения банков
1921 (Июнь)	29 788	8150	21 638	9745	20 043	1455
1929	24 026	7403	16 623	8522	15 504	3353
1934	15 519	5462	10 057	6442	9077	3007
1941	14 278	5117	9161	6616	7662	3564
1950	14 121	4958	9163	6870	7251	4721
1960	13 472	4530	8942	6172	7300	10 216
1970	13 688	4621	9067	5768	7920	21 424
1980	14 836	4425	10 411	5422	9414	38 353
1985	15 068	4967	10 101	6050	9018	43 092

Источники: U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System, Banking and Monetary Statistics (Washington, D. C., 1943), P. 16; Banking and Monetary Statistics 1941—1970 (Washington, D. C., 1976), PP. 40—41; U. S. Board of Governors of the Federal Reserve System, Annual Report, разные годы; Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, Part 2 (Washington, D. C.: U. S. D. P. O., 1975), pp. 1036—1037.

В последнее время фирмы, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами, страховые компании и компании, осуществляющие операции с недвижимостью, во все возрастающей степени стали проникать в сферы деятельности друг друга. Взаимные фонды денежного рынка (МММФ), созданные компаниями, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами, стали серьезными конкурентами коммерческих банков. В 1978 г. фирма «Меррил Линч, Пирс, Феннер и Смит, лимитед» предложила новаторскую банковскую услугу — так называемый счет с автоматическим перечислением средств (САПС) (cash management accounts). «Меррил Линч» предлагает открытие счета денежного рынка с правом выписывать чеки, с договоренностью о предоставлении займа на оговоренную сумму, с открытием карточки дебета, с автоматическим перечислением или «чисткой» («sweep») всех поступивших в форме процентов или дивидендов платежей на чековые текущие счета, приносящие проценты; предлагаются также и брокерские услуги. В ответ на подобные действия конкурентов многие банки в настоящее время предлагают своим клиентам дисконтные брокерские услуги, осуществляя покупку и продажу ценных бумаг, выступая при этом в качестве агентов своих клиентов. В этих операциях банки бьют компромиссы ниже, чем те, что взимаются обычными брокерами. Некоторые банки теперь занимаются страхованием, сделками по купле—продаже недвижимости, осуществляют операции по резервированию депозитов на период путешествий.

В 1985 г. в США было 22 коммерческих банка, активы каждого из которых

В этой главе мы остановимся на истории и изменении структуры единой системы коммерческих банков в США. В силу исторически сложившихся в США причин только коммерческие банки предоставляли услуги как по открытию текущих вкладов до востребования — чековых депозитов (checkable deposits), так и по предоставлению краткосрочных коммерческих ссуд. Прочие депозитные учреждения (ссудо-сберегательные ассоциации, взаимно-сберегательные банки и кредитные союзы, которые обычно известны под названием сберегательных учреждений — thrifts) не обладали правом предоставления услуг такого рода. Однако в последнее время сберегательные учреждения получили более широкие возможности, в силу чего различия между банками и сберегательными учреждениями уменьшились. Настоящая глава полностью посвящена деятельности коммерческих банков. Деятельность сберегательных учреждений будет рассмотрена в главе 8.

Банковская система США функционирует в узких рамках разного рода административных инструкций и ограничений. С течением времени инструкции, принимаемые на федеральном уровне, приобретали все возрастающее значение, в то время как роль инструкций, принимаемых и устанавливаемых на уровне штатов, сокращалась. В число важнейших федеральных органов, регулирующих деятельность банковской сферы, входят служба Контролера денежного обращения, Федеральная Резервная Система и Федеральная корпорация по страхованию депозитов. В этой главе обсуждаются вопросы структуры и организации банковского дела. В последующих главах будут рассмотрены проблемы регулирования банковской политики.

Как следует из данных табл. 4.1, в 1985 г. в США функционировало более 15 000 коммерческих банков. В перечень услуг, оказываемых этими банками своим клиентам, в настоящее время входит, помимо открытия текущих вкладов до востребования (чековых депозитов) и выдачи коммерческих ссуд, целый ряд новых услуг. Современные коммерческие банки, помимо чисто коммерческих ссуд, предоставляют ссуды под залог недвижимости, ссуды на потребительские цели, а также инвестируют средства в покупку ценных бумаг самых разных видов. Кроме того, они обычно предоставляют услуги по открытию сберегательных и срочных счетов наряду с обычными вкладами до востребования, а также занимаются многими другими видами деятельности, включая сдачу в аренду сейфов для хранения ценностей, обмен иностранной валюты, выпуск кредитных карточек и продажу дорожных чеков (traveler's checks). Некоторые коммерческие банки производят операции через свои трастовые отделы, осуществляют сделки с ценными бумагами правительства США, сдают в аренду оборудование, гарантируют размещение ценных бумаг корпораций и муниципальных органов, предлагают компьютерные услуги.

Табл. 4.1. Численность банков в зависимости от их классификации и принадлежности к Федеральной Резервной Системе (за ряд лет, с 1921 по 1985 г.).

В 1985 г. в США функционировало более 15 000 коммерческих банков. Это число отразило длительный период сокращения численности коммерческих банков. В 1921 г. в США существовало почти 30 000 подобных учреждений. Множество мелких банков в деградирующих сельскохозяйственных районах страны было закрыто, что сократило общее число банков до 24 000 в 1929 г. Великая Депрессия нанесла банковскому делу сильнейший удар. Треть функционирующих банков разорились за первые пять лет Депрессии, что сократило их общее число до 15 519 в 1934 г. Волна поглощений, происходивших в 1940 г. и 1950 г. еще больше сократила их численность. Лишь в 1960 годы численность банков вновь начала расти, что было связано со снятием отдельных ограничений на получение банковского чартера.

Конец года	Все коммерческие банки	Национальные банки	Банки штатов	Банки-члены ФРС	Банки, не входящие в ФРС	Отделения банков
1921 (Июнь)	29 788	8150	21 638	9745	20 043	1455
1929	24 026	7403	16 623	8522	15 504	3353
1934	15 519	5462	10 057	6442	9077	3007
1941	14 278	5117	9161	6616	7662	3564
1950	14 121	4958	9163	6870	7251	4721
1960	13 472	4530	8942	6172	7300	10 216
1970	13 688	4621	9067	5768	7920	21 424
1980	14 836	4425	10 411	5422	9414	38 353
1985	15 068	4967	10 101	6050	9018	43 092

Источник: U.S. Board of Governors of the Federal Reserve System, Banking and Monetary Statistics (Washington, D. C., 1943), P. 16; Banking and Monetary Statistics 1941—1970 (Washington, D. C., 1976), PP. 40 — 41; U. S. Board of Governors of the Federal Reserve System, Annual Report, разные годы; Bureau of the Census, Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, Part 2 (Washington, D. C.: U. S. D. P. O., 1975), pp. 1036—1037.

В последнее время фирмы, специализирующиеся на операциях с ценными бумагами, страховые компании и компании, осуществляющие операции с недвижимостью, во все возрастающей степени стали проникать в сферы деятельности друг друга. Взаимные фонды денежного рынка (МММФ), созданные компаниями, специализирующимися на операциях с ценными бумагами, стали серьезными конкурентами коммерческих банков. В 1978 г. фирма «Меррил Линч, Пирс, Феннер и Смит, лимитед» предложила новаторскую банковскую услугу — так называемый счет с автоматическим перечислением средств (САПС) (cash management accounts). «Меррил Линч» предлагает открытие счета денежного рынка с правом выписывать чеки, с договоренностью о предоставлении займа на оговоренную сумму, с настоящим карточкой дебета, с автоматическим перечислением или «чисткой» («zweep») всех поступивших в форме процентов или дивидендов платежей на чековые текущие счета, приносящие проценты; предлагаются также и брокерские услуги. В ответ на подобные действия конкурентов многие банки в настоящее время предлагают своим клиентам дисконтные брокерские услуги, осуществляя покупку и продажу ценных бумаг, выступая при этом в качестве агентов своих клиентов. В этих операциях банки берут комиссионные ниже, чем те, что взимаются обычными брокерами. Некоторые банки теперь занимаются страхованием, сделками по купле—продаже недвижимости, осуществляют операции по резервированию депозитов на период путешествий.

В 1985 г. в США было 22 коммерческих банка, активы каждого из которых

превосходили 20 млрд. долларов. Крупнейший коммерческий банк «Ситикорп оф Нью-Йорк» имел совокупные активы более 170 млрд. долларов. Однако большинство банков имеют небольшие размеры. Как следует из табл. 4.2, в 1983 г. банк среднего размера имел активы от 25 млн. долларов до 50 млн. долларов.

Табл. 4.2. Численность и активы коммерческих банков с застрахованными депозитами (ранжирование по размерам активов на 31 декабря 1983 г.).

В США действуют некоторые крупнейшие банки мира, однако большинство американских банков остаются небольшими по размерам. Как следует из данных таблицы, более половины всех банков США обладают активами в пределах от 10 млн. долларов до 50 млн. долларов. В силу сложившихся в США традиций действующие правила регулирования банковской системы не способствовали ведению банковских операций через открытие отделений, что отчасти объясняет наличие большого количества относительно маленьких банков.

Размеры активов (млн. долл.)	Численность банков	Объем внутренних активов (млрд. долларов)
Менее 5	356	1,2
5—9,9	1302	10,2
10—24,9	4162	70,9
25—49,9	3747	134,1
50—99,9	2623	181,0
100—299,9	1578	250,3
300—499,9	258	97,3
500—999,9	191	132,5
1000—4999,9	206	422,9
5000 и более	50	727,1
Всего:	14 473	2027,3

Источник: Federal Deposit Insurance Corporation, 1983. Statistics of Banking, p. 21.

РАЗВИТИЕ СИСТЕМЫ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ И ИХ КЛАССИФИКАЦИЯ

История банковского дела в США

До появления собственно коммерческих банков сходные с ними функции выполняли колониальные ссудные конторы или частные ассоциации. Они выдавали ссуды, обычно под залог земли, и выпускали бумажные деньги. Однако они обыкновенно создавались для финансирования совершенно конкретных мероприятий и существовали ровно столько времени, сколько длился срок предоставленных ими кредитов. Кроме того, они не принимали депозитов, по которым клиенты могли бы выписывать чеки.

Первым коммерческим банком США, получившим чартер¹, стал Банк Северной Америки, образовавшийся в Филадельфии в 1781 году. Акционерные коммерческие банки стали финансовыми учреждениями нового типа. Деньги, создаваемые этими банками (банкноты и депозиты), значительно увеличили совокупное предложение денег в стране. Кроме того, эти банки стали новыми источниками кредитов, столь необходимых для растущей экономики.

Хотя никто конкретно не брался за организацию коммерческих банков и чартерные банки развивались за пределами США, Александр Гамильтон,

¹ Чартер — документ на право ведения банковских операций. — прим. ред.

первый в истории министр финансов США, оценил потенциал, скрытый в чартерных банках, и содействовал распространению этого нововведения.

К 1800 г. в США было открыто 29 банков, а к 1820 г. их число достигло 300. Законодательные органы штатов в этот период выдавали этим банкам чартеры, издавая для этого специальные законодательные акты. В конце 1830 гг. штаты Мичиган и Нью-Йорк практически одновременно приняли так называемые свободные банковские акты, устранив тем самым необходимость для законодателя утверждать предоставление каждого отдельного чартера. К 1860 г. свободные банковские акты были приняты примерно в половине всех штатов.

Перед Гражданской войной комиссии штатов по делам банков ограничивали сферу своей компетенции главным образом ревизиями финансового состояния банков. На первых порах комиссии проводили ревизии лишь в случаях, когда банки оказывались в затруднительном положении. Позже в порядок вещей вошел регулярный график проведения финансовых ревизий. Регулирование банковских резервов также началось очень рано. Отдельные штаты требовали от банков обязательного наличия определенных объемов резервов в виде золотых и серебряных слитков для выпуска банкнот. В других штатах от банков требовалось только наличие резервов в виде облигаций и некоторых типов ценных бумаг. Впоследствии многим небольшим банкам было разрешено помещать часть своих резервов в крупные городские банки. До 1863 г. только в двух штатах действовало правило, предписывающее банкам держать свои резервы в форме депозитов.

Национальные банки и банки штатов

Принятые в 1862 г. Национальный валютный акт, а в 1864 г. — Национальный банковский акт — наделили федеральное правительство правом санкционировать ведение банковских операций — выдавать чартер. С этого времени банки, получившие чартер от федерального правительства, стали называться национальными банками. Банки, получившие чартер от правительства штатов, получили название банков штатов. Существование национальных банков и банков штатов создало банковскую систему двойного подчинения (dual system of banking).

Коммерческим предприятиям федеральное правительство редко выдает чартер на приобретение статуса акционерного общества. Почти все корпорации получают чартеры от правительства штатов. Принятие в 1863 г. Национального валютного акта, а в 1864 г. — Национального банковского акта имело своей целью создание единой системы национальных банков, деятельность которых регулировалась бы федеральным правительством. Как уже указывалось выше, эти законодательные акты имели своей целью решение прежде всего вопросов создания единой валюты и усиление рыночных позиций ценных бумаг правительства США в период Гражданской войны.

Как явствует из данных табл. 4.1, в 1985 г. в США насчитывалось лишь 4967 национальных банков по сравнению с 10 101 банком штатов; однако реальное значение банков штатов не соответствует их количественному пересечу, так как в большинстве своем это весьма небольшие по размеру банки.

Получение чартера от правительства штата приносит преимущества в тех штатах, где принята система правовых ограничений имеет менее жесткий характер, чем система федеральных ограничений. В разных штатах действуют самые разные ограничения: так, в отдельных случаях установлен потолок банковских штрафов за выписывание чеков на суммы, превышающие суммы, лежащие на счетах; ограничена доля банковских активов, которые можно

вкладывать в недвижимость за пределами данного штата; иногда требуется даже специальное разрешение правительства штата на проведение операций с недвижимостью. Штаты, где действуют чрезмерно жесткие ограничения, уступили возможности, скрытые в новых банковских операциях, другим штатам, в особенности таким, как Южная Дакота и Делавэр.

Новые хартеры. Право выдавать хартер национальным банкам с течением времени предоставляло возможность решения все большего числа вопросов Контролеру денежного обращения, главе национальной банковской системы. В течение десятилетнего периода, предшествовавшего принятию Акта о возобновлении размера бумажных денег на металл в 1875 г. (Specie Resumption Act), а также начиная с середины 1920 гг. вплоть до начала 1960 гг. Контролер выдал весьма незначительное количество новых хартеров, хотя правительства штатов и продолжали их выдавать. Большое количество банковских банкротств в эти периоды вполне объясняет некоторое нежелание выдавать новые хартеры. Естественно, что федеральные власти не желают выдавать хартер банку, который в конце концов может обанкротиться. Банкротство банка связано с серьезными убытками и недовольством общественности; оно ставит регулирующие банковское дело органы под огонь критики и может дестабилизировать как банковскую систему, так и всю экономику. У вновь организуемого банка гораздо больше шансов стать банкротом, чем у давно функционирующего. Кроме того, всегда есть вероятность того, что новый банк своим существованием повредит старым банкам. Еще одно препятствие для выдачи новых хартеров связано с той политической оппозицией, которую уже существующие банки создают открытию новых конкурирующих банков. Отдельные экономисты критикуют имевшие место в прошлом отказы в выдаче хартеров, так как эти отказы были основаны на прогнозах, в соответствии с которыми новые банки, якобы, были вообще не нужны обществу. Выдача хартеров новым банкам в состоянии увеличить как число банковских услуг, предоставляемых обществу, так и усилить конкуренцию в банковской сфере.

В наши дни заявки на открытие новых банков, как и прежде, подвергаются серьезной экспертизе с целью определения экономической безопасности и целесообразности их открытия, однако ограничения ослабли настолько, что позволяют сотням новых банков выходить на рынок.

Банки-члены ФРС и банки-не члены ФРС

Коммерческий банк, обратившийся с просьбой о приеме в Федеральную Резервную Систему и допущенный к членству в ней, становится банком-членом ФРС. По закону все национальные банки должны вступать в Федеральную Резервную Систему. Штатные банки могут вступать в систему по желанию и если они соответствуют требованиям, предъявляемым Федеральной Резервной Системой к банкам-членам. Сейчас около 10% банков штатов являются банками-членами ФРС. На долю банков-членов приходится только 40% общего числа коммерческих банков, однако их доля в общем объеме активов коммерческих банков значительно больше. Как следует из данных табл. 4.1, с 1950 по 1980 г. число банков-членов ФРС сократилось с 6870 до 5422, а число банков-не членов выросло с 7251 до 9414. Для борьбы с этой тенденцией Конгресс США принял Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 года (Depository Institution De-regulation and Monetary Control Act of 1980). Ниже приводятся основные положения этого закона.

Новый закон устранил основной стимул, побуждавший банки оставаться за пределами Федеральной Резервной Системы — более низкие требования к

банковским резервам. После завершения периода ввода закона в действие, который закончился в 1987 г., все депозитные учреждения США должны держать одинаковый процент своих текущих (чековых) депозитов и наличных срочных депозитов в резервах либо в форме наличности в расходной кассе, либо в форме депозитов в федеральных резервных банках, либо на специальном депозите типа «pass through» в банке или в Федеральном банке кредитования жилищного строительства (Federal Home Loan Bank). В число депозитных учреждений, подпадающих под юрисдикцию этого закона, входят коммерческие банки, взаимно сберегательные банки, сберегательные и ссудные ассоциации, кредитные союзы, агентские конторы и отделения иностранных банков, корпорация, созданные в соответствии с законом Эджа (специализированные отделения банков США, наделенные правом ведения внешних операций). Из данных, приведенных в табл. 4.1, явствует, что с 1980 г. численность банков-членов возросла, а численность банков-нечленов соответственно сократилась.

Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением от 1980 года.

Приняв этот закон, Конгресс США принял тем самым наиболее важный за последние 50 лет законодательный акт, регулирующий банковское дело. Вот его основные положения:

1. Законом установлены единые требования к резервам, обязательные для всех депозитных учреждений. Тем самым устранено главное различие между банками-членами ФРС и банками-нечленами, а также ссудо-сберегательными учреждениями, находящимися под контролем Федеральной Резервной Системы.

2. Закон отменяет требования к резервам для личных сбережений и срочных депозитов, а также для наличных срочных депозитов срочностью полтора года и более.

3. Закон уменьшает показатель обязательной нормы резервного покрытия с пяти до двух.

4. Закон вменяет в обязанность Федеральным Резервным банкам брать плату с банков за осуществление операций по чековому клирингу, за услуги, связанные с обращением валюты и монет, за переводы денег со счета на счет по телеграфу, за услуги, связанные с хранением ценных бумаг, и за ряд других услуг.

5. Закон дает право всем депозитным учреждениям получать заем в Федеральных Резервных банках.

6. Закон отменяет потолок нормы процента по банковским депозитам сроком на шесть лет.

7. Закон увеличивает минимальный объем депозитов, подлежащих страхованию Федеральной корпорацией по страхованию депозитов, с 40 000 долл. до 100 000 долл.

Источник: «Public Law 96-221, March 31, 1980», in U.S. Statutes at Large, Vol. 94, Part 1 (96th Cong., 2nd sess., 1980), pp. 132—193.

До принятия закона 1980 года требования к резервам для банков-нечленов ФРС значительно отличались друг от друга в разных штатах, оставаясь, тем не менее, на уровне более низком, чем тот, что считался обязательным для банков-членов (Alton Gilbert and Jean M. Lovati, «Bank requirements and Their Enforcement: A Comparison across States», *Federal Reserve Bank of St. Louis Review* (March 1978), pp. 22—31). Кроме этого, в ряде штатов банкам-нечленам ФРС разрешалось считать депозиты в других коммерческих банках, средства, вложенные в ценные бумаги правительства США, а также неинкассированные денежные суммы резервами банка. Более того, во многих штатах банки-не члены ФРС не обязаны представлять регулярные отчеты о своей финансовой деятельности, необходимые для исчисления их резервов. От них требуется лишь

иметь в банке надлежащим образом составленные регистрационные записи, которые могли бы дать возможность ревизорам из штатных банков произвести ревизию. Что же касается банков-членов, то им теперь придется подчиниться требованию один раз в две недели вести учет резервам.

Организация системы коммерческих банков

Наиболее распространенным типом банков в США является бесфилиальный банк (*unit bank*) — банк без отделений (филиалов). Число банков в США значительно превосходит число банков в любой другой стране именно из-за того, что бесфилиальные банки — абсолютно преобладающий тип банков в США. Например, все банковские услуги в Канаде предоставляются всего тринадцатью банками. Однако структура банковской системы США все время меняется. Бесфилиальные банки сохраняют свое значение, но отделения, банковские холдинговые компании и прочие организационные структуры в наши дни играют все возрастающую роль.

Банки с отделениями

С конца второй мировой войны численность отделений американских коммерческих банков в США увеличилась с 4000 в 1947 г. до, примерно, 43 000 в 1985 г.

В период между Гражданской и Второй мировой войнами Контролер денежного обращения выдал разрешение на открытие отделений лишь очень небольшому числу национальных банков, хотя некоторые отделения банков предоставляли услуги сторонникам Юга и Среднего Запада до начала Гражданской войны, а также несмотря на тот факт, что законодательная система, регулирующая вопросы банковского дела в период Гражданской войны, явно как не запрещала, так и не разрешала открытие отделений национальных банков.

Открытие отделений внутри штата. В 1927 г. Конгресс принял Закон Макфэддена, в соответствии с которым национальным банкам разрешалось открывать отделения только в пределах города, где находилась главная контора банка, причем при условии, что законодательство штата не запрещало это делать. В соответствии с этим законом были открыты отделения нескольких банков внутри штатов, хотя в период, начиная с Великой Депрессии вплоть до второй мировой войны, открытие внутриштатных отделений банков было строго запрещено.

Перед второй мировой войной большинство комиссий штатов по банковским делам самостоятельно запрещало штатным банкам открывать отделения банков внутри штатов. В некоторых штатах банкам до сих пор запрещено открывать отделения, однако постепенно эти запреты отменяются. Так, в наиболее густонаселенных штатах — Калифорния и Нью-Йорк — закон разрешает создание разветвленной сети отделений банков. В ряде штатов отделения штатных банков должны располагаться в пределах города или округа, где находится главная контора, или в округе, соседствующим с главной конторой.

Среди представителей правительства, занимающихся регулированием банковских операций, отсутствует единая точка зрения, считать ли отделениями банков банковские автоматы и электронные компьютерные терминалы, расположенные в супермаркетах и торговых центрах. Контролер денежного обращения принял решение, в соответствии с которым терминалы национальных банков, находящиеся вне пределов здания банка, не являются отделениями

банка. Это решение было впоследствии уточнено: максимальное расстояние между терминалом и главной конторой банка или ближайшим отделением его было определено в 50 миль. Позднее суд более низкой инстанции постановил, что банковские автоматы и электронные компьютерные терминалы должны считаться отделениями банков в том значении этого слова, которое подразумевается Законом Макфэддена, и на этом основании могут быть запрещены законами штатов. Верховный Суд отказался пересмотреть это постановление, оставив его в силе. Именно эти решения в значительной степени и оказали влияние на позиции отдельных штатов, которые поставили отделения банков вне закона.

В последние годы электронные компьютерные терминалы стали широко распространены во многих штатах. Более того, некоторые банки совместно владеют сетями банковских автоматов, которые позволяют получать деньги и переводить их с одного счета на другой на территории целых районов, а в некоторых случаях и в любой точке страны. В целом же осуществление банковских операций с использованием банковских автоматов — весьма быстро растущая сфера финансовой деятельности.

Противодействие введению законодательства, разрешающего открытие сети отделений банков, в значительной степени отражает нежелание представителей банковских кругов на местах утрачивать контроль над своими банками. Кроме того, сформировалась и серьезная политическая поддержка практики, в соответствии с которой банки находятся в собственности и под контролем лиц, проживающих в данной местности. Представители местного населения часто опасаются, что отделение банка будет «высасывать» их сбережения и инвестировать их в другие районы, а клиентам придется приспособливаться к незнакомой для них практике ведения банковских операций.

Кроме того, представители правительства, занимающиеся регулированием банковских операций, с неприязнью относятся к открытию отделений банков. Крупный банк с множеством отделений — потенциальный источник гораздо большего количества проблем, связанных как с проведением ревизий, так и с осуществлением контроля за его деятельностью. Например, головной банк может перемещать денежные средства из одного отделения в другое, что делает крайне затруднительной точную оценку деятельности всего банка в целом.

До настоящего времени продолжается спор о том, какой тип банка — имеющий отделения или бесфилиальный — в наибольшей степени соответствует запросам жителей сельских и пригородных районов. Хотя крупные банки с сетью многочисленных отделений часто предоставляют более обширный ассортимент банковских услуг, чем бесфилиальные банки, последние в состоянии, в свою очередь, пользоваться услугами, обычно связанными с наличием отделений банка, через посредство налаженных корреспондентских отношений с более крупными банками.

Экспансия банковских отделений будет в дальнейшем зависеть в определенной степени от того, сможет ли этот тип организации воспользоваться преимуществами, связанными с экономией на масштабах производства. В последнее время в защиту открытия отделений банков высказываются аргументы, суть которых сводится к тому, что подобная практика дает возможность банку осуществлять операции в пределах более диверсифицированного диапазона населенных пунктов, чем это доступно бесфилиальному банку. Таким образом снижается банковский риск. В 1985 г., например, многие бесфилиальные банки, расположенные в нефтеспроизводящих и в сельскохозяйственных

районах, столкнулись с весьма серьезными трудностями, вызванными недостаточной диверсификацией.

Банковские отделения в других штатах и «небанковские банки». Снятию ограничений на открытие отделений банков за пределами штата предшествовали важные изменения, произошедшие в 70-х годах. Суть их состояла в том, что многие крупные банки создавали собственные конторы в больших городах по всей стране, в задачу которых входила выдача ссуд на потребительские нужды. Ссуд деловым предприятиям, а также ссуд под недвижимость, однако не входила задача приема депозитов. Эти конторы функционируют, не нарушая инструкций, запрещающих открытие внутриштатных отделений, поскольку для того, чтобы подпадать под сферу регулирования правительственных органов, отделение банка должно предлагать населению услуги по открытию всех обычных типов депозитов.

Еще одним нововведением, приводящим к открытию внутриштатных банковских отделений, стало открытие банков с ограниченными услугами (limited-service bank), которые были созданы за пределами тех штатов, в которых располагались их родительские банки или банковские холдинговые компании. Банк с ограниченными услугами представляет собой контору-отделение банка, которая не осуществляет какой-либо один из основных видов деятельности, характеризующих коммерческий банк, — открытие чековых депозитов или выдачу коммерческих ссуд. Банки с ограниченными услугами обходят законодательные ограничения, связанные не только с внутриштатным банковским делом, но и с владением банком со стороны небанковских деловых единиц. Последние и создали банки с ограниченными услугами. К подобным небанковским деловым единицам относятся такие компании, как «Сиэрс, Робэк», «Америкэн Экспресс» и даже некая компания, владеющая сетью мебельных магазинов. Подобные банковские учреждения часто называют еще «небанковскими банками».

Легальность статуса банков с ограниченными услугами послужила основанием для бурной полемики по вопросам регулирования банковской сферы. Хотя Контролер денежного обращения поощрил развитие банков с ограниченными услугами, поддержав ходатайства об учреждении подобных организаций, поступившие как от банков, так и от небанковских деловых единиц, Совет управляющих Федеральной Резервной Системы до 1984 г. отказывался поддерживать ходатайства банковских холдинговых компаний об учреждении банков с ограниченными услугами. Федеральная Резервная Система прекратила чинить препятствия процессу создания банков с ограниченными услугами лишь в 1986 г., когда Верховный суд США постановил, что она превысила свои законные полномочия.

Развитие системы внутриштатных банковских отделений получило мощный толчок в период нестабильности в банковском деле, имеющий место в 80-х годах. В настоящее время многие банки открыли отделения, предоставляющие весь диапазон банковских услуг. Представители правительства, занимающиеся регулированием банковских операций, обычно пытаются присоединить «большие» финансовые учреждения (как сберегательные учреждения, так и банки) к более сильным учреждениям. Однако, поскольку далеко не всегда удается найти такие сильные финансовые учреждения в пределах того же штата, где расположено и «большое» финансово-кредитное учреждение, власти в этом случае оговаривались с банками в соседних штатах, предоставляющих все виды банковских услуг даже в тех случаях, когда они расположены в разных штатах. Это существенное изменение в практике федерального регулирования банковского дела может радикально изменить организацию всей банковской системы США.

К концу 1986 г. 36 штатов приняли законодательные положения, разрешающие доступ на территорию своих штатов банковских холдинговых компаний, расположенных в других штатах. В ряде штатов подобные слияния разрешены только в пределах ограниченных территорий, причем лишь для тех штатов, законодательства которых незначительно отличаются друг от друга. Большинство региональных банковских систем стремятся не допустить проникновения банков ведущих финансовых центров в свои регионы. В 1985 г. Верховный суд США поддержал действие принятых штатами законов, регулирующих деятельность региональных банковских систем, которые препятствуют проникновению на территорию штатов банков, не относящихся к данному региону.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Начиная с 1965 года начался быстрый процесс распространения отделений американских банков за рубежом и отделений зарубежных банков на территории США. В результате этих изменений многие крупные коммерческие банки в наше время осуществляют свои операции по всему миру.

Зарубежные отделения американских банков. В 1985 г. 175 банков США имели 900 отделений в более чем 80 зарубежных странах и регионах за пределами США. Зарубежные активы американских банков достигли 458 млрд. долларов, то есть около одной пятой их совокупных активов внутри страны. Экспансия за рубеж дает возможность банкам США оказывать большую поддержку многонациональным корпорациям и выдавать ссуды в тех районах, где ставки ссудного процента небольшие. Банкам-членам ФРС для открытия зарубежных отделений необходимо получить разрешение от Совета управляющих Федеральной Резервной Системы. Отметим, однако, что имевшие место в ряде стран факты экспроприации банковской собственности отбили охоту у многих банков открывать зарубежные отделения. Помимо открытия отделений за рубежом, банки США имеют законное право размещать специализированные отделения для осуществления международных деловых операций в пределах США, но вне пределов собственного штата. Хотя такие банки, созданные согласно закону Эджа, разрешены в США с 1919 г., их число увеличилось с 37 в 1965 г. до более чем 200 в 1984 г. Для того, чтобы усилить позиции американских банков в их конкурентной борьбе с растущим числом зарубежных банков, действующих в США, был принят Закон о международных банковских операциях 1978 г., который существенно либерализовал действие Закона Эджа. До 1979 г. каждая кредитно-финансовая корпорация, созданная в соответствии с Законом Эджа, могла осуществлять операции по международному кредитованию только в одном штате. В настоящее время такие корпорации могут действовать вообще не будучи стесненными границами штатов.

В 1981 г. Совет управляющих Федеральной Резервной Системы приостановил действие множества инструкций, которые ранее содействовали тому, чтобы американские банки осуществляли банковские операции из своих зарубежных отделений. Банкам США было разрешено создавать так называемые Международные банковские (денежные) средства¹ (МБС) в США (Federal Reserve Bulletin, July 1981, pp. 562—563). МБС не являются отделениями банков; они представляют собой специфические обособленные группы счетов в банковских бухгалтерских книгах. МБС могут обслуживать депозиты и ссуды

¹ В оригинале — international banking facilities. — прим. пер.

в любой валюте. В дополнение к этому МБС могут участвовать в крупных финансовых операциях с иностранными гражданами, причем все ограничения, налагаемые на резервы, не являются для МБС обязательными.

Отделения иностранных банков в США. В 1984 г. в США насчитывалось около 450 отделений и агентских контор иностранных банков. Их активы составляли более 238 млрд. долларов. Численность зарубежных банков, функционирующих в США, существенно выросла в 1970 годах, однако в начале 1980-х годов этот рост замедлился.

В числе штатов, дающих пристанище иностранным банкам, наибольшее значение имеют штаты Нью-Йорк и Калифорния. В некоторых штатах иностранным банкам полностью запрещено осуществление банковских операций любого рода. В других штатах число и диапазон этих операций существенно ограничены. В ряде штатов разрешено открытие банковских контор только тем банкам, которые «происходят» из стран, где разрешено открытие контор американских банков. Вместо того, чтобы разрешить иностранным банкам открывать отделения, которые могли бы выдавать ссуды и принимать на депозиты денежные средства как от американцев, так и от иностранцев, некоторые штаты разрешили иностранным банкам открывать только агентские конторы, которые не имеют права принимать на депозиты денежные средства американских клиентов.

Закон о международных банковских операциях 1978 года впервые сформулировал специальные федеральные инструкции, регулирующие банковские операции зарубежных банков, действующих на территории США. Американские банки сетовали на то, что федеральные инструкции лишали их ряда преимуществ в конкурентной борьбе. В то время, как Закон Макфэйдена запрещал банкам США открывать отделения за пределами своего штата, зарубежным банкам это было разрешено. Помимо этого, иностранным банкам было разрешено заниматься операциями на условиях «андеррайтинга» (гарантированного размещения)¹, а также продавать акции в Соединенных Штатах. Известно, что деятельность этого рода американским банкам была запрещена Законом о банках от июня 1933 года. Кроме того, несмотря на весьма крупные размеры практически всех иностранных банков, весьма жесткие требования Федеральной Резервной Системы, касающиеся обязательного уровня резервов для больших банков, были для иностранных банков не обязательны. Поэтому расходы иностранных банков на поддержание резервов значительно меньше, чем у американских банков. Сейчас все отделения и агентские конторы иностранных банков должны подчиняться тем же общим требованиям к резервам, что и все американские банки. Кроме этого, иностранные банки получили право получить ссуды в Федеральных Резервных банках. Для того, чтобы открыть отделение банка в другом штате, иностранный банк теперь должен выбрать какой-нибудь штат в качестве «своего» (в оригинале «*Note state*» — *прим. пер.*), где он и будет осуществлять свои операции; в этих условиях он может создать новое отделение или агентскую контору только с разрешения того штата, в котором он будет осуществлять свои основные операции. Новые отделения и агентские конторы за пределами «своего» штата могут (имеют право) открывать депозитные счета только лицам, не проживающим в этом штате, или же субъектам деятельности, относящейся к финансированию международной торговли. Иностранные банки, тем не менее, продолжают сохранять некоторые относительные преимущества. Все банковские

¹ Принятие банком обязательства разместить на рынке ценные бумаги клиента и приобрести ту часть, которая не будет размещена. — *прим. ред.*

операции, которые ими уже осуществлялись к моменту принятия нового закона, исключены из числа подпадающих под вновь принятые ограничения и запреты.

В последнее время несколько иностранных банков приобрели американские банки. Надо иметь в виду, что приобретение контроля над американским банком со стороны иностранного банка не может произойти без одобрения Совета управляющих Федеральной Резервной Системы, а в отдельных случаях может потребоваться и одобрение правительства штата. Так, британский Национальный Вестминстерский банк скупил все акции Национального банка Северной Америки, занимающего 37-е место среди крупнейших банков США. В США есть и другие примеры, когда очень крупные банки переходят в руки иностранных владельцев. Однако в 1979 г. глава банковского департамента штата Нью-Йорк отказался поддержать попытку «Банковской корпорации Гонконга и Шанхая» приобрести контрольный пакет акций «Мэрин Мидленд Бэнк», занимающего 12-е место среди крупнейших банков США.

Слияние банков

В соответствии с Законом о банковских слияниях 1960 г. ответственность за санкционирование банковских слияний возлагается на федеральные органы, осуществляющие регулирование банковского дела. В ведение Контролера денежного обращения передавалось рассмотрение и утверждение планов поглощения национальными банками прочих банков. Совет управляющих Федеральной Резервной Системы решает вопросы, относящиеся к банковским холдинг-компаниям и штатам банкам-членам ФРС. Вопросы слияния застрахованных банков-нечленов ФРС решает Федеральная Корпорация по страхо-



Рис. 4.1. Число банков, приобретенных при помощи слияний, и общие активы приобретенных банков.

Как следует из данных этой диаграммы, число слияний в банковской сфере США резко возросло. Тому есть ряд причин. Первой причиной является ослабление действующих ограничений на открытие отделений банков и осуществление банковских операций в нескольких штатах. Вторая причина состоит в том, что многие бесфилиальные банки, чьи портфели ссуд слишком узко ориентированы на ссуды фермерским хозяйствам или производителям энергии, просто обанкротились. В-третьих, коммерческие банки столкнулись с усилением конкуренции со стороны других финансовых институтов.

ванию депозитов (ФКСД). Закон о банковских слияниях 1966 г. (поправка к Закону 1960 г. — *прим. ред.*) запрещает слияния банков, если они существенно ослабляют конкуренцию (за исключением тех случаев, когда какие-либо другие преимущества для общества, возникающие в результате слияния, не сделают его желательным). В дополнение к вышесказанному следует указать и на то, что Министерство юстиции США неоднократно прибегало к использованию антитрестовского законодательства для того, чтобы предотвратить несколько банковских слияний, которые могли бы серьезно расстроить механизм конкуренции. В широко известном деле Филадельфийского национального банка (1963 г.) Верховный суд США одобрил действия Министерства юстиции, предпринятые для предотвращения слияния «Филадельфия Нэшнл бэнк» и «Джирард Траст Корп Исксчейндж бэнк», хотя слияние и было одобрено Контролером денежного обращения (Irwin M. Stelzer, *Selected Antitrust Cases*, 3rd ed. (Homewood, Ill.: Richard D. Irwin, 1966), pp. 130—153). В том случае, когда вмешивается Министерство юстиции, оно должно начать судебное разбирательство не позднее чем через 30 дней после окончательного одобрения федерального агентства; процесс слияния приостанавливается до тех пор, пока вопрос не будет окончательно решен в ходе государственного антитрестовского судебного процесса.

На рис. 4.1 показано, как значительно возросло число банковских слияний в 80-е годы в связи с возросшей нестабильностью банковской сферы и введением более либеральных антитрестовских мер. Слившиеся банки помогли правительству справиться с проблемой возрастания числа банкротств банков. В настоящее время правительственные органы, регулирующие деятельность банковских институтов, нередко даже поощряют слияния банков, функционирующих в разных штатах. (см. «4.1. Денежная политика в действии»). Дело в том, что эти органы часто справедливо считают, что слияние банковского института, стоящего на грани банкротства, с более здоровым банком явно предпочтительнее, чем его банкротство.

Банковские холдинг-компании

Банковские холдинг-компании представляют собой либо банки, либо самостоятельные корпорации, которые владеют долей акционерного капитала одного или нескольких банков, достаточной для того, чтобы осуществлять полный контроль над ними. Банковские холдинг-компании сосредотачивают в одних руках процесс управления целой группой банков или группой предприятий, занятых бизнесом, связанным с банковскими операциями.

Преимущества банковских холдинг-компаний. Первые банковские холдинг-компании старались извлечь преимущества, связанные с наличием сети отделений в тех штатах, где открытие отделений было запрещено. Они располагали уникальным преимуществом контролировать банки, расположенные в нескольких штатах. Одна из старейших банковских холдинг-компаний, ранее называвшаяся «Вестерн Бэнкорпорейшн», а теперь переименованная в «Ферст Интерстейт Бэнкорп», контролирует банки большинства западных штатов. В последние годы многие банки реорганизовались и учредили банковские холдинг-компании для того, чтобы расширить круг своих операций в тех сферах, где банкам запрещено действовать (речь идет о лизинге, факторинговых операциях, участии в инвестиционных операциях и предоставлении консуль-

¹ К числу факторинговых операций относятся такие, как перепродажа права на изыскание долгов, перепродажа на комиссионных началах, некоторые коммерческие операции по доверенности. — *прим. ред.*

тационных услуг). Кроме того, до отмены централизованного регулирования величины процентных ставок по депозитам, банковские холдинг-компании могли привлекать денежные средства, не подпадающие под ограничения, налагаемые максимальной величиной процентных ставок, установленных федеральным правительством, что и делалось путем продажи банковскими холдинг-компаниями коммерческих бумаг¹ или с помощью каких-либо иных операций по привлечению кредитов.

Еще одним достоинством банковских холдинг-компаний является то, что централизованный контроль над целой группой банков, входящих в холдинг, может приводить к снижению издержек. Центральное управляющее звено холдинга может с гораздо меньшими издержками, чем многочисленные маленькие бесфилиальные банки, заниматься вопросами рекламы, аудиторских операций и проведения ревизий, а также инвестиционной деятельностью. С другой стороны, возрастающая сложность управления чрезмерно крупными банковскими организациями до некоторой степени уничтожает эти преимущества; помимо этого, крупные банки, принадлежащие и контролируемые лицами, не проживающими в местности (и, в силу этого, не являющимися носителями специфических местных экономических интересов — *прим. ред.*), которую эти банки обслуживают, могут иметь меньшую привлекательность в глазах клиентов, чем маленькие местные банки.

Регулирование деятельности банковских холдинг-компаний. Банковские холдинг-компании вызвали политическое противодействие в течение более чем пятидесяти лет. Оно основывалось на опасении перед их размерами и возможной концентрацией экономической мощи, на аргументах, направленных против открытия отделений банков, и на противодействии другим типам коммерческой деятельности. Разграничение банковской (и сходной с ней) деятельности и всех прочих видов коммерческой деятельности стало главной целью распространения правительственного контроля на деятельность банковских холдинг-компаний. Первая попытка такого разграничения была сделана в Законе о банковской деятельности 1933 года.

Закон о банковских холдинг-компаниях 1956 г. определяет как банковскую холдинг-компанию, владеющую 25% и более акций двух или более банков. Закон запрещал новые приобретения банков за пределами штата и ограничивал приобретение дополнительных акций с правом в других банках. Кроме того, этот закон также запрещал уже зарегистрированные банковским холдинг-компаниям заниматься деятельностью, не относящейся к банковским операциям, что вынудило несколько банковских корпораций разделить свою банковскую и небанковскую деятельность.

В 1970 г. сфера правительственного регулирования была законодательно распространена и на одноканковые холдинг-компании, что дало Совету управляющих Федеральной Резервной Системы определенную власть над ними (см. *Federal Reserve Bulletin*, January 1971, pp. 29—33; Roy A. Shotland, «Bank Holding Companies and Public Policy Today», in *Committee on Banking, Currency and Housing*, U. S. House, 94th Congress, 2nd sess. *Fine: Financial Institutions and the Nations Economy: Compendium of Papers Prepared for the FINE Study Committee Print* (Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office, June 1976), pp. 233—283). После принятия Закона 1956 г. численность одноканковых холдинг-компаний стремительно возрастала. С 1972 г. когда последовало распоряжение о регистрации всех банковских холдинг-компаний, и до

¹ Под коммерческими бумагами США понимаются обращающиеся на рынке обязательства крупных компаний, не имеющие специального обеспечения. — *прим. ред.*

сего дня в сферу регулирования Федеральной Резервной Системы попало более 6000 банковских холдинг-компаний. Из данных табл. 4.3 следует, что в 1984 г. на долю банков, находящихся во владении холдинг-компаний, приходилось 86% всех депозитов коммерческих банков США.

Следует отметить, что сейчас существует мощная политическая поддержка инициативам о запрещении банковским холдинг-компаниям заниматься банковскими и связанными с ними операциями, хотя перечень операций, разрешенных холдингам (регулируемым ФРС) и расширился со временем весьма существенно. Дело в том, что коммерческие предприятия, не относящиеся к банковским холдинг-компаниям, опасаются, что их конкуренты из числа дочерних предприятий банковских холдингов могут иметь преимущества при получении кредитов от банковской холдинг-компания. Кроме того, государственные регулирующие органы опасаются, что банковская холдинг-компания не сможет с необходимой объективностью

4.1. Денежная политика в действии

СЛИЯНИЕ «УЭЛЛС ФАРГО-КРОКЕР»

Приобретение «Крокер Нэшнл Корпорейшн» банковской компанией «Уэллс Фарго» в 1986 г. стало крупнейшим слиянием в истории банковского дела США. Банк «Уэллс Фарго» был третьим, а «Крокер» — пятым среди крупнейших банков штата Калифорния. В процесс слияния было волежено более 700 отделений и 31 млрд. долларов депозитов.

Прежде, чем слияние получило официальное одобрение регулирующих органов, последним предстояло решить, что оно существенно не уменьшит уровень конкуренции, а если это и произойдет, то возникшие затруднения и проблемы будут все-таки значительно менее важными, чем те удобства, которые получают клиенты банков в широкая общественность в результате слияния.

Измерителем рыночной концентрации, принятым в Министерстве юстиции США, является индекс Герфиндаля—Хиршмана. Он равен сумме квадратов процентных долей фирм на рынке. Чем меньше величина индекса, тем сильнее конкуренция. Если, например, на рынке действуют всего два банка, причем рыночная доля каждого составляет 50%, то индекс будет равен 5000. Если на рынке действуют 10 банков и рыночная доля каждого составляет 10%, то индекс будет ниже, и составит 1000 пунктов. Такой рынок обладает меньшей концентрацией. В современных условиях су-

ществует практика, согласно которой слияние, повышающее абсолютную величину индекса до 1800, не будет санкционировано.

Решая вопрос о географических границах рассматриваемого рынка, регулирующие органы должны, кроме всего прочего, определить и то, какие финансовые институты должны быть включены в число конкурентов. Раньше эти органы могли четко выделять коммерческие банки из всей массы финансовых учреждений. Однако времена меняются, и теперь сберегательные учреждения и брокерские фирмы открывают клиентам чековые текущие счета и дают ссуды, составляя конкуренцию коммерческим банкам. Если сберегательные учреждения и другие финансовые институты включаются в систему рынка услуг коммерческих банков, то конкуренция, измеренная индексом Герфиндаля—Хиршмана, естественно, понижается. Рассматривая вопрос о санкционировании слияния «Уэллс Фарго-Крокер», регулирующие органы включали в число конкурентов гораздо более широкий спектр финансовых учреждений, чем это обычно делается при оценке рыночной конкуренции.

Источник: Frederick T. Furlong, «The Wells Fargo-Acquisition». FRBSF Weekly Letter (San Francisco, November 28, 1986).

и осторожностью реагировать на просьбы своих дочерних небанковских предприятий о выдаче ссуд.

Корреспондентские отношения между банками

Банки-корреспонденты образуют специфическую неформальную сеть сотрудничающих между собой банков. Небольшой независимый банк может установить корреспондентские отношения, поместив часть своих средств на депозит в более крупном банке. Маленькие банки предоставляют своим клиентам иностранную валюту и чеки, подлежащие приему в зарубежных странах, используя свои корреспондентские балансы, и депонируют на эти счета особые чеки, которые не проходят через Резервные банки. Корреспондентские связи дают банку ряд преимуществ, сходных с открытием отделений банка, но в то же самое время за банком сохраняется право собственности (и самостоятельности — *прим. ред.*) и контроль над своими операциями. Крупные банки также могут устанавливать между собой аналогичные отношения, открывая депозитные счета друг у друга.

Крупные банки конкурируют между собой за открытие у них межбанковских депозитов со стороны более мелких банков, так как эти депозиты снабжают крупные банки денежными средствами, необходимыми последним для инвестирования. Мелкие банки получают от своих банков-корреспондентов консультации по инвестиционным и правовым вопросам, информацию об оценке кредитоспособности коммерческих заемщиков, содействие в подборе служащих, заемные средства в критических ситуациях и помощь в международных операциях. Банки-корреспонденты могут выдавать друг другу ссуды, а также сотрудничать в выдаче крупных ссуд ценным клиентам.

Банковские директора и служащие

Держатели акций банка избирают Совет директоров. Число голосов, которым располагает каждый держатель акций, зависит от числа акций, которыми он владеет. Директора избирают председателя Совета директоров. Обычно Совет директоров проводит заседания по крайней мере один раз в месяц для того, чтобы решить какие-либо текущие вопросы, проанализировать ситуацию с выдачей важных для банка ссуд, заслушать и обсудить отчеты, а также обсудить проблемы и политику банка вместе со служащими банка. Директора национальных банков должны быть владельцами акций банка, а ответственность, возложенная на них в соответствии с законом, превосходит ответственность директоров обычных корпораций.

Президент и (как это имеет место в крупных банках) председатель Совета директоров, а также вице-председатель формируют высшее руководство организации. Они ведут дела банка, нанимают служащих и контролируют их работу. К числу других крупных должностей в банке относятся вице-президенты, ответственные за различные конкретные виды банковской деятельности, работники траст-отдела, казначей и другие служащие, отвечающие за банковские операции. Служащие банка за пренебрежительное отношение к вверенным им служебным обязанностям могут подвергаться судебной ответственности. Так, в 1984 г. Федеральная корпорация по страхованию депозитов возбудила судебный процесс против шести высших служащих обанкротившегося на сумму 138,5 млн. долларов «Пенн Скуэр Нэшнл Бэнк» (штат Оклахома). Им вменялось в вину игнорирование предупреждения, высказанного банковскими ревизорами, в

отношении имевшей место в банке небезопасной практики осуществления банковских операций.

Банки могут устанавливать связи между собой, имея общих директоров; независимые банки, связанные между собой, таким образом, образуют банковскую цепную систему. Такие системы получили наиболее широкое распространение в тех штатах, где запрещено открытие банковских отделений и где отсутствуют зарегистрированные холдинг-компании. В 1914 г. Закон Клейтона запретил общие директораты для банков-членов Федеральной Резервной Системы, расположенных в одном городе или близлежащих городах. Это запрещение отражает опасение законодателя, что подобные взаимосвязи будут препятствовать конкуренции. В начале 70-х годов некоторые штаты распространили это запрещение совмещения директорских постов в пределах одной территории на все застрахованные коммерческие банки, взаимные сберегательные банки и ссудо-сберегательные ассоциации.

Табл. 4.3. Зарегистрированные банковские холдинг-компании, контролируемые ими банки, контролируемые ими отделения и общие депозиты (за период 1957—1984 гг.).

Банковская холдинг-компания — это корпорация, владеющая акционерным капиталом одного или более банков, достаточным для контроля над ним (ними). Она может также владеть компаниями, занимающимися сходными с банковскими операциями, которыми банкам по закону заниматься запрещено (например, лизинг, страхование, оказание консультационных услуг). Как следует из данных этой таблицы, доля банковских активов, принадлежащих банкам холдинг-компаний, резко возросла за последние годы

Год	Число зарегистрированных холдинг-компаний	Контролируемые ими банки	Контролируемые ими отделения	Общие депозиты (в млрд. долл.)	Доля (в %) общих депозитов в общих депозитах всех коммерческих банков США
1957	50	417	851	15.1	7.5
1968	80	629	2262	57.6	13.2
1970	121	895	3260	78.1	16.2
1972*	1607	2720	13 441	379.4	61.5
1976	1912	3791	19 203	553.6	66.1
1980	3056	4954	34 970	840.6	70.4
1984	6070	8625	35 618	1411.2	86.4

* Однобанковские холдинг-компании, зарегистрированные начиная с 1972 г.
 Источник: Federal Reserve Bulletin; Board of Governors of the Federal Reserve System, Annual Statistical Digest, 1973—1977 (Washington, D. C., 1978), PP. 277, 283; 198, P. 187; 1984. P. 210.

Глава 5

ДЕНЕЖНЫЕ АКТИВЫ И ИНВЕСТИЦИИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ: КАК БАНКИ УПРАВЛЯЮТ СВОИМИ ПОРТФЕЛЯМИ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- С помощью T-счетов показать результаты различных операций с наличными деньгами, которые осуществляют банки.
- Обсудить характеристики различных типов вторичных резервов и описать причины, по которым банки держат активы во вторичных резервах.
- Объяснить, как функционирует рынок федеральных фондов и почему он так важен для банков.
- Объяснить выгодность для банков вложений в ценные бумаги правительства США.
- Описать характеристики муниципальных облигаций, отличающие их от других активов, находящихся в портфелях банков.

В этой и двух последующих главах обсуждаются операции коммерческих банков. Правильное понимание функционирования коммерческих банков важно по двум причинам. Во-первых, эти институты составляют основу финансовой системы США, представляя собой главный источник ликвидности и основной канал передачи денежных средств от тех, кто сберегает деньги, к тем, кто их инвестирует. Во-вторых, коммерческие банки снабжают экономику основной массой средств обращения в форме операционных депозитов (transactions deposits). В силу этих причин усилия ФРС, направленные на контроль за уровнем цен, за занятостью и реальным объемом производства с помощью денежно-кредитной политики, устремлены именно на коммерческие банки. Хотя многие соображения, выдвинутые в этих трех главах, сохраняют свою силу не только для коммерческих банков, но и для сберегательных институтов, мы займемся специальным рассмотрением последних в главе 8.

НЕКОТОРЫЕ ОБЩИЕ ПРИНЦИПЫ

Осуществляя процессы управления своими портфелями, банки преследуют несколько целей. Эти цели были описаны в самой общей форме в ходе обсуждения спроса на активы, предъявляемого как деловыми единицами, так и отдельными лицами (см. главу 2). В этой главе, а также, в известной степени, в главах 6 и 7 мы вновь остановимся на этих целях, но уже с точки зрения самих банков. Прежде чем вдаваться в детали, мы вспомним ряд общих принципов. Читатели, ранее изучавшие другие сферы бизнеса или экономики, найдут здесь много известного для себя, однако специфические детали, относящиеся к банковскому делу, имеют уникальный характер.

Балансовые отчеты

Главным инструментом для изучения деятельности коммерческого банка является балансовый отчет. В табл. 5.1 показан балансовый отчет «Дартмут Нэшнл Бэнк» — типичный отчет мелкого или среднего коммерческого банка.

На день, к которому подготавливался отчет, 31 декабря 1986 г., бухгалтеры составили список всех банковских активов. Включили в него все объекты собственности, как реальные, так и финансовые, которыми владеет банк, в том числе кассовую наличность, ценные бумаги, вычислительную технику и так далее. Обратите внимание, что ссуды, выданные банком, учитываются в активах банка, поскольку они представляют обязательства осуществления будущих платежей банку в соответствии с оговоренными графиками. Совокупные активы банка на это число составили 156 956 000 долларов.

На то же самое число приведены в балансовом отчете данные о банковских пассивах (liabilities). В их число включаются все денежные требования, выставленные банку, кроме требований его владельцев. В статьях пассива наиболь-

шее и важнейшее значение имеют банковские депозиты (вклады). Кроме них к пассивам относятся также краткосрочные кредиты в форме соглашений об обратном выкупе, ссуды, полученные банком под недвижимость, и некоторые другие статьи. Совокупные пассивы банка составили 148 093 000 долларов.

Обратите внимание на то, что совокупные активы банка превосходили его совокупные пассивы. Это — свидетельство того, что «Дартмут Нэшнл» является платежеспособным банком. Банкиры рассматривают платежеспособность приблизительно с той же точки зрения, с какой врачи изучают характер сердечбиения пациента. С точки зрения банковского дела неплатежеспособный банк сталкивается примерно с теми же проблемами, что и больной, у которого не прощупывается пульс. Тем не менее, как явствует из примера «S.1. Денежная политика в действии», жизнедеятельность неплатежеспособных банков иногда поддерживается с помощью специальных «систем жизнеобеспечения».

Табл. 5.1. Финансовое состояние «Дартмут Нэшнл Бэнк» на 31 декабря 1986 г.

«Дартмут Нэшнл Бэнк» расположен в г. Гановере (штат Нью-Гэмпшир), городке, население которого составляет около 8000 жителей. Банк получил чартер в 1865 г. от Контролера Денежного обращения США и успешно работал более 120 лет. В 1985 г. фирма «Индиян Хед Корпорейшн», банковская холдинг-компания из г. Нашуа в Нью-Гэмпшире, купила «Дартмут Нэшнл Бэнк», обменяв свои акции на акции «Дартмут Нэшнл». «Индиян Хед Корпорейшн» является одной из четырех крупнейших банковских холдинг-компаний в своем штате.

Активы	Тыс. долл.	Пассивы	Тыс. долл.
Кассовая наличность	1071	Депозиты до востребования	18633
Остаток на счетах в Федеральном Резервном банке	5286	Нау-счета	30 619
Чeki на кассо	7644	Депозиты казначейства США	690
Остатки на счетах в банках-корреспондентах	530	Депозиты штатов и политических учреждений	602
Ссуды, предоставляемые другим банкам с депозитов данного банка в Федеральном Резервном банке	7000	Сберегательные депозиты и деньги на «сберкнижке» (passbook deposits)	4834
Депозитные сертификаты (ДС)	5497	Депозитные счета денежного рынка (ДСДР)	40 007
Казначейские векселя (КВ)	6584	Мелкие срочные вклады	32 727
Ценные бумаги федеральных агентств	3551	Ценные бумаги, проданные на условиях обязательного обратного выкупа	11 509
Облигации муниципалитета	4632	Крупные краткосрочные вклады	6230
Ценные бумаги, выпущенные под залог недвижимости	3091	Задолженность по закладным и прочие пассивы	2242
Векселя, облигации и акции корпораций	5710	Всего пассивов:	148 093
Ссуды	101 640	Капитал, представленный в акциях:	
Банковские помещения и другие активы	4720	Обычные акции	200
Всего:	156 956	Резервный капитал (surplus)	1003
		Нераспределенная прибыль и резервы	7663
		Всего акционерный капитал:	8863
		Всего пассивов и акционерного капитала:	156 956

Для того, что правильно понять, что такое платежеспособность, представьте себе, что банк продает все свои активы по ценам, равным суммам, обозначенным в балансовом отчете, получая, таким образом, 156 956 000 долларов. Из этих поступлений банк рассчитывается по всем своим обязательствам, обозначенным в пассивах в соответствии с их балансовой стоимостью, выплачивая сумму в 148 093 000 долларов. В результате этих операций у владельцев банка сохраняются остаточные требования к банку на сумму 8 863 000 долларов. Таким образом, разность между банковскими активами и пассивами составляет реальную величину капитала банка, представленного в форме акций. Этот остаток иначе обозначается термином «собственный капитал банка». Банк в нашем примере является платежеспособным, поскольку величина его акционерного капитала (капитала, представленного в акциях), больше нуля. Неплатежеспособный банк — это банк, чьи пассивы (обязательства) превышают его активы. Такой банк имеет нулевую или отрицательную величину акционерного капитала.

Т-счета

Поскольку капитал банка в форме акций определяется как разность между активами и пассивами, то величина пассивов плюс величина капитала в форме акций всегда в точности равна величине совокупных активов. Именно поэтому банковский отчет и называется балансовым. Для того, чтобы сохранялся этот балансовый принцип, нельзя изменять в балансовом отчете только одну строку. Вместо этого всегда нужно вносить изменения сразу в две строки, причем эти изменения должны взаимно балансировать друг друга. Обсуждая банковские операции, часто значительно проще сосредоточить внимание именно на самих этих изменениях, а не на всем балансовом отчете. В последующих главах мы часто будем пользоваться упрощенными балансовыми отчетами, известными как Т-счета. Среди прочих своих функций Т-счета могут продемонстрировать те изменения в балансовом отчете, которые являются результатом той или иной банковской операции.

Т-счет 5.1 представляет собой пример несложной операции. Он показывает, что произойдет, если клиент положит на депозит в «Дартмут Нэшл Бэнк» 1000 долларов наличными. В этой книге в дальнейшем будет приведено еще достаточно большое количество Т-счетов.

Т-счет 5.1

«Дартмут Нэшл Бэнк»

Активы		Пассивы и счета движения капиталов
Кассовая наличность	+ \$1000	Без изменений
Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке	— \$1000	

Портфельный подход к управлению банком

В прежние времена банкиры держали финансовые документы в кожаных сумках, получивших название «портфелей». В наши дни финансовая учетная документация принимает форму невидимых электронных бухгалтерских проводок (записей в электронные «банковские книги» — *прим. пер.*), однако сам термин «портфель» сохранился. Теперь он означает просто всю совокупность банковских активов и пассивов. Основной задачей банковских служащих является такое управление портфелями банка, которое в наибольшей степени отвечает целям банка, исходя из действующих инструкций, регулирующих банковские операции.

Очевидно, что одной из целей управления портфелем является увеличение банковской прибыли. Естественно, что с течением времени прибыли банка увеличивают собственный капитал банка, что способствует обогащению его владельцев. Однако банковские менеджеры должны соотносить прибыльность с соображениями безопасности и ликвидности. Банк, предоставляющий слиш-

5.1. Денежная политика в действии

НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ НЕ ВСЕГДА ПРИВОДИТ К ЗАКРЫТИЮ БАНКА

Теоретически, когда банк становится неплатежеспособным, то есть его собственный капитал падает до нуля, он прекращает операции. Однако так происходит далеко не всегда.

Компания «Сбережения и ссуды» г. Беркбернетта (Техас), как обычно, утром открывала двери для своих клиентов. Служащие принимали вклады и выдавали деньги со счетов. Однако ежедневно к концу дня дела компании были хуже, чем в его начале. Так продолжалось изо дня в день. Капитал компании был подорван политикой выдачи ссуд, не погашавшихся в срок. Компания имела, как говорят экономисты, отрицательный собственный капитал. Ее шаткие активы едва-едва позволяли осуществлять выплаты вкладчикам. Убытки от основной деятельности углубляли создавшийся дефицит на 1,5 млн. долларов ежемесячно.

«Никому не нужна собака, на которой полно блох», — заявил Л. Л. Бомэн, уполномоченный от штата по делам сбережений и ссуд. — «Каждый день, пока эта ассоциация работает, стоит Федеральной корпорации по страхованию сбережений и ссуд больших денег».

Однако ссудо-сберегательная ассоциация г. Беркбернетта, Техас, — не единственная финансово-кредитная организация, терпящая бедствие, и, несмотря на это, получавшая санкцию на продолжение деятельности. В 1986 г. более 400 ссудо-сберегательных ассоциаций продолжали функционировать, не обладая платежеспособностью. Помимо этого, десять крупнейших банков США имели в своих балансовых отчетах ссуды на сумму 55 млрд. долларов, выданных пяти латиноамериканским странам и Филиппинам. По имеющимся оцен-

кам эти десять ссуд на 150% превосходят их акционерный капитал. Между тем реальная ценность этих ссуд может оказаться на 20 и даже 50 процентов меньше, чем их балансовая ценность. Таково мнение многих банкиров и аналитиков.

Единственное, что сохраняет иллюзию платежеспособности многих бедствующих финансовых институтов — это практика «откладывания убытков от ссуд» (loan loss deferral). Она сводится к тому, что активы учитываются по их балансовой стоимости даже тогда, когда их рыночная стоимость намного меньше, что связано с высокой вероятностью невыполнения обязательств должниками. Если бы активы были уменьшены до величины их реальной стоимости, то потери сократили бы акционерный капитал банка на величину списания. В ряде случаев это привело бы к тому, что собственный капитал банка стал бы равен нулю или меньше.

Некоторые обозреватели называют практику откладывания убытков от ссуд «складированием долгов». Наиболее оптимистичные из них полагают, что такое «складирование» позволит со временем решить многие проблемы, связанные с невозвращением кредитов, особенно если процентные ставки будут не очень высокими. Однако инфляция — этот классический механизм, позволяющий банкам сократить потери от невозвращения ссуд в срок — едва ли окажет существенную помощь в обозримом будущем.

Источник: Jeff Bailey, «Deferred Loan Losses at Thrifts and Banks Snowball across U.S.», The Wall Street Journal, January 8, 1986.

Для того, что правильно понять, что такое платежеспособность, представьте себе, что банк продает все свои активы по ценам, равным суммам, обозначенным в балансовом отчете, получая, таким образом, 156 956 000 долларов. Из этих поступлений банк рассчитывается по всем своим обязательствам, обозначенным в пассивах в соответствии с их балансовой стоимостью, выплачивая сумму в 148 093 000 долларов. В результате этих операций у владельцев банка сохраняются остаточные требования к банку на сумму 8 863 000 долларов. Таким образом, разность между банковскими активами и пассивами составляет реальную величину капитала банка, представленного в форме акций. Этот остаток иначе обозначается термином «собственный капитал банка». Банк в нашем примере является платежеспособным, поскольку величина его акционерного капитала (капитала, представленного в акциях), больше нуля. Неплатежеспособный банк — это банк, чьи пассивы (обязательства) превышают его активы: Такой банк имеет нулевую или отрицательную величину акционерного капитала.

Т-счета

Поскольку капитал банка в форме акций определяется как разность между активами и пассивами, то величина пассивов плюс величина капитала в форме акций всегда в точности равна величине совокупных активов. Именно поэтому банковский отчет и называется балансовым. Для того, чтобы сохранялся этот балансовый принцип, нельзя изменять в балансовом отчете только одну строку. Вместо этого всегда нужно вносить изменения сразу в две строки, причем эти изменения должны взаимно балансировать друг друга. Обсуждая банковские операции, часто значительно проще сосредоточить внимание именно на самих этих изменениях, а не на всем балансовом отчете. В последующих главах мы часто будем пользоваться упрощенными балансовыми отчетами, известными как Т-счета. Среди прочих своих функций Т-счета могут продемонстрировать те изменения в балансовом отчете, которые являются результатом той или иной банковской операции.

Т-счет 5.1 представляет собой пример несложной операции. Он показывает, что произойдет, если клиент положит на депозит в «Дартмут Нэшнл Бэнк» 1000 долларов наличными. В этой книге в дальнейшем будет приведено еще достаточно большое количество Т-счетов.

Т-счет 5.1

«Дартмут Нэшнл Бэнк»

Активы		Пассивы и счета движения капиталов
Кассовая наличность	+ \$1000	Без изменений
Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке	— \$1000	

Портфельный подход к управлению банком

В прежние времена банкиры держали финансовые документы в кожаных сумках, получивших название «портфелей». В наши дни финансовая учетная документация принимает форму невидимых электронных бухгалтерских проводок (записей в электронные «банковские книги» — *прим. пер.*), однако сам термин «портфель» сохранился. Теперь он означает просто всю совокупность банковских активов и пассивов. Основной задачей банковских служащих является такое управление портфелями банка, которое в наибольшей степени отвечает целям банка, исходя из действующих инструкций, регулирующих банковские операции.

Очевидно, что одной из целей управления портфелем является увеличение банковской прибыли. Естественно, что с течением времени прибыли банка увеличивают собственный капитал банка, что способствует обогащению его владельцев. Однако банковские менеджеры должны соотносить прибыльность с соображениями безопасности и ликвидности. Банк, предоставляющий слиш-

5.1. Денежная политика в действии

НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ НЕ ВСЕГДА ПРИВОДИТ К ЗАКРЫТИЮ БАНКА

Теоретически, когда банк становится неплатежеспособным, то есть его собственный капитал падает до нуля, он прекращает операции. Однако так происходит далеко не всегда.

Компания «Сбережения и ссуды» г. Беркбернетта (Техас), как обычно, утром открывала двери для своих клиентов. Служащие принимали вклады и выдавали деньги со счетов. Однако ежедневно к концу дня дела компании были хуже, чем в его начале. Так продолжалось изо дня в день. Капитал компании был подорван политикой выдачи ссуд, не погашавшихся в срок. Компания имела, как говорят экономисты, отрицательный собственный капитал. Ее штатные активы едва-едва позволяли осуществлять выплаты вкладчикам. Убытки от основной деятельности углубляли создавшийся дефицит на 1,5 млн. долларов ежемесячно.

«Никому не нужна собака, на которой полно блох», — заявил Л. Л. Боумэн, уполномоченный от штата по делам сбережений и ссуд. — «Каждый день, пока эта ассоциация работает, стоит Федеральная корпорация по страхованию сбережений и ссуд больших денег».

Однако ссудо-сберегательная ассоциация г. Беркбернетта, Техас, — не единственная финансово-кредитная организация, терпящая бедствие, и, несмотря на это, получившая санкцию на продолжение деятельности. В 1986 г. более 400 ссудо-сберегательных ассоциаций продолжали функционировать, не обладая платежеспособностью. Помимо этого, десять крупнейших банков США имели в своих балансовых отчетах ссуды на сумму 55 млрд. долларов, выданных пяти латиноамериканским странам и Филиппинам. По имеющимся оцен-

кам эти десять ссуд на 150% превосходят их акционерный капитал. Между тем реальная ценность этих ссуд может оказаться на 20 в даже 50 процентов меньше, чем их балансовая ценность. Таково мнение многих банкиров и аналитиков.

Единственное, что сохраняет иллюзию платежеспособности многих бедствующих финансовых институтов — это практика «откладывания убытков от ссуд» («loan loss deferral»). Она сводится к тому, что активы учитываются по их балансовой стоимости даже тогда, когда их рыночная стоимость намного меньше, что связано с высокой вероятностью невыполнения обязательств должниками. Если бы активы были уменьшены до величины их реальной стоимости, то потери сократили бы акционерный капитал банка на величину списания. В ряде случаев это привело бы к тому, что собственный капитал банка стал бы равен нулю или меньше.

Некоторые обозреватели называют практику откладывания убытков от ссуд «складированием долгов». Наиболее оптимистичные из них полагают, что такое «складирование» позволит со временем решить многие проблемы, связанные с невозвращением кредитов, особенно если процентные ставки будут не очень высокими. Однако инфляция — этот классический механизм, позволяющий банкам сократить потери от невозвращения ссуд в срок — едва ли окажет существенную помощь в обозримом будущем.

Источник: Jeff Bailey, «Deferred Loan Losses at Thrifts and Banks Snowball across U.S.», The Wall Street Journal, January 8, 1986.

ком много рискованных ссуд или не оказывающийся в состоянии обеспечить ликвидность, необходимую в некоторых непредвиденных ситуациях, может оказаться неплатежеспособным.

Помимо этого, управление портфелем должно быть подчинено общей маркетинговой стратегии банка. Так, например, и «Дартмут Нэшнл Бэнк», и «Нэшнл Бэнк оф Нозеры Вирджиния», о которых уже шла речь в предыдущей главе, являются преимущественно «розничными» банками (*retail banks*). В число их целей входит привлечение депозитов местных потребителей и деловых предприятий, предоставление широкого ассортимента услуг своим клиентам, а также готовность удовлетворить их потребности в ссудах. Маркетинговый план такого крупного финансового центра, как «Чейз Манхэттен», будет существенно отличаться от плана розничных банков. Он будет основываться в гораздо большей степени на таких источниках денежных средств, как обращающиеся обязательства (пассивы) (*negotiable liabilities*), к числу которых относятся ДС¹ и так называемые соглашения об обратном выкупе (*repurchase agreements — RP*). Кроме того, «Чейз Манхэттен» является участником операций на общемировом рынке ссуд. Очевидно и то, что маркетинговый план «Индиан Хед Корпорейшн», банковской холдинг-компании, действующей в масштабах своего штата (именно она купила «Дартмут Нэшнл Бэнк» в 1985 г.), будет отличаться от обоих вышеупомянутых планов.

В этой главе мы рассматриваем только один сегмент банковского отчета, в котором приводятся наиболее ликвидные активы банка. В главе 6 мы рассмотрим ссуды, а в главе 7 — пассивы. Однако необходимо подчеркнуть, что все рассуждения, приведенные в этих трех главах, объединены единой стратегией управления портфелем. Потребность в ликвидности зависит, по крайней мере частично, от природы и характера банковских ссуд и депозитов; выбор ссуд зависит в такой же мере от величины денежных средств. В свою очередь, стратегия привлечения депозитов зависит от доступных банку инвестиционных возможностей. Все эти факторы взаимосвязаны.

КАССОВАЯ НАЛИЧНОСТЬ И ОСТАТКИ, НЕ ПРИНОСЯЩИЕ ПРОЦЕНТОВ²

Активы, стоящие на первом месте в балансовом отчете «Дартмут Нэшнл Бэнк» (см. табл. 5.1), представляют собой наличные деньги (или валюту) и монеты, находящиеся в банке; эта статья активов носит название «кассовая наличность». К числу других активов относятся три типа не приносящих процента балансовых остатков: остатки на счетах в Федеральном Резервном банке, чеки и другие платежные документы в процессе инкассирования³ и такие же остатки на счетах в банках-корреспондентах. Банки, в силу различных причин, держат средства на каждом из этих активов.

Кассовая наличность

Банковская кассовая наличность представлена монетами и бумажными деньгами в сейфах или других хранилищах банка. Банк обязан всегда иметь наличные деньги, поскольку по закону он обязан по первому требованию

¹ ДС — депозитные сертификаты (разновидность срочных вкладов, при которых вкладчик получает сертификат. — прим. пер.).

² Cash and Noninterest-Bearing Balances.

³ В балансе — «чеки на инкассо». — прим. пер.

оплачивать чеки, выписанные по текущим депозитам, а также возвращать наличные деньги, положенные на сберегательные и срочные депозиты по прошествии оговоренного периода времени. Банк также обязан иметь монеты и бумажные деньги любого достоинства для того, чтобы быть в состоянии предоставить в распоряжение своих клиентов ту сумму наличных денег (в тех количествах и купюрах), которую они пожелают.

Ввиду того, что сумма наличных денег, поступающих ежедневно на депозиты от клиентов банка, примерно равна сумме изъятия наличных денег, банк может нормально функционировать, обходясь сравнительно небольшим объемом кассовой наличности по сравнению с размерами банковских депозитов. Как следует из табл. 5.1, на 31 декабря 1986 г. кассовая наличность «Дартмут Нэшнл Бэнк» составляла всего 1 071 000 долл. В то же время совокупные депозиты банка составляли 134 342 000 долл. Банки избегают держать в наличных очень крупные суммы денег из-за относительной легкости, с которой они могут быть украдены, а также потому, что эти деньги не приносят дохода в форме процента. Кассовая наличность банка по закону считается его резервом, хотя в более крупных банках резервы состоят из обязательных остатков на счетах в Федеральных Резервных банках.

Т-счет 5.2

«Дартмут Нэшнл Бэнк»

Активы		Пассивы и счета движения капиталов
Кассовая наличность	+\$1000	Без изменений
Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке	-\$1000	

Т-счет 5.3

«Дартмут Нэшнл Бэнк»

Активы		Пассивы и счета движения капиталов
Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке	-\$1000	Депозиты +\$1000

Т-счет 5.4

«Дартмут Нэшнл Бэнк»

Активы		Пассивы и счета движения капиталов
Чеки на инкассо	+\$1000	Депозиты +\$1000

Т-счет 5.1 иллюстрирует, каким образом движение наличных денег действует на банк. Если в «Дартмут Нэшнл Бэнк» внесено 1000 долларов наличными деньгами, то кассовая наличность увеличится не на 1000 долл., а вкладчик (депозитор) получит приращение к своему депозиту, равное той же 1000 долл. Наличные деньги, полученные банком, когда некое лицо кладет их на депозит банка, учитываются в активе банка, а сам депозит представляет собой обязательство, зафиксированное в банковских книгах.

Изъятие (withdrawal) 1000 долларов наличными скажется на балансовом отчете банка противоположным образом. «Дартмут Нэшнл Бэнк» выдаст вкладчику 1000 долларов наличными из своей кассовой наличности, а вкладчик заплатит за это уменьшением величины своего вклада на ту же величину.

Если отток (outflow) наличных денег превосходит их приток (inflow), то банк может пополнить свой запас монет и бумажных наличных денег, заказав

дополнительный их объем в Федеральном Резервном банке. Коммерческие банки держат вклады в Резервных банках, которые работают практически по тому же принципу, что и текущие вклады частных лиц в коммерческих банках. Т-счет 5.2 демонстрирует, как изменится балансовый отчет, если «Дартмут Нэшнл Бэнк» получит 1000 долларов наличными из своего Федерального Резервного банка. В этом случае кассовая наличность «Дартмут Нэшнл Бэнк» возрастет, но величина его вклада в Федеральном Резервном банке уменьшится. Если бы «Дартмут Нэшнл Бэнк» внес на депозит в Федеральный Резервный банк 1000 долларов наличными, то его остаток на депозите в Федеральном Резервном банке увеличился бы, а кассовая наличность сократилась бы.

Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке

На 31 декабря 1986 г. остатки на счетах «Дартмут Нэшнл Бэнк» в Федеральном Резервном банке г. Бостона составили \$ 286 000 долл. (см. табл. 5.1). Эти остатки служат двум целям: они выполняют функцию обязательных по закону резервов и используются при клиринге¹ и для инкассации². В соответствии с законом (коммерческие) банки обязаны держать в резервах суммы, равные определенной доле их депозитов. Поскольку счета в Федеральном Резервном банке представляют собой депозиты до востребования и, соответственно, не приносят процентов, обычно банки стараются ограничить размеры своих резервных авуаров минимальной, определенной законом, величиной.

Помимо этого, многие коммерческие банки с помощью своих депозитов в Федеральном Резервном банке получают деньги по чекам, положенным к ним на хранение, но выписанным и подлежащим оплате в других банках. Получив такой чек, Федеральный Резервный банк уменьшает размеры резервного депозита того банка, на который выписан чек, на величину, указанную в чеке. Хотя такой практикой инкассирования чеков, подлежащих оплате другими банками, и пользуются многие коммерческие банки, есть среди них и такие, которые просто кладут подобные чеки на хранение (т. е. депонируют их — *прим. пер.*), в банках-корреспондентах. Что касается чеков, выписанных на зарубежные банки, то они инкассируются, как правило, в крупных городских банках.

Во многих городах и районах банки инкассируют чеки друг друга через местные клиринговые палаты. Услуги клиринговой палаты избавляют банки от необходимости проводки чеков через Федеральный Резервный банк или банк-корреспондент, что ускоряет процесс инкассирования. Ускорение процессов клиринга увеличивает то, что банкиры называют «степенью доступности» денежных средств. Это является главной причиной, по которой коммерческие банки пользуются услугами клиринговой палаты. Помимо этого использование клиринговых палат снижает издержки на осуществление клиринга, поскольку эти палаты обязаны регистрировать только либо активные (благоприятные), либо пассивные (неблагоприятные) клиринговые балансы банков-клиентов палаты, о чем палатой информируется Федеральный Резервный банк или банк-корреспондент.

Коммерческие банки, осуществляющие клиринг чеков других банков, выс-

¹ Клиринг (банковский) — безналичные расчеты между банками, зачет взаимных требований банков. — *прим. пер.*

² Инкассация (от итал. *incasso*) — банковская операция, при посредстве которой банк (в данном случае Федеральный Резервный банк) по поручению своего клиента (в данном случае некоего третьего банка, являющегося клиентом Федерального Резервного банка) получает со счета (в данном случае — со счета «Дартмут Нэшнл Бэнк») причитающиеся ему денежные суммы на основании каких-либо денежных документов. — *прим. ред.*

квивают с них около 8% номинала каждого проведенного чека. Для того, чтобы исключить практику субсидированного клиринга чеков, Закон о денежном обращении 1980 г. обязал Федеральные Резервные банки начать взимать комиссионные за оказание этой услуги. До этого момента Федеральные Резервные банки осуществляли клиринг чеков банков-членов ФРС бесплатно. Эта мера существенно уменьшила количество чеков, клиринг которых осуществляется Федеральными Резервными банками.

Наряду с обработкой чеков, подлежащих оплате другими банками, которые банк получает от своих вкладчиков, банк должен также обрабатывать и те чеки, которые выписаны на него, если такие чеки получены другими банками. Теперь на всех чеках содержится закодированная информация, помогающая при сортировке чеков и отправке их в адрес тех банков, где они подлежат инкассированию. Так, например, код, записанный на чеках, подлежащих оплате банком «Дартмут Нэшнл», предлагает направлять их либо в местную клиринговую палату, либо в Федеральный Резервный банк г. Бостона. Т-счет 5.3 показывает, как, получив чек на 1000 долларов, подлежащий оплате банком «Дартмут Нэшнл», Федеральный Резервный банк г. Бостона сокращает величину депозита банка «Дартмут Нэшнл» у себя в Федеральном Резервном банке, а затем уж и сам «Дартмут Нэшнл» сокращает величину депозита клиента, выписавшего чек.

Чек на инкассо

Чеки, находящиеся «на пути» в Федеральный Резервный банк, называются чеками в процессе инкассирования или «чеками на инкассо». Они появляются в статьях активов, так как представляют собой денежные требования. На 31 декабря 1986 г. «Дартмут Нэшнл» имел чеков на инкассо на сумму 7 644 000 долларов. Размер этой суммы красноречиво свидетельствует о крупных масштабах чековых операций, ежедневно совершающихся в банках. Предположим, что «Дартмут Нэшнл Бэнк» получил от одного из своих вкладчиков чек на 1000 долл., выписанный на «Шомет Бэнк» г. Бостона. Немедленная реакция на балансовом отчете «Дартмут Нэшнл» показана на Т-счете 5.4. Сумма чеков на инкассо уравнивается в пассивах соответствующим увеличением депозитов.

Как только Федеральный Резервный банк г. Бостона «проведет» чек (букв. — обработает — *прим. пер.*), он увеличит остаток вклада банка «Дартмут Нэшнл» у себя, а сумма чеков на инкассо в «Дартмут Нэшнл» сократится, как это показано в Т-счете 5.5. Поскольку чек был выписан на «Шомет Бэнк», Федеральный Резервный банк уменьшит сумму остатка «Шомет Бэнк» на 1000 долл., переводя эту сумму на счет «Дартмут Нэшнл Бэнк». Затем «Шомет Бэнк» уменьшит сумму депозита лица, выписавшего чек.

Остаток на счету «Дартмут Нэшнл» в Федеральном Резервном банке г. Бостона возрастет, если общая стоимость чеков, выписанных на другие банки и переданных в Федеральный Резервный банк, превзойдет по величине стоимость его собственных чеков, которые будут пересланы для инкассирования в Резервный банк. Такие изменения в размерах остатков на счетах в Федеральном Резервном банке имеют очень большое значение, поскольку этот депозит представляет собой важнейшую часть обязательных резервов банка, размеры которых регулируются законом. Изменения в резервах определяют, сможет ли банк расширить объемы выдаваемых им ссуд и инвестиций или вынужден будет их сократить. Если на остатках счетов банка в Федеральном Резервном банке образуется сумма, превышающая величину обязательных резервов, коммерческий банк немедленно ее инвестирует или даст займы для того, чтобы получить таким образом дополнительный доход в форме

ссудного процента. Если же остатки счетов коммерческого банка в Резервном банке недостаточны для того, чтобы удовлетворить требования, предъявляемые к банковским резервам, банк должен увеличить эти остатки, продав некоторые ценные бумаги, взяв ссуду или же каким-либо иным способом.

Остатки на счетах в банках-корреспондентах

В главе 4 мы установили, что если один банк открывает текущий счет в другом банке для того, чтобы воспользоваться услугами, предоставляемыми этим банком, то банки образуют между собой корреспондентские связи. В балансовом отчете «Дартмут Нэшнл Бэнк» приводятся данные об остатках счетов в банках-корреспондентах. Они составили 530 000 долл. Эти остатки в банках-корреспондентах называются межбанковскими депозитами¹.

Т-счет 5.5

«Дартмут Нэшнл Бэнк»

Активы	Пассивы и счета движения капиталов	
Чeki на инкассо	—\$1000	Без изменений
Остатки на счетах в Федеральном Резервном Банке	+\$1000	

Т-счет 5.6

«Дартмут Нэшнл Бэнк»

Активы	Пассивы и счета движения капиталов	
Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке	—\$10 000	Депозиты —\$100 000
Активы вторичных резервов	—\$90 000	

Т-счет 5.7

«Дартмут Нэшнл Бэнк»

Активы	Пассивы и счета движения капиталов	
Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке	—\$100 000	Без изменений
Продажа федеральных фондов	+\$100 000	

Т-счет 5.8

«Бэнк оф Бостон»

Активы	Пассивы и счета движения капиталов	
Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке	+\$100 000	Покупка федеральных фондов +\$100 000

Размеры банковского остатка в банках-корреспондентах обычно зависят от характера и объемов услуг, предоставляемых корреспондентом. В ряде случаев доходы от предоставления кредита банку-корреспонденту, в основе которого лежат остатки на корреспондентском счете, идут на оплату услуг, предоставляемых банком-корреспондентом.

Остатки на счетах в банках-корреспондентах используются также и для осуществления клиринга чеков. Чеки, выписанные на иностранные банки, а

¹ Как будет объяснено в главе 12, требования к банковским резервам основаны на величине чистых депозитов до востребования, равной валовым депозитам до востребования за вычетом объемов межбанковских депозитов данного банка. — прим. автора.

также чеки, выписанные на банки, для которых не обязателен обмен по номиналу¹, не подлежат клирингу в Федеральных Резервных банках. Банки, которые не оплачивают чеки по номиналу, вычитают плату за обмен тех чеков, которые были выписаны их вкладчиками, когда другие банки (банки-реципиенты) возвращают чеки через клиринговые каналы. Банк-корреспондент взимает плату за клиринг каждого такого чека.

ВТОРИЧНЫЕ РЕЗЕРВЫ

Ранее в этой главе уже упоминалось, что ключевым аспектом управления портфелем банка является необходимость постоянного балансирования между прибыльностью и ликвидностью. В условиях хорошей конъюнктуры, когда кривые доходов устремлены вверх, осуществление инвестиций в долгосрочные, сравнительно неликвидные ценные бумаги и ссуды увеличивает прибыльность. Однако, для того, чтобы предохранить себя от таких рисков, как, например, неожиданная потеря вкладов, банк должен позаботиться о том, чтобы в его распоряжении всегда были некоторые ликвидные активы, получившие название резервов. В предыдущем разделе мы рассмотрели резервы, которые банки держат в форме кассовой наличности и депозитов в Федеральных Резервных банках. В этом разделе мы рассмотрим другую категорию резервов, известных как вторичные резервы.

Обязательные и вторичные резервы

Во времена Александра Гамильтона банковские пассивы принимали форму банкнот, а резервы принимали форму металлических денег (золотых и серебряных монет). В те дни правительственные органы, занимающиеся регулированием заемного обращения, требовали от банков хранения минимума резервов, дабы банки могли уклоняться от докучливых клиентов, желающих воспользоваться своим правом обменять свои банкноты на металлические деньги. Это считалось фундаментальным средством достижения безопасности и стабильности банковской системы.

В наши дни, как мы видели, банки также должны хранить определенные резервы, но в форме кассовой наличности и депозитов в Федеральных Резервных банках. Рассмотрим балансовый отчет «Дартмут Нэшнл Бэнк», представленный в табл. 5.1. На 31 декабря 1986 г. банк хранил в резервах 4,8 цента из каждого доллара на депозитах (6,4 млн. долл. в кассовой наличности и остатках в Федеральном Резервном банке по сравнению с 134,4 млн. долл. на депозитах). Однако эти резервы по большей части непригодны для покрытия таких непредвиденных расходов, как неожиданное массовое изъятие депозитов. Для того, чтобы понять, почему это так, предположим, что ФРС требует от банков держать в резервах 10 центов на каждый доллар депозитов. Допустим также, что «Дартмут Нэшнл Бэнк» имеет 10 млн. долл. на депозитах и хранит абсолютный необходимый минимум в 1 млн. долл. в кассовой наличности и на остатках счетов в Федеральном Резервном банке, так как эти активы не приносят процентного дохода. Банк инвестирует все остальные средства, получаемые им на депозиты, в активы, приносящие проценты.

¹ Обмен чеков по номиналу (*remit at par*) является обязательным требованием для банков-членов Федеральной Резервной Системы. Банки, оплачивающие чеки по номиналу, не взимают плату за обмен чеков, выписанных их вкладчиками и возвращенных для оплаты получателями через клиринговые каналы. — *прим. ред.*

Что произойдет, если банк столкнется с неожиданным изъятием вкладов в объеме 100 000 долларов? Может ли он воспользоваться своими резервами для того, чтобы обеспечить деньгами подобное изъятие? Если он поступит таким образом, то его совокупные резервы упадут ниже обязательного уровня и составят 900 000 долл. В этот момент депозиты банка составят 9 900 000 долл., а сумма обязательных резервов будет равна 900 000 долл. Хотя банк и может позволить своей кассовой наличности и депозитам в Федеральном Резервном банке на очень короткий срок опуститься ниже обязательного уровня, он должен будет очень быстро пополнить эти резервы. Для того, чтобы это сделать, банк продает другие свои ликвидные активы, известные под названием вторичных резервов. Эти активы принимают самые разнообразные формы, которые мы сейчас кратко и охарактеризуем.

Т-счет 5.6 демонстрирует конечный результат изъятия 100 000 долл. с точки зрения изменения резервов и ликвидных активов банка «Дартмут Нэшнл». Банк сокращает остатки на счете в Федеральном Резервном банке на 10 000 долл., основываясь на гипотетической обязательной форме резервов, равной 10%. Остающиеся 90 000 долл. банк предоставляет, сокращая величину тех ликвидных активов, которые выполняют функцию вторичных резервов.

Неожиданные изъятия депозитов — не единственная причина, по которой банкам необходимо иметь вторичные ресурсы. Еще одним примером непредвиденных расходов может служить такая ситуация, когда некий ценный для банка клиент высказывает желание получить крупную ссуду с кратковременным уведомлением. В этом случае, банк для того, чтобы предоставить ему такую ссуду, должен иметь ликвидные активы в необходимых размерах. Такие процессы, как изменения процентных ставок или цен ценных бумаг, также связаны с определенным риском для банка, поскольку они могут сделать необходимыми продажу долгосрочных активов в убыток для того, чтобы решить какие-либо проблемы, связанные с текущими (краткосрочными) нуждами банка.

Управление вторичными резервами

Управление вторичными резервами представляет собой важную составную часть управления портфелем банка. Банки держат вторичные резервы в следующих четырех формах: продажа федеральных фондов, депозитные сертификаты в других банках, коммерческие бумаги (обращающиеся на рынке обязательства крупных компаний, не имеющие специального обеспечения — *прим. пер.*), обязательства Казначейства США. Более долгосрочные и менее ликвидные банковские инвестиции (ценные бумаги правительственных учреждений и федеральных агентств, имеющие срочность более одного года, облигации муниципалитетов и облигации корпораций) не могут считаться вторичными резервами.

В отличие от практики выдачи ссуд, инвестиционные операции банков носят безличный характер. Прямые взаимосвязи очень редко устанавливаются между банком, кредитором и заемщиком, выпускающим ценные бумаги. Инвестиции в различные типы ценных бумаг могут, кроме всего прочего, осуществляться очень быстро, в то время как операции по выдаче ссуд часто требуют значительных затрат времени. Кроме этого, хотя доходы, получаемые от типичных банковских инвестиций в отдельные периоды времени, и могут показаться непримечательными, менеджеры банков всегда имеют возможность выбора в очень широком диапазоне потенциальных инвестиций, которые можно осуществить немедленно.

В отличие от банковских инвестиций, возможности брать и выдавать банковские ссуды зависят от общей складывающейся экономической конъюнктуры.

В период спада деловой активности совокупный спрос на банковские ссуды обычно уменьшается, и банки вкладывают средства, которые могли бы быть в противном случае даны в ссуду, в ценные бумаги. В период подъема, когда промышленные фирмы и предъявляют возрастающий спрос на ссуды коммерческих банков, банки обычно продают часть своих ценных бумаг для того, чтобы высвободить дополнительные денежные средства для последующей выдачи ссуд.

Продажа Федеральных фондов. Многие банки относят продажу федеральных фондов к значительной части своих вторичных резервов, хотя этот тип инвестиций и не очень хорошо известен за пределами банковской сферы. Федеральные фонды представляют собой депозиты данного банка в Федеральном Резервном банке. Коммерческие банки могут ссудить любой излишек своих федеральных фондов сверх определенной законом величины обязательных резервов другим коммерческим банкам или дилерам, занимающимся операциями с такими фондами. Ссуды такого типа называются продажей федеральных фондов. Балансовый отчет «Дартмут Нэшнл Бэнк» показывает, что на 31 декабря 1986 г. банк вложил 7 млн. долл. в продажу федеральных фондов.

Банк «Дартмут Нэшнл» ссужает федеральные фонды очень типичным для многих мелких банков способом. «Дартмут Нэшнл» ссужает свои избыточные остатки на резервном счете одному или нескольким большим городским банкам, выбирая для конкретной операции тот банк, который предлагает наивысшую процентную ставку. Банк всегда выдает ссуду из федеральных фондов на сумму примерно 1 000 000 долл. и на срок в один день, что дает ему возможность при необходимости ежедневно изменять размеры этих ссуд. Более крупные банки также покупают и продают федеральные фонды друг другу через брокеров, специализирующихся на перепродаже этих фондов.

Когда банк «Дартмут Нэшнл» продает 100 000 долларов федеральных фондов, в его балансовом отчете отражается сокращение остатка на его счете в Федеральном Резервном банке, и увеличение продажи федеральных фондов, что отражено в Т-счете 5.7. Эта операция влияет также на балансовый отчет банка — покупателя, например, «Банка Бостона». Увеличивается его остаток в Федеральном Резервном банке, а также возрастают его пассивы (см. Т-счет 5.8) в статье «покупка федеральных фондов». Для того, чтобы осуществить эту банковскую операцию, банк «Дартмут Нэшнл» должен переслать телеграфным переводом сумму в 100 000 долларов на счет «Банка Бостона» в Федеральном Резервном банке. Когда Федеральный Резервный банк г. Бостона получает такую телеграмму, он уменьшает остаток счета банка «Дартмут Нэшнл» у себя и, соответственно, увеличивает остаток счета «Банка Бостона». «Банк Бостона» считает покупку федеральных фондов особой разновидностью займа и потенциально важным источником денежных средств.

Норма прибыли, которую получают банки на свои инвестиции в продажу федеральных фондов, обычно несколько ниже, чем норма прибыли, получаемая по большинству других разновидностей активных операций. Однако, ввиду того, что федеральные фонды ежедневно переходят из рук в руки, их можно считать самыми ликвидными из всех видов вторичных резервов.

Депозитные сертификаты. Многие коммерческие банки хранят депозитные сертификаты (ДС) в качестве еще одной разновидности вторичных резервов. На 31 декабря 1986 г. банк «Дартмут Нэшнл» имел 5 497 000 долларов в ДС. Депозитные сертификаты представляют собой разновидность срочного депозита и привлекают в основном инвесторов, представляющих корпорации (а не частных лиц) и обладающих значительными возможностями для инвестирования, поскольку минимальное достоинство сертификатов — 100 000 долларов. Вкладчик оговаривает заранее величину нормы

процента, приходящуюся на каждый ДС. Срочность каждого ДС может быть установлена с учетом конкретного желаемого числа месяцев и дней, обычно в пределах шести месяцев. С 1973 г. ФРС отменила установление верхнего предела на норму процента для ДС. ДС, представленные в долларах в зарубежных отделениях банков США, называются «депозитными евросертификатами». Поскольку евро-ДС не застрахованы и обычно не нуждаются в резервировании, они приносят более высокий процент, чем ДС в коммерческих банках США.

В качестве вторичного резерва депозитным сертификатам недостает того уровня ликвидности, каким обладает продажа федеральных фондов, хотя держатели сертификатов могут продавать некоторые ДС (они называются обращающимися ДС) до наступления срока оплаты. В силу определенных причин, однако, в особенности после отмены регулирования процентных ставок по срочным депозитам, банки стали инвестировать средства в ДС для того, чтобы воспользоваться теми преимуществами, которые связаны с большей срочностью (более длительным периодом погашения) ДС по сравнению с «продажей федеральных фондов». Банки справляются с проблемами, возникающими с связи с относительно большими периодами погашения, вкладывая средства в ликвидные активы, обладающие теми же периодами погашения, что и срочные депозиты. Поступая таким образом, банки могут гарантировать не только то, что норма прибыли, получаемая ими под ДС, которыми они владеют, превосходит норму их выплат по срочным вкладам, но и то, что денежные средства реально окажутся в их распоряжении, когда наступит срок возвращения срочных депозитов. Например, всякий раз, когда Национальный банк Сев. Вирджинии выпускает ДС на сумму 100 000 долл., он покупает такой же сертификат у более крупного банка, причем купленный им сертификат обладает таким же сроком погашения. Банк обычно получает по купленному ДС несколько большие проценты, чем те, что он сам выплачивает своим клиентам, поэтому в результате этой операции банк получает прибыль.

Коммерческие ценные бумаги. Банки вкладывают деньги в коммерческие ценные бумаги — краткосрочные ценные бумаги, выпущенные финансовыми и промышленными корпорациями. Эти ценные бумаги представляют собой третью разновидность вторичных резервов. Коммерческие бумаги обычно имеют срок погашения 60 дней и менее и являются носителями очень высокой ликвидности. Норма процента по коммерческим бумагам в последние годы была несколько ниже, чем аналогичный показатель для продажи федеральных фондов и депозитных сертификатов. Именно поэтому коммерческие банки обычно предпочитают держать вторичные резервы либо в форме «продажи федеральных фондов», либо в депозитных сертификатах, а не в коммерческих бумагах. Как можно убедиться из данных табл. 5.1, банк «Дартмут Нэшнл» не владел коммерческими бумагами.

В последние годы промышленные корпорации с прочным финансовым положением приобретали денежные средства чаще путем продажи коммерческих бумаг, чем путем взятия ссуд в банке. Большинство коммерческих бумаг, находящихся в их распоряжении, фирмы продают не коммерческим банкам, а другим финансовым институтам. То обстоятельство, что коммерческие бумаги приносят меньший процентный доход, чем плата, устанавливаемая банками за предоставление кредита, побуждает банки реже обращаться к банкам за кредитами, получая необходимые им денежные средства путем продажи коммерческих бумаг.

Обязательства Казначейства США. Банки могут также вкладывать средства в обязательства Казначейства, преследуя цель создания вторичных резервов. В этом случае обязательства Казначейства играют ту же роль, что и продажа

федеральных фондов, депозитные сертификаты и коммерческие бумаги. Держатели этих обязательств обычно могут продавать их в любой момент, не потерпев убытков. Ввиду того, что эти обязательства имеют очень короткий срок погашения, цены на них не очень сильно колеблются при изменении рыночных процентных ставок. Обязательства Казначейства обычно приносят меньший доход, чем прочие виды вторичных резервов.

ПРОЧИЕ ВИДЫ НЕССУДНЫХ АКТИВОВ (NONLOAN ASSETS)

В балансовом отчете банка «Дартмут Нэшл» приводятся данные о специфической категории активов, которые не относятся ни к вторичным резервам, ни к ссудам. Сюда относятся ценные бумаги, не обладающие достаточной ликвидностью, чтобы считать их вторичными резервами. Хотя выдача ссуд и представляет собой главную операцию, приносящую основную массу доходов коммерческого банка, держательство ценных бумаг банком нередко также становится источником доходов; оно, помимо всего прочего, уменьшает уровень риска благодаря большей диверсификации банковского портфеля и приносит большую норму прибыли, чем вторичные резервы. Банк может покупать ценные бумаги, используя для этого любые избыточные ликвидные средства, если деловая конъюнктура недостаточно благоприятна для расширения объемов ссудных операций.

Казначейские векселя, облигации и ценные бумаги федеральных агентств

К числу важнейших типов ценных бумаг, находящихся во владении коммерческих банков, относятся векселя и облигации Казначейства США, а также ценные бумаги, выпущенные федеральными агентствами. Как следует из табл. 5.1, «Дартмут Нэшл Бэнк» владел векселями и облигациями Казначейства на сумму 6 584 000 долл. и ценными бумагами правительственных агентств на сумму 3 551 000 долл. Ценные бумаги, выпускаемые федеральными агентствами, аналогичны ценным бумагам Казначейства и будут подробно охарактеризованы в главе 8.

Главной альтернативой банка при осуществлении инвестиций в казначейские векселя и облигации является инвестирование в муниципальные облигации. Часто казначейские векселя и облигации больше устраивают банки, чем облигации, выпущенные муниципальными органами, что связано с особенностями рынка ценных бумаг правительства США. Хотя освобожденные от налогов ценные бумаги муниципалитетов (tax-exempt municipals) и могут приносить большие проценты, чем доходы от ценных бумаг, выпущенных правительством США после уплаты налогов, основным недостатком муниципальных ценных бумаг является то, что цены на них нерегулярно печатаются в газетах. Большинство штатов и подразделений местных органов власти выпускают настолько небольшое количество облигаций, что продажа этих ценных бумаг — не такое уж частое явление. Банк, пожелавший продать облигацию муниципалитета, может получить от покупателя (в данном случае от некой дилерской фирмы) весьма низкую цену из-за неопределенности, сопряженной с маленькими масштабами рынка (этих ценных бумаг — *прим. пер.*).

Дерегулирование процентных ставок по срочным вкладам подстегнуло процессы инвестирования средств в ценные бумаги правительства. Сейчас многие банки пытаются согласовать процентные ставки и сроки погашения (maturities)

собственных сберегательных и срочных депозитов с процентными ставками и сроками возврата своих инвестиций. Широкий диапазон сроков возврата (погашения) и высокая их реализуемость делают ценные бумаги правительственных агентств исключительно привлекательными для этой цели.

Вложения в казначейские векселя и облигации могут приносить определенные преимущества банкам даже в тех случаях, когда цены на правительственные ценные бумаги падают. В такие периоды времени банки могут реализовать свои потери от налогов, переключившись с одних ценных бумаг, находящихся в их портфеле, на другие аналогичные ценные бумаги. Это значительно проще сделать с ценными бумагами правительства США, чем с большинством других инвестиций, потому что правительственные ценные бумаги обладают высокой реализуемостью. Потеря реализуется, когда облигация продается по цене, меньшей, чем та, по которой она была некогда куплена. Образующиеся в результате такой продажи потери могут впоследствии быть компенсированы получением больших доходов от вновь купленных ценных бумаг. Когда банк реализует эти «новые» доходы, его задолженность по налоговым обязательствам увеличивается, но в то же время банк уже использовал средства, которые он в противном случае просто выплатил бы в качестве налогов. Эта ситуация представляет собой по существу получение беспроцентной ссуды от федерального правительства.

Федеральное законодательство, регулирующее депозитную политику Казначейства, также стимулирует вложение банковских средств в ценные бумаги правительства. Так, банк обязан держать ценные бумаги на сумму, равную по величине депозиту Казначейства США в этом банке. В ряде штатов то же требование распространяется и на депозиты правительства штата. Если банк хранит у себя крупные депозиты либо федерального правительства, либо депозиты правительства штата, где он расположен, он может столкнуться с необходимостью держать у себя большие количества ценных бумаг правительства США. Кроме того, если банк гарантирует заключаемые им соглашения об обратном выкупе ценными бумагами Казначейства США, то Федеральная Резервная Система не требует от банка наличия обязательных резервов по этим соглашениям. Все эти обязательства в последние годы стимулировали инвестирование банковских средств в ценные бумаги Казначейства США. Кроме того, необходимость использовать в качестве залога ценные бумаги правительства США при каждом обращении за кредитом в банки ФРС способствует тому, что коммерческие банки охотно вкладывают средства в покупку ценных бумаг Казначейства США.

Наконец, последней причиной, заставляющей банки инвестировать средства в покупку ценных бумаг правительства США и федеральных агентств, является то, что они считаются несколько более надежными и безопасными, чем ценные бумаги корпораций и муниципалитетов. Так, вложения коммерческих банков в ценные бумаги правительства США резко увеличились в 1975 и 1976 гг., что было во многом связано с финансовыми затруднениями, в которых оказался нью-йоркский сити, и последовавшей вслед за ними утратой доверия к облигациям муниципалитетов.

Облигации муниципалитетов

Из данных табл. 5.1 следует, что «Дартмут Нэшнл Бэнк» владел 4 632 000 долл. в муниципальных облигациях. Облигации, выпущенные муниципалитетами, привлекают инвесторов потому, что доход, получаемый их держателями, не подлежит обложению федеральным подоходным налогом. Банки платят подоходный налог по той же ставке, что и корпорации. Раньше ставка налога

составляла 46% чистого дохода, превышающего 100 000 долл. При такой ставке налогообложения 5% доход на муниципальную облигацию равен облагаемому налогом доходу примерно в 9,6%, приносимому правительственной облигацией. Закон о налоговой реформе 1986 г. сократил максимальную ставку налога на корпорации до 34%, что уменьшило привлекательность муниципальных облигаций в глазах инвесторов. При такой ставке налогообложения 5% доход на муниципальную облигацию равен облагаемому налогом доходу всего в 7,6%.

Табл. 5.2 Коммерческие ссуды и инвестиции банков за ряд лет (с 1948 по 1986 г., с учетом сезонных колебаний, в млрд. долл.).

После второй мировой войны структура портфелей активов коммерческих банков претерпевала существенные изменения. В 1948 г. на долю ссуд приходилось всего 37% общей суммы ссуд и инвестиций, 55% было вложено в ценные бумаги правительства США и 8% — в другие ценные бумаги (в основном, в муниципальные облигации). Предпочтение, отдаваемое ценным бумагам правительства США в структуре банковских активов, было результатом функционирования финансовой системы, сложившейся в период войны. В 1968 г., через двадцать лет, на долю ссуд приходилось 66% всех ссуд и инвестиций, а на долю других ценных бумаг — 18%. В 1986 г. ссуды составляли 76% всей суммы ссуд и инвестиций, ценные бумаги правительства США — 15%, прочие ценные бумаги — 9%.

Декабрь*	Ссуды (млрд. долл.)	Ценные бумаги Казначейства США (млрд. долл.)	Прочие ценные бумаги (млрд. долл.)	Общий объем ссуд и инвестиций (млрд. долл.)
1948	41.5	62.3	9.2	113.0
1958	95.6	65.1	20.5	181.2
1968	258.2	60.7	71.3	390.2
1972	390.1	89.0	93.4	572.5
1977	632.6	136.6	122.7	891.9
1982	1.033.9	201.9	165.3	1.401.1
1986	1.576.9	309.4	193.4	2.079.7

* На конец месяца для 1948, 1958 и 1968 гг.; среднемесячные данные за 1972, 1977 и 1986 гг.

Как следует из данных табл. 5.2, в период между 1948 и 1968 гг. банковские инвестиции в «прочие ценные бумаги» (прежде всего муниципальные облигации и ценные бумаги федеральных агентств) выросли с 8% до приблизительно 18% их совокупных ссуд и инвестиций. Начиная с 1968 г. банковские инвестиции в эти типы ценных бумаг утратили свое значение и в 1968 г. составили всего 9% совокупных ссуд и инвестиций коммерческих банков.

Ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью

На 31 декабря 1986 г. в банке «Дартмут Нэшнл» хранилось ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью, на сумму 3 091 000 долл. Как мы уже отмечали в главе 3, ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, представляют собой одно из интереснейших нововведений в финансовой сфере, появившихся в последние годы. Для банков эти ценные бумаги являются очень привлекательным объектом капиталовложений. Доход, приносимый ценными бумагами, обеспеченными недвижимостью, основывается на процентных ставках, выплачиваемых по закладным, а они довольно высоки. Если банк испытывает

нужду в денежных средствах, то эти ценные бумаги он продаст с куда большей готовностью, нежели закладные, поскольку они гарантированы федеральным правительственным агентством.

Векселя, облигации и акции промышленных корпораций

В последние годы увеличились вложения банков в ценные бумаги корпораций. Из данных табл. 5.1 следует, что банк «Дартмут Нэшнл» имел в различных ценных бумагах корпораций 5 710 000 долл.

Новым типом ценных бумаг, особенно популярным у банков, являются векселя корпораций с регулируемой нормой дохода (adjustable rate notes). «Дартмут Нэшнл Бэнк» владел ценными бумагами корпораций, представленными именно в этой форме. Векселя с регулируемой нормой дохода выпускаются промышленными корпорациями, банками и банковскими холдинг-компаниями. Эти векселя имеют сроки оплаты от 3 до 5 лет, а норма процента, выплачиваемого по ним, корректируется еженедельно и поквартально; обычно она увязывается с какой-либо нормой процента на денежном рынке, играющей на нем большее значение (например, с нормой процента векселей Казначейства США). Эти ценные бумаги потому представляют для банков особый интерес, что корректировка норм процента, выплачиваемого по ним, помогает банкам защитить себя от процентных рисков. При общем росте процентных ставок процентные ставки по этим ценным бумагам также возрастут на ту же величину, что и рост процентных ставок, которые банки могут оказаться вынужденными выплачивать по своим депозитным счетам денежного рынка¹. Около четверти ценных бумаг корпораций, находящихся в распоряжении банка «Дартмут Нэшнл», состоит из вложений в акции компании «Ассоциация предоставления ссуд студентам». Кроме этого, «Дартмут Нэшнл» владеет незначительным количеством акций Федерального Резервного банка г. Бостона. В главе 11 будет подробно изложен вопрос о том, что банки-члены ФРС обязаны покупать некую предписанную квоту акционерного капитала Федерального Резервного банка, расположенного в их районе.

Банковские помещения, мебель и оборудование

В активы банков входят также здание, мебель и банковское оборудование. Иногда банки извлекают прибыль из сдачи в аренду неиспользованных помещений в здании банка или продажи услуг специализированного банковского оборудования, которое отсутствует в банках меньшего размера. Однако часто здания, мебель и оборудование не приносят дохода в форме наличных денег. Это, тем не менее, не исключает их из категории доходных активов банка. Фактически вложения в эту категорию активов нередко могут быть лучшими из всех банковских инвестиций. Во-первых, владея зданием и оборудованием, банк не платит арендную плату. Во-вторых, эффектные и внешне презентабельные здания банков могут одним своим видом содействовать успеху маркетинговых усилий банка. Эти активы учитываются в банковских книгах по их первоначальной стоимости за вычетом амортизации.

¹ Депозитные счета денежного рынка — сберегательные депозиты, введенные в 1982 г., по которым выплачиваются проценты, изменяющиеся при изменении процентных ставок на денежном рынке. — прим. ред.

Глава 6

ССУДЫ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Обсудить роль банков как финансовых посредников.
- Описать простой вексель.
- Обсудить теорию коммерческих ссуд банков и ее слабые стороны.
- Описать различные типы банковских ссуд и объяснить, как банки защищают себя от возможного невозвращения ссуд.
- Описать разные виды залладных (с твердой процентной ставкой, с корректируемой процентной ставкой, с коррекцией на инфляцию).
- Обсудить правительственные инструкции и нормативные документы, регулирующие практику выдачи ссуд.

В Соединенных Штатах Америки жизнь на деньги, взятые в ссуду, — элемент нормального образа жизни. Фирмы берут ссуды для финансирования пополнения своих товарных запасов, выплаты заработной платы рабочим и служащим, покупки нового производственного оборудования. Фермеры берут ссуды для того, чтобы покрыть свои расходы на покупку семян, топлива и удобрений в период между севом и сбором урожая. Рядовые потребители берут ссуды для покупки автомобилей, собственных домов, для оплаты расходов на образование. В последнее время, пользуясь кредитными карточками, они берут ссуды и на менее насущные цели (например, денежные суммы на расходы во время отпуска или на обновление гардероба). Правительственные органы как на федеральном уровне, так и на уровне штатов и муниципалитетов, да и зарубежные правительственные организации тоже являются крупными заемщиками. Как мы впоследствии увидим в этой главе, именно коммерческие банки являются одним из важнейших источников кредита.

КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ В КАЧЕСТВЕ ФИНАНСОВЫХ ПОСРЕДНИКОВ

Предоставляя ссуды своим клиентам, банки выполняют роль финансовых посредников, принимая денежные средства у вкладчиков и предоставляя их заемщикам. Эта деятельность банка приносит реальную пользу всем заинтересованным сторонам. Вкладчики пользуются тем, что их депозиты выполняют функцию средства обращения и функцию ликвидных активов, а в целом ряде случаев еще и приносят проценты. Заемщики пользуются открывшимся им доступом к крупным денежным суммам на достаточно длительные периоды времени. Это происходит даже в тех случаях, когда большинство мелких индивидуальных вкладчиков изъявляют желание вложить в банк лишь весьма небольшие денежные суммы, причем на короткие периоды времени. Не будь банков или каких-либо аналогичных финансовых посредников, ни одной крупной фирме вообще не удалось бы вести деловые операции, выступая в качестве заемщика у мелких фирм, располагающих временно свободными денежными средствами.

Естественно, что и банки извлекают прибыль из этих операций. Они получают доход, назначая более высокую ставку процента по ссудам, чем ту, что они выплачивают по вкладам. В ряде случаев банки получают дополнительный доход в качестве оплаты своих услуг по предоставлению ссуд, как это имеет место при предоставлении ипотечных ссуд.

Среди многообразия возможных вариантов использования денежных средств деятельность банкиров по выдаче ссуд играет главную роль в процессе размещения кредитов. Кредит может привести к безвозвратным потерям банка в тех случаях, когда фирмы-заемщики не в состоянии возратить с процентами суммы,

равные полученным ими ссудам. Подобное происходит при непродуктивном расходовании ссуженных денежных средств. Непогашение ссуды в срок (*bad loan*) может быть следствием либо допущенных ошибок в планировании расходования денежных средств, либо следствием осуществления непредвиденных и непредусмотренных платежей. Банкиры хорошо справляются со своими функциями по выдаче ссуд в том и только в том случае, если они безошибочно оценивают результаты предполагаемого использования ссуд. Что же касается непредвиденных платежей заемщиков и последующих за ними финансовых потерь, то здесь банкиры практически бессильны. К счастью, абсолютное большинство ссуд — суть ссуды, погашаемые в срок (*good loans*).

Что касается всего общества в целом, то польза, получаемая им от ссудных операций банков, становится ощутимой в тех случаях, когда ограниченные объемы предложения денежных средств, подлежащих передаче в ссуду, обеспечивают достижение наиболее продуктивных целей (из возможных): так, например, при увеличении общей нормы прибыли с 4 до 5 процентов. Осуществляя целенаправленный выбор будущих заемщиков и предоставляя ссуды лишь тем из них, кто оказывается в состоянии платить максимальную процентную ставку по выданной ссуде, соответствующую с общими условиями рыночной конъюнктуры, банкиры направляют поток денежных средств в русло инвестиций, используемых для строительства производственных предприятий, приобретения новой техники и для целого ряда других инвестиций в реальный капитал, который сам по себе обеспечивает получение высокой отдачи. Достигнув высокого уровня эффективности в обработке информации о предложении и спросе на ссуды, а также в установлении нормы ссудного процента, рынок банковских кредитов стал важной составляющей единой экономической системы США.

То обстоятельство, что банкиры являются субъектами отношений частной собственности на банк, создает у них стимул к проведению максимально успешной политики выдачи ссуд; дело в том, что владельцы акционерного капитала банка получают максимальный доход (в форме дивиденда) на акции своего банка единственно в том случае, когда банковские служащие наиболее успешно выдают ссуды (клиентам) по максимальным из возможных нормам ссудного процента, соответствующим, между тем, с реальными и разумными перспективами возврата выдаваемых ссуд. Что же касается государств, в которых банки принадлежат правительству¹, то в них следует использовать иные, нежели прибыль, мотивы; то же относится и к методике оценки эффективности управления банками, равно как и к рационарованию ограниченных денежных ресурсов. В ряде этих стран банки осуществляют выдачу ссуд главным образом с целью усиления (финансовой) поддержки правительства, находящегося в данный момент у власти, а отнюдь не с целью наиболее эффективного размещения кредитов. Политические ссуды², например, как правило, используются для финансирования фирм, находящихся в собственности государства, а они не приносят прибыли. Подобная практика может усилить позиции правительства, ибо она дает возможность указанным предприятиям либо нанимать больше, чем раньше, количество рабочих и служащих, либо продавать произведенную на них продукцию по более низким (чем ранее, т. е. до получения ссуды — *прим. пер.*) ценам. Несмотря на то, что подобные политические цели могут содействовать благу страны, сопряженные с их достижением поддержки, измеряющиеся в терминах уменьшения эффективности экономики в целом, могут быть весьма и весьма значительными.

¹ Государству, по устоявшейся в русскоязычной литературе традиции. — *прим. пер.*

² Термин, автором не определенный. — *прим. ред.*

ХАРАКТЕРИСТИКА БАНКОВСКИХ ССУД

Простые векселя

Большинство банков выдаст ссуды на основе простых векселей. В простом векселе некое частное лицо, фирма или правительственная организация (называемая «векселедатель») принимают на себя безоговорочное безусловное письменное обязательство перед другой стороной (называемой «векселедержатель») выплатить определенную сумму денег в совершенно точно зафиксированный момент времени в будущем или в момент, определяемый держателем, причем платеж может осуществляться либо отдельными взносами, либо по требованию. Векселедатель обязан подписать вексель. В векселе могут быть поставлены также и подписи сопоручателей (*co-signers*), которые тем самым изъявляют свое согласие платить по векселю в том случае, если этого не может сделать сам векселедатель. Если в векселе предусмотрена оплата по требованию (*repayment on demand*), то как заемщик, так и кредитор вправе прервать соглашение в любой момент. Однако большинство ссуд являются срочными ссудами (т. е. ссудами с совершенно определенными сроками погашения); они освобождают заемщиков от необходимости выплачивать ссудную сумму до наступления сроков платежа. Если же заемщику не удастся выполнить оговоренные в векселе условия, то банк вправе предъявить ему чек о возмещении суммы задолженности в судебном порядке.

В Великобритании и в некоторых других странах банки имеют право выдавать ссуды в форме овердрафтов¹ на текущих счетах. Если клиент превышает остаток текущего счета в банке (осуществляет овердрафт — *прим. пер.*), то банк взимает процент с негативного остатка на счете. В США этот метод предоставления ссуд встречался очень редко. Ситуация изменилась с введением чековых ссуд и кредитных карточек, что, впрочем, произошло сравнительно недавно. Американские банки традиционно предпочитали заключение письменного контракта на предоставление ссуд.

Гарантированные ссуды против негарантированных

Для того, чтобы обеспечить возврат ссуд, банки нередко обязывают своих клиентов передавать в распоряжение банков законные требования на право владения недвижимостью, пакетом акций корпораций, сберегательными вкладами, страховыми полисами, а подчас и автомобилями и прочими предметами потребления с длительным сроком пользования, которые были куплены заемщиком в период времени между взятием ссуды и моментом ее возврата. Если заемщик не возвращает ссуду в оговоренный срок, банк имеет право продать этот залог для компенсации суммы невозвращенной ссуды. Использование налогового обеспечения уменьшает уровень риска и дает банкам возможность ссужать деньги под меньший, чем при отсутствии обеспечения, процент. Если заемщик предлагает некий залог для получения ссуды в качестве обеспечения (или гарантии), то такая ссуда называется обеспеченной, или *гарантированной*.

Необеспеченная (негарантированная) ссуда — это такая ссуда, для предоставления которой банк не требует от заемщика никакого залогового обеспечения. Заемщики достаточно часто предлагают в качестве залога под ссуду ценные бумаги, так как по ссудам, обеспеченным таким образом, банки взимают сравнительно невысокий ссудный процент. Помимо этого заемщики

¹ Овердрафт — сумма, получаемая по чеку сверх остатков на текущем счете, превышение кредита в банке. — *прим. пер.*

могут, во-первых, получить прибыль от возможного будущего приращения капитала, представленного в этих ценных бумагах, и, во-вторых, отложить, то есть перенести на будущее, выплату подоходных налогов, которыми облагаются уже реализовавшиеся доходы (причитающиеся владельцам упомянутых ценных бумаг — *прим. пер.*). Оставаясь держателями ценных бумаг и получая, тем не менее, необходимые им денежные средства в форме ссуд, заемщики не оплачивают брокерскую комиссию и сохраняют за собой право участия в голосовании на собраниях акционеров, так как по закону они продолжают оставаться держателями акций.

При прочих равных условиях ссуда, обеспеченная хорошим залогом, должна выдаваться под меньший процент, чем необеспеченная (негарантированная) ссуда. Однако условия отнюдь не часто оказываются действительно равными. Дело в том, что банки стараются выдавать негарантированные ссуды только наиболее кредитоспособным своим клиентам, между тем как заемщики нередко предлагают залоговое обеспечение именно под те ссуды, которые они намерены использовать для весьма и весьма рискованных операций. В силу этих обстоятельств банки вполне могут выдавать ничем не обеспеченные ссуды под средний ссудный процент, то есть под процент более низкий, чем взимаемый по гарантированным ссудам.

Пределы ссуд

В настоящее время ни один банк, имеющий статус национального, по закону не имеет права выдавать ни одному заемщику ссуду, превосходящую по величине 15% собственного (т. е. акционерного) капитала банка. Собственный акционерный капитал банка (о чем будет идти речь в главе 7) состоит из совокупности акций банка, резервного капитала (*surplus*) и нераспределенной прибыли (см. главу 7). Это ограничение обеспечивает диверсифицированность финансовой деятельности банка в практике выдачи ссуд, что, в свою очередь, уменьшает степень банковского риска в случае возможного непогашения ссуды отдельным заемщиком.

Согласно расчетам, сделанным на материале балансового отчета банка «Дартмут Нэшнл», максимальные размеры ссуды, которую этот банк (в соответствии с указанным выше ограничением) вправе выдать индивидуальному заемщику, не должны превышать приблизительно 1,3 миллиона долларов. Банк по своему желанию может установить и более низкую максимальную границу выдаваемых индивидуальных ссуд. Действующее в настоящее время 15% ограничение относится, между тем, только к тем ссудам, которые не полностью обеспечены соответствующим залогом. Что же касается ссуд, выдаваемых одному заемщику, полностью обеспеченных легко реализуемым залогом, то их размеры могут составлять 25% собственного акционерного капитала банка.

Ссудные процентные ставки

По некоторым ссудам, получившим название дисконтированных (иногда — «дисконтных» — *прим. пер.*), ссудный процент взимается по-разному. При получении обычной 9% ссуды размером 100 долларов и сроком погашения в один год заемщик получает 100 долларов и по прошествии года выплачивает банку 109 долларов. Что же касается 9% дисконтированной ссуды, то при получении ее заемщик получает 91 доллар, а выплачивает (по прошествии года) банку 100 долларов. В последнем случае заемщик выплачивает процент, норма которого несколько выше, чем установленная 9% норма дисконта.

Обыкновенно величина ставки (нормы) ссудного процента, выплачиваемого

заемщиком, отражает степень риска, сопряженного с выдачей конкретных ссуд. Так, малые предприятия терпят банкротство относительно более часто, чем крупные, и, в силу этого, вынуждены соглашаться на более высокую норму ссудного процента. Что же касается абсолютных размеров ссуд, то чем они меньше, тем больше величина взимаемого по ним процента, поскольку чисто административные издержки, приходящиеся на каждый доллар такой ссуды, больше, чем в случае с выдачей крупных ссуд. Ввиду того, что рынок большинства видов выдаваемых ссуд имеет чрезвычайно конкурентный характер, по ссудам, характеризующимся заданным уровнем риска и заданной величиной (относительных) административных издержек, устанавливаются обычно весьма близкие по величине нормы ссудного процента.

Величина так называемой базисной ставки ссудного процента (*prime rate*) широко публикуется в печати и является своего рода начальной, или отправной величиной, поскольку крупнейшие банки страны, назначая плату за предоставление кредита наиболее кредитоспособным из числа своих постоянных клиентов, руководствуются именно этой относительной величиной. Эту величину следует рассматривать, однако, именно не как минимальную, а как начальную, ибо банки часто выдают ссуды, и, в особенности, краткосрочные, под процент ниже базисной ставки. Когда один из крупнейших банков страны изменяет величину своей базисной ставки, то остальные как бы следуют за ним, хотя сама по себе величина базисной ставки отнюдь не обязательно должна совпадать у всех крупных банков. Подавляющее большинство мелких банков подстраивает свой ссудный процент по коммерческим и банковским ссудам под изменения базисной ставки. Одно время базисную ставку даже рассматривали в качестве примера монополистического контроля величины ссудного процента, поскольку за период между 1934 и 1966 гг. она менялась всего 19 раз. Сейчас этот параметр изменяется гораздо чаще.

Практика выдачи ссуд под базисный процент сделала необходимым *рационализирование кредита*. Если величина базисной ставки устанавливается на более низком уровне, чем это оправдано условиями реальной конкуренции, то спрос искушенных заемщиков на банковский кредит будет существенно превосходить предложения. В такой ситуации банки оказываются перед необходимостью рационализации (в данном контексте под рационализированием подразумевается практика селективного распределения ссужаемых фондов среди немногих наиболее надежных заемщиков; в ходе процесса определенные группы потенциальных заемщиков получают отказ в предоставлении им ссуд — *прим. ред.*) подлежащих ссуде денежных средств, и заемщики, в свою очередь, оказываются перед невозможностью получения всего объема необходимых (или «запрашиваемых» — *прим. пер.*) ими ссудных средств на условиях базисной ставки ссудного процента. Ввиду введения в обиход банковского дела практики рационалирования кредитов, банк вправе потребовать от заемщика, чтобы последний хранил в банке на специальном компенсационном беспроцентном вкладе определенную, оговоренную заранее, сумму денежных средств. Если оговоренные условия кредитования приводят к уменьшению балансового остатка на этом счете, заемщик несет дополнительные неявные издержки. Это обстоятельство ведет к уменьшению избытка спроса на кредит над предложением кредита, поскольку фактическая базисная ставка превосходит объявленную (в средствах массовой информации, а, возможно, и оговоренную явно — *прим. ред.*) базисную ставку. В ряде случаев и на отдельных временных интервалах величина базисной ставки отклоняется (вверх или вниз) от величины, определенной условиями, сложившимися на рынке.

КАТЕГОРИИ ¹ БАНКОВСКИХ ССУД

В табл. 6.1 приведена классификация банковских ссуд по следующим важнейшим категориям: ссуды торгово-промышленным предприятиям, ссуды под недвижимость, ссуды частным лицам (главным образом индивидуальные ссуды и ссуды с погашением в рассрочку, выдаваемые для приобретения предметов потребления), ссуды, выдаваемые правительственным органам штатов и муниципалитетов, ссуды финансовым организациям, сельскохозяйственным ссуды, дебиторские задолженности по лизингу и ссуды иностранным банкам и официальным организациям. Эта классификация основана на использовании денежных средств, а не на типе залогового обеспечения. Так, например, ссуда промышленному предприятию, выданная под залог недвижимости не перестает относиться к категории торгово-промышленных ссуд и не попадает в категорию ссуд, выданных под залог недвижимости; ссуда частному лицу, обеспеченная некими ценными бумагами, классифицируется как индивидуальная ссуда, а не как ссуда под залог титулов собственности. С момента окончания второй мировой войны сумма ссуженных денежных средств (через коммерческие банки) возросла с 38 млрд. долл. в 1947 г. до более чем 1500 млрд. долл. в 1986 г. В этом параграфе мы остановимся на всех указанных категориях ссуд.

Торгово-промышленные ссуды

Наиболее важными по значению и величине ссудами, выдаваемыми коммерческими банками, являются ссуды обособленным деловым единицам (хозяйственным агентам). В 1986 г. ссуды торгово-промышленным предприятиям составили около одной трети общего объема выданных ссуд. Подавляющая часть коммерческих и промышленных ссуд используется для финансирования приобретения товарно-материальных ценностей (inventory goods), а срок платежа по ним составлял год и менее. В их числе выделяется, между тем, определенная категория так называемых срочных ссуд (term loans), имеющих период погашения до десяти лет. Они, как правило, предназначены для покупки машинного оборудования. Погашение их обыкновенно осуществляется по частям.

В тех случаях, когда существует такая возможность, торгово-промышленные ссуды обеспечиваются принадлежащими фирме-заемщику товарно-материальными запасами оборудованием, приобретенным станочным парком и даже стоимостью самого предприятия. Однако, вне зависимости от того, выдаются ли эти ссуды под реальное обеспечение или без него, процедура выдачи любой подобной ссуды предполагает наличие отчетных финансовых документов, детально характеризующих финансовое состояние заемщика, в число которых обязательно должны входить балансовый отчет и отчет о результатах хозяйственной деятельности (так называемый отчет о прибылях и убытках — income statement — *прим. пер.*). Анализируя эти финансовые отчеты и постоянно выясняя детали и результаты текущих финансовых операций заемщика, банковские служащие в любой момент могут реально оценить вероятность своевременного погашения ссуды; помимо этого, они в состоянии также определить хозяйственную целесообразность пролонгации ссуды, если заемщик обратится в банк с просьбой об отсрочке погашения (или предоставлении новой ссуды, что одно и то же — *прим. пер.*).

¹ То есть принятые варианты их классификации по различным критериям — *прим. ред.*

Табл. 6.1. Ссуды коммерческих банков США (ноябрь 1986 г., данные, скорректированные по сезонам).

В таблице все коммерческие ссуды сгруппированы по типам заемщиков. Краткосрочные коммерческие ссуды, традиционно представляющие собой сердцевину банковских операций, в настоящее время составляют около одной трети всех ссуд. Между тем все большее значение приобретают ссуды под недвижимость и ссуды частным лицам. Несмотря на незначительные абсолютные объемы, эти виды ссуд приобретают для отдельных банков все большее значение. Так, например, более 4 тысяч по большей части мелких банков специализируются на фермерских ссудах. Ссуды, предоставляемые правительством зарубежных государств, хотя и невелики по размерам, но сконцентрированы в небольшом числе очень крупных банков, доминирующих над всей банковской системой США.

Типы ссуд	Размеры, млрд. долл.	Доля, %
Ссуды торгово-промышленным предприятиям	520,3	33,6
Ссуды под залог недвижимости	476,5	30,7
Ссуды частным лицам	311,1	20,1
Ссуды правительствам штатов и прочим органам власти	57,8	3,7
Ссуды под ценные бумаги	40,1	2,6
Ссуды небанковским финансовым институтам	35,3	2,3
Сельскохозяйственные ссуды	33,6	2,2
Дебиторская задолженность по лизингу	21,0	1,3
Ссуды иностранным банкам	9,0	0,6
Ссуды официальным органам иностранных государств	6,2	0,4
Прочие ссуды	38,5	2,5
Всего	1549,4	100,0

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A 16.

Состоящие на службе у государственных органов официальные контролеры банковских операций (government bank examiners) анализируют в том числе и проблему так называемых неработающих ссуд («nonperforming» loans); причем по результатам ревизий, контролеры могут потребовать от банка удаления из статьи активов балансового отчета банка той ссуды, срок платежа по которой уже истек.

«Кредитная линия». (Договоренность между фирмой и банком о предоставлении займа на оговоренную сумму при условии, что финансовое положение фирмы не изменится к худшему.) Фирма, часто использующая ссуды и имеющая репутацию аккуратного плательщика, может воспользоваться привилегией «кредитной линии» — получить разрешение банка по мере необходимости брать у него ссуды в пределах оговоренных заранее сумм.

Подобная практика экономит клиентам банка время, необходимое на получение ссуды, а самому банку — время на анализ кредитоспособности клиента. В число условий, необходимых для выдачи такого рода ссуд, может входить наличие некоторого депозитного балансового остатка (фирмы-заемщика в банке — *прим. пер.*), равного определенной доле выдаваемой ссуды, однако подобная практика становится все менее распространенной.

Управление по защите интересов мелких предпринимателей, подведомственное федеральному правительству, является финансовым гарантом ряда программ по выдаче коммерческих ссуд мелким фирмам. И, несмотря на то, что этим программам недостает подлинного размаха, именно благодаря им целый ряд предприятий получают ссуды, которые они бы в противном случае не получили никогда. Управление по защите интересов мелких предпринима-

телей сотрудничает с банками с целью оказания содействия в выдаче ссуд такого рода и обычно осуществляет гарантирование значительной их доли.

Теория коммерческих ссуд. Некогда выдача краткосрочных коммерческих ссуд считалась главной функцией коммерческих банков, причем исторически коммерческие банки стали называться именно так из-за того, что выдавали именно такие ссуды. В соответствии с теорией коммерческих ссуд приемлемыми для банков считались исключительно краткосрочные самопогашаемые ссуды, выдаваемые деловым фирмам. Коммерческие ссуды считаются самопогашаемыми, поскольку заемщики в лице торговцев и промышленников получают денежные средства для погашения ссуды с процентами, продавая свою продукцию. С точки зрения банка, краткосрочные ссуды обладают тем преимуществом, что по ним банк самостоятельно может устанавливать заранее оговоренные сроки погашения, что обеспечивает более или менее постоянный приток денежных средств. Однако для того, чтобы обеспечить максимальную ликвидность, в последние годы большинство банков в гораздо большей степени полагаются либо на осуществление займов, либо на перемещение активов — как правило, продажу федеральных фондов, депозитных сертификатов или векселей Казначейства США, чем на поступления потоков наличных денежных средств в счет погашения коммерческих ссуд.

В то же время считалось, что ограничение активных банковских операций выдачей одних лишь краткосрочных коммерческих ссуд будет во многом содействовать усилению стабильности и безопасности всей банковской системы. В соответствии с исповедуемыми приверженцами этой теории взглядами точное следование ее главному принципу должно было дать возможность как объему кредита, так и общему количеству денег (в форме депозитов или банковских векселей) увеличиваться и, соответственно, сокращаться в объеме по мере того, как будет меняться спрос на банковские ссуды в различные субпериоды делового цикла. Так, во время процветания, считали сторонники этих взглядов, банки будут выдавать ссуды направо и налево. Они будут снабжать заемщиков денежными средствами либо кредитую их, увеличивая размеры их балансовых остатков на депозитных счетах до востребования, либо просто выдавая им банковские векселя. Появление этих «добавочных» денег будет способствовать дальнейшему экономическому росту, причем в любых ситуациях, — продолжали свои рассуждения сторонники теории коммерческих ссуд, — объемы общей задолженности по (выданным) ссудам будет примерно пропорциональны объемам банковских обязательств (т. е. банковских пассивов — *прим. пер.*), что и гарантирует платежеспособность конкретных банков.

В наши дни эта теория единодушно отвергнута. Как мы убедимся в последующих главах, в соответствии с современной теорией денег ключевую роль в обеспечении экономической стабильности играет такой фактор, как количество денег, находящийся в обращении, которое остается сравнительно стабильным на всем протяжении делового цикла или даже расширяется в периоды спадов и лишь несколько увеличивается в периоды подъемов. В наши дни обеспечение безопасности и стабильности банковской системы зависит не от ограничений, налагаемых на типы банковских ссуд; по общему мнению, оно связано с другого рода институтами и, прежде всего, с практикой страхования депозитов, о чем пойдет речь в главе 9.

Ссуды, выдаваемые под недвижимость

В 1986 г. ссуды, выданные под недвижимость, составили почти 31% общего объема ссуд коммерческих банков. Ипотечные ссуды подобного рода использовались для финансирования приобретения, постройки и перепланировки как

жилых, так и производственных помещений. Финансовые институты, в том числе все виды банков, осуществляют более 60% ипотечного кредитования. Частные лица и кредитные агентства США предоставляют оставшуюся часть ипотечных займов. В качестве источника ипотечного кредита коммерческие банки имеют меньшее значение, чем ссудо-сберегательные ассоциации, однако их значение больше, чем у компаний страхования жизни и взаимных сберегательных банков.

Банки предпочитают вкладывать часть своих средств на достаточно длительные периоды времени, благодаря чему избавляются от необходимости часто менять условия кредитования в результате деловых переговоров, что в случае предоставления коммерческих или потребительских ссуд оказывается абсолютно неизбежным. Кроме того, закладные представляют собой довольно безопасную разновидность ссуд, поскольку они надежно обеспечены. Требования, в соответствии с которыми заемщик должен являться совладельцем некоего строения, дабы получить запрашиваемую им ссуду, по существу означают, что в подавляющем большинстве случаев залоговое имущество остается надежным обеспечением выданной ссуды; это происходит даже в тех случаях, когда общая стоимость заложенной собственности снижается. В силу исторически сложившихся условий как федеральное, так и законодательство штатов очень часто принимало разного рода инструкции, регламентирующие величину первоначального платежа (погашения), схемы амортизационных списаний, нормы ссудного процента и срока погашения ссуд, выдаваемых под залог недвижимости. Помимо этого, нередко вводились законодательные верхние пределы на величину ссуды, обеспеченной недвижимостью и подлежащей выдаче коммерческим банком. Все эти ограничения были задуманы единственно ради ограничения практики выдачи чрезмерно большого (с точки зрения законодателей — *прим. пер.*) количества долгосрочных ссуд, что само по себе представляло собой просто последовательное претворение в жизнь «теории коммерческих ссуд» в банковском деле, о которой уже шла речь выше. С течением времени, однако, все эти инструкции были отменены, что явилось естественным разрешением конфликта, в который они вступили с главным направлением финансово-кредитной политики федерального правительства с конца второй мировой войны, суть которой сводилась к оказанию всестороннего содействия строительству жилья, принадлежащего самим американцам.

В главе 3 мы упоминали, что банки могут не только хранить закладные, показывая их в текущей отчетности, но и продавать их на вторичном рынке. В главе 8 будут рассмотрены операции, осуществляемые Федеральной Национальной Ипотечной Ассоциацией и Федеральной Корпорацией Ипотечного Кредита. Создав и обеспечив эффективное функционирование вторичного рынка, на котором банки могут свободно продавать ипотeki, эти федеральные кредитные учреждения стимулировали жилищное строительство и практику кредитования под залог недвижимости.

Закладные с твердой процентной ставкой. Практически все закладные (ипотеки) сейчас представляют собой так называемые ссуды с погашением в рассрочку; по ним заемщик обязан выплачивать (погашать) сумму взятой ссуды вкупе с причитающимися по ней процентами в форме ежемесячно вносимых платежей. Например, ипотека со сроком погашения 30 лет предполагает осуществление 360 ежемесячных платежей. В том случае, если речь идет о закладной с твердой процентной ставкой, то ежемесячные платежи остаются постоянными. Платеж, осуществляемый в первый месяц, состоит главным образом из денежных средств, имеющих ссудно-процентную природу; по мере того, как проходит время, доля погашения основного долга в ежемесячных (неизменных по величине — *прим. ред.*) платежах постепенно воз-

растает. Обычно кредиты, выданные под залог вновь построенных жилых домов, имеют срок погашения равный 30 годам.

Чаще всего заемщиков интересуют вопросы о величине первого взноса в счет погашения кредита (down payment) и о размерах ежемесячных сумм, причитающихся с них в счет погашения ссуды и выплаты ссудного процента. Типичным размером первого взноса при приобретении жилого дома стоимостью 12 5000 долларов будет взнос в размере 25 000 долларов (20% общей стоимости), хотя возможны самые разнообразные варианты. Ежемесячные выплаты по закладной с твердой процентной ставкой и 30-летним сроком погашения общим объемом в 100 000 долларов составляют 887 долларов 57 центов. Ежемесячные выплаты, равно как и величина взимаемого ссудного процента,

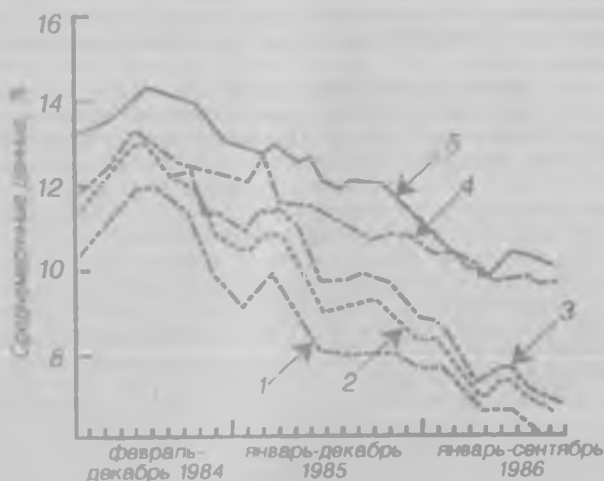


Рис. 6.1. Некоторые общие индексы для закладных с корректируемой процентной ставкой. Эта диаграмма предназначена для того, чтобы продемонстрировать тенденции изменения некоторых наиболее общепотребительных индексов, применяемых при установке процентных ставок по закладным с корректируемыми ставками. Исходя из приведенных данных, заемщики, которым касается проблема корректировки процентных ставок, могут самостоятельно подсчитать, каковы будут новые процентные ставки по их закладным (без учета разного рода лимитов и особо оговоренных ограничений). Для того, чтобы осуществить такой подсчет, надо добавить к применяемому индексу наценку кредитора (lender's margin). Если, например, ваша ссуда индексируется в зависимости от ценных бумаг Казначейства со сроком погашения в 1 год, а наценка вашего кредитора составляет два процента, то текущая ставка процента по вашей ссуде равна 7,92%.

Данные по «твердым» закладным с 30 летним сроком погашения приведены для сравнения

1 — ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 1 год;	
2 — ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 3 года;	
3 — ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 5 лет;	
4 — закладные с твердой процентной ставкой и сроком погашения 30 лет;	
5 — «закрытые» ссуды Совета Федерального банка жилищного кредита.	
Ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 1 год (на 30 декабря)	— 5,92%
Ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 3 года (на 30 декабря)	— 6,46%
Ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 5 лет (на 30 декабря)	— 6,69%
Закладные с твердой процентной ставкой и сроком погашения 30 лет (на 26 декабря)	— 9,30%
Серии «закрытых» ссуд Совета Федерального банка жилищного кредита (на ноябрь)	— 9,48%

Источник: Federal National Mortgage Association; Federal Home Loan Mortgage Corporation; as appeared in the Washington Post, January 3, 1987, p. B-3.

в значительной степени зависят от сроков погашения ипотечного кредита (срочности закладной). Так, по 15-летней «твердопроцентной» 100-тысячедолларовой закладной величина ссудного процента, например, может упасть до 9,875%, а сумма ежемесячного взноса составит всего 1066,97 доллара.

Покупатель недвижимости, помимо всего прочего, обязан осуществить определенные затраты также и в период ведения деловых переговоров о выдаче закладной. Так, кредитор (ссудодатель) может, например, «накинуть» два процентных пункта на общую сумму, оговоренную в закладной (один процент от суживаемой суммы); иногда к этим затратам добавляются и издержки по оценке, по оплате юридических процедур, по уплате налогов, связанных с осуществлением операции, и прочее. В обычных случаях все эти расходы составляют около 3 тысяч долларов на 100-тысячедолларовую закладную. Расходы этого типа могут оказать весьма серьезное сдерживающее воздействие на заключение повторных или новых сделок по закладным, в особенности, если вдруг резко упадут процентные ставки. Именно такая ситуация и произошла в 80-х годах.

Закладные с корректируемой процентной ставкой. В 70-е годы банки и сберегательные учреждения получили разрешение на выдачу закладных с корректируемой процентной ставкой (*adjustable-rate mortgage-ARM*); ставка взимаемого по этим закладным процента была «привязана» к индексу, основанному на других рыночных процентных ставках. Разные банки по-разному корректируют процентные ставки по ARM. Одним из наиболее широко применяемых методов (он называется «одногодичная двухпроцентная ARM с шестипроцентным пределом») является метод, когда процентная ставка корректируется один раз в год, причем обязательно именно в день заключения сделки. По прочим закладным с корректируемой процентной ставкой корректировка процента осуществляется каждые два или три года. Рис. 6.1 демонстрирует, к каким именно рыночным процентным ставкам привязана корректировка ARM. По одногодичной двухпроцентной закладной с 6% пределом типа ARM ставка ссудного процента может изменяться ежегодно не больше, чем на 2 процентных пункта, но не более, чем на 6 процентных пунктов (либо вверх, либо вниз) за весь период действия соглашения, оговоренного закладной. По другим закладным с корректируемым процентом, аналогичные показатели составляют: 2% и 6% предел, 1% и 5% предел, 3% и 5% предел. Исходная, первоначальная ставка процента по такой закладной варьирует в зависимости от различий в уровнях предела, который оговаривается особо.

Уровень процентных ставок по закладным «с корректировкой» в среднем был на 1,5—2 процентных пункта ниже, чем у «твердых» закладных, что связано с осознанием того риска, который сознательно берут на себя владельцы «корректируемых» закладных; суть этого риска в том, что корректировка поднимет процентную ставку вверх и объемы ежемесячных платежей подскочат. В 1985 г. около половины вновь полученных закладных были «с корректировкой» (т. е. типа ARM). Доля новых закладных «с корректировкой», очевидно, зависит от ставок по «твердым» и корректируемым закладным. Надо указать также и то, что после имевшего место падения цен на все без исключения типы закладных в 1986 г. популярность ARM-закладных резко упала.

Закладные с корректируемой процентной ставкой дают возможность банкам и другим финансовым институтам защитить себя от возможного в будущем увеличения процентных ставок по депозитам. С 1978 по 1982 г. закладные с твердыми ставками поставили многие банки лицом к лицу с серьезными финансовыми трудностями, поскольку средняя процентная ставка, приносимая этими закладными, оказалась ниже той, что банки были вынуждены платить по большинству хранящихся у них срочных вкладов. Твердые процентные

ставки оставили банки позади произошедшего общего подъема процентных ставок.

Закладная с корректировкой (платежей) на инфляцию. Ряд банков в настоящее время предлагают своим клиентам так называемые закладные с постепенно изменяющимися платежами (*graduated payments mortgages — GPM*). В условиях инфляции они (*GPM*) оказываются для некоторых заемщиков более привлекательными, чем закладные как с твердыми ставками, так и с изменяющимися выплатами. Ежемесячные «градуированные» выплаты по закладным типа *GPM* могут начинаться с уровня на 25% ниже, чем в случае «твердопроцентных» закладных, но затем круто «взывают» вверх за 5- или 10-летний период, и стабилизируются на некотором устойчивом ежемесячном уровне выплат. Закладные «с поправкой на инфляцию» были предназначены для тех категорий заемщиков, кто ожидал, что в недалеком будущем либо из-за инфляции, либо из-за успехов на службе их номинальные личные доходы существенно вырастут. Дело в том, что закладные обычного типа далеко не всегда устраивают всех, особенно молодых покупателей жилых домов: ведь фиксированные ежемесячные выплаты «съедают» огромную долю их личного дохода, в особенности на первых порах; а вот потом, когда их финансовые возможности возрастают, падает, причем довольно резко, доля этих выплат в их располагаемом доходе.

Государственные¹ гарантии. Иногда либо Федеральное управление жилищного строительства, либо Управление по делам ветеранов выступают в качестве гарантов по некоторым закладным, связанным с осуществлением жилищного строительства. Процентные ставки и первые взносы по этим закладным обычно ниже, чем по негарантированным закладным. Практика гарантирования закладных указанными ведомствами была введена для того, чтобы оказывать помощь нуждающимся и ветеранам, а также для того, чтобы стимулировать процессы жилищного строительства, предоставляя соответствующие кредиты на более льготных условиях.

Ряд исследователей проблем современной урбанистики критиковали подобные программы за то, что выданные таким образом ссуды в основном используются на приобретение новых жилых домов в пригородах, а не на восстановление уже существующих домов в центральных районах города. Действительно, в определенной степени общие процессы перемещения населения за пределы городской черты косвенным образом содействовали тому, что семьи с низкими доходами также получили более приемлемые условия для приобретения нового жилья.

Кроме того, в последние годы такого рода государственные гарантии и другие аналогичные программы, стимулирующие строительство жилья, были подвергнуты острой критике за то, что они ведут к общему росту потребления за счет инвестиций, необходимых для строительства новых производственных предприятий и приобретения производственного оборудования (*Edward C. Banfield, The Unheavenly Coity (Boston: Little, Brown and Company, 1970), pp. 15—16*).

Хотя закладные, обеспеченные гарантиями Федерального управления жилищного строительства и Управления по делам ветеранов, представляют собой, с точки зрения банков, значительно менее рискованное вложение средств, чем в целом ряде других случаев, они связаны также и с рядом негативных моментов. Дело в том, что указанные правительственные органы очень медленно корректировали верхние границы процентных ставок по этим закладным

¹ Здесь, как и во многих сходных ситуациях, буквально: «правительственные». — *прим. ред.*

по сравнению с тем темпом, как изменялись процентные ставки по другим ценным бумагам в рыночных условиях. В результате при превышении рыночных процентных ставок банки часто переключались на другие типы ссуд и инвестиций. Все эти обстоятельства привели к тому, что предложение гарантированных залговых весьма неустойчиво по объему.

Ссуды, выдаваемые частным лицам

В 1986 г. ссуды, выдаваемые частным лицам (состоящие как из потребительских ссуд — ссуд на потребительские цели, так и из собственных ссуд частным лицам), составили около 20% всех выданных коммерческими банками ссуд.

Потребительские ссуды. Банки выдают потребительские ссуды частным лицам для приобретения потребительских товаров длительного пользования (автомобилей, передвижных домов, телевизоров). В основном потребительский кредит предполагает погашение в рассрочку. Существуют, однако, и ссуды, предполагающие разовое погашение, а также кредиты по открытому счету (например, в магазине) и так называемые сервисные кредиты (выдаваемые для оплаты счетов за лечение). Из данных на рис. 6.2,а, следует, что в 1986 г. на долю коммерческих банков приходилось 43% от общего объема выданных потребительских ссуд, подлежащих погашению в рассрочку. Из данных части «б» того же рисунка следует, что в том же году 40% потребительских кредитов, выданных коммерческими банками, подлежащих погашению в рассрочку, приходилось на ссуды, предоставленные на покупку автомобилей.



Рис. 6.2. Потребительские ссуды, погашаемые в рассрочку.

На диаграммах представлена обобщенная картина ситуации, сложившейся с потребительскими ссудами в экономике США. Диаграмма (а) свидетельствует о том, что коммерческие банки сейчас сосредотачивают у себя почти половину всех потребительских ссуд. На диаграмме (б) показано, что ссуды на покупку автомобилей играют исключительно преобладающую роль среди всех потребительских ссуд.

а — финансовые институты, выдающие потребительские ссуды с погашением в рассрочку (на сентябрь 1986 г.)

б — целевое предназначение потребительских ссуд с погашением в рассрочку, выданных коммерческими банками США (на сентябрь 1986 г. в % к общему объему).

Источник: Federal Reserve Bulletin, January 1987, p. A40

В 1986 году типичными условиями получения ссуды на покупку нового автомобиля величиной 7500 долларов на срок в три года с твердой процентной ставкой были следующие:

Величина ссуды	7500 долларов
Процентный доход	1500 долларов
Общий объем задолженности банку	9000 долларов
Ежемесячные выплаты банку в течение 36 месяцев	250 долларов

Для того, чтобы получить «автомобильную» ссуду в 7500 долларов, будущий владелец машины должен выбрать себе автомобиль по цене не ниже 10 000 долларов; дело в том, что доля самого владельца в цене, уплачиваемой за новый автомобиль, должна составлять по крайней мере одну четвертую часть. Многие заемщики выплачивают большую часть этой доли, продавая свои старые автомобили. Условия кредита требуют, чтобы заемщики выплачивали ссуду с процентами, осуществляя 36 ежемесячных платежей по 250 долларов каждый. В дополнение к величине полученной ссуды в сумму этих 36 ежемесячных платежей входит и процентный доход, составляющий в сумме 1500 долларов. По желанию заемщика он может возратить ссуду в более короткий срок, нежели оговоренные три года. Если же заемщик оказывается не в состоянии осуществлять регулярные оговоренные платежи, то банк имеет право вступить во владение автомобилем и попытаться вернуть невыплаченную часть ссуды, продав автомобиль. То обстоятельство, что ссуды, выданные на покупку автомобиля, погашаются по частям, усложняет расчет ставки ссудного процента, выплачиваемого заемщиком. Так, в указанном примере процентная ставка доходит до 12,25%, причем при расчете ее за базу принимается величина невыплаченного остатка. Помимо всего прочего, недостатком «автомобильных» ссуд являются относительно высокие издержки осуществления бухгалтерских операций, связанных с ежемесячным учетом поступающих платежей. Более того, нередко эти ссуды приносят прямые убытки. Это происходит в том случае, когда машина после неуплаты взноса и последующего изъятия ее у неплательщика поступает в собственность банка в плохом состоянии или же если заемщик переезжает в другую часть страны и вообще прекращает платежи.

На рынке ссуд, выдаваемых для покупки автомобилей, банки конкурируют не только между собой, но и с продавцами автомобилей, а также с их производителями, каждый из которых предлагает свои условия кредитования. Что касается ставок ссудного процента, то они незначительно отличаются у разных ссудодателей. Последние не могут назначать более высокий процент, чем у конкурентов, не рискуя потерять потенциальных заемщиков, однако они не могут и снизить свои процентные ставки, поскольку потребительские ссуды должны приносить приблизительно такой же доход в форме ссудного процента, что и другие типы ссуд и инвестиций.

Автомобилестроители извлекают для себя пользу от понижения ставок ссудного процента, поскольку этот процесс дает им возможность продавать большее количество автомобилей. В последние годы они нередко конкурировали с банками, предлагая через свои финансовые дочерние компании кредиты со ставками ниже, чем те, что устанавливались на рынках.

Ссуды с погашением в рассрочку на приобретение автомобилей и предметов домашнего обихода приобрели большую популярность. С течением времени потребители перешли от использования услуг коммерческих прачечных к использованию стиральных машин и машин для сушки белья, от поездок на автобусах и такси к поездкам на личных машинах, от посещения кинотеатров к сидению дома перед телевизором, домашнюю прислугу заменили машины для мойки посуды и электропылесосы. Большинство людей сталкиваются с

большими трудностями, постепенно откладывая деньги на приобретение дорогостоящих автомобилей или бытовых электроприборов. Взяв деньги в ссуду и погашая ее ежемесячными взносами, люди избегают необходимости осуществлять предварительное накопление денег, необходимых для осуществления покупки. Кроме того, они получают также возможность реального пользования автомобилем или бытовым электроприбором в тот период времени, на протяжении которого без взятия ссуды они бы только копили необходимые на покупку деньги. Этот тип кредита развился в 20-е годы и совпал с переходом к массовой автомобилизации. Ведь только массовый рынок автомобилей, основанный на широком распространении ссуд, погашаемых в рассрочку, мог поглотить гигантские объемы выпуска продукции автомобилестроения, базирующегося на конвейерно-поточной системе сборки и использовании научных методов управления производством.

Ссуды частным лицам (*personal loans*). Частным лицам ссуды выдаются обычно просто под собственноручную подпись, хотя иногда и требуют залогового обеспечения или сопоручительства. Весьма популярным типом ссуды частным лицам является так называемый *наличный резервный счет (cash reserve account)*. Лица, обладающие такими счетами, могут превысить остаток счета в банке (осуществить т. н. *овердрафт — прим. пер.*) в любое время; в этом случае банк просто рассматривает сумму превышения остатка как ссуду. Ставки процента по наличным резервным счетам обычно значительно превосходят величину базисной процентной ставки. В середине 80-х годов банки подверглись жесткой критике за то, что эти процентные ставки не понижались в той степени, в какой понизились другие процентные ставки.

Обычно максимальные размеры ссуд, выдаваемых владельцам таких резервных счетов, составляют около 5000 долларов и меньше и зависят от величины доходов заемщика. Банк определяет этот размер в момент открытия счета. Заемщик может погасить ссуду в соответствии со специальным графиком погашения (*installment plan*). Достоинством этого метода расширения кредита является его быстрота. Кроме того, заемщик может в любой момент иметь в своем распоряжении необходимый ему кредит в пределах оговоренной заранее суммы.

Выпускаемые банками кредитные карточки также стали важным источником персональных ссуд. Держатели (владельцы) банковских кредитных карточек могут автоматически пользоваться ссудой, не превышающей определенного кредитного лимита, например, в 2500 долларов, величина которого, впрочем, зависит от их доходов. Существенное преимущество, которым пользуются владельцы кредитных карточек, состоит в следующем. Если владелец карточки осуществляет расчет с банком не позднее чем через 25 дней после того, как банк производит свои собственные ежемесячные расчеты по обязательствам владельца карточки (например, оплачивает предъявленные банку счета за покупки, сделанные владельцем карточки — *прим. ред.*), то никаких процентных платежей с владельца кредитной карточки банк не взимает. Помимо этого владельцы кредитных карточек могут продлевать время погашения ссуды по частям на срок до десяти месяцев. Ссуды, предоставляемые владельцам кредитных карточек, так же как и наличные резервные счета, характеризуются обычно сравнительно высокой процентной ставкой. В 1986 г. процентная ставка по невыполненным обязательствам владельцев кредитных карточек составляла примерно 18%, а теперь большинство банков устанавливает для владельцев кредитных карточек ежегодную плату за услуги — обычно на уровне 20 долларов.

Еще одним типом ссуд, предоставляемым частным лицам, являются ссуды на финансирование получения образования в колледжах. Они также получили

широкое распространение, несмотря на имевшие место попытки урезать правительственные программы по выдаче таких ссуд, что аргументировалось большими дефицитами федерального бюджета. В соответствии с принятым в 1965 г. Законом о высшем образовании была учреждена государственная программа гарантированной выдачи ссуд студентам; коммерческие банки приняли участие в ее выполнении. Заемщики не обязаны начинать погашения полученной ссуды до получения высшего образования. Максимально разрешенный ставкой ссудного процента по этим ссудам было 8%. В соответствии с установленным законом пределами максимальные размеры ежегодной ссуды для старшекурсников составляют 2500 долларов на одного студента и 5000 на одного выпускника. Отдел финансовой помощи, существующий в каждом колледже, определяет целесообразность выдачи ссуды конкретному студенту исходя из учета таких факторов, как доход в семье студента, число детей в семье и расходы на оплату обучения в данном колледже.

Высокий процент невозвращения ссуд такого типа стал основанием для критики всей программы выдачи ссуд студентам. В соответствии с новыми предложениями необходимо так скорректировать выдачу этих ссуд, чтобы величина разового вноса в счет погашения ссуды никогда не превосходила некоторую заранее определенную в процентах долю индивидуального дохода заемщика после окончания колледжа. По замыслу авторов этой идеи, это даст «студенческим» ссудам те же преимущества, которыми обладают, например, закладные с корректировкой платежей на уровень инфляции (типа GPM — *прим. пер.*); есть также мнение, что такая практика привлечет молодых людей к таким относительно низкооплачиваемым профессиям, как преподавательская деятельность.

Ссуды, выдаваемые штатам и органам политической власти

В 1986 г. ссуды, выданные правительствам штатов и органам муниципального правительства, составили всего 3,7% от общего объема ссуд, выданных коммерческими банками. Хотя администрации штатов, городов, населенных пунктов и прочие правительственные органы осуществляют долгосрочные займы путем продажи ценных бумаг, коммерческие банки обычно предоставляют им краткосрочные денежные ссуды. Правительства штатов и правления муниципалитетов вынуждены выступать в качестве краткосрочных заемщиков, поскольку они взимают некоторые виды налогов (имущественный налог, подоходный налог, налог на прибыль предприятий) всего несколько раз в год. В силу этого они и оказываются в состоянии брать ссуды у банков до наступления сроков взимания налогов, а затем возвращать эти ссуды, собрав налоги.

Ссуды под ценные бумаги

Ссуды под ценные бумаги состоят из ссуд, предоставляемых брокерам и дилерам в ценных бумагах, а также частным лицам для приобретения акций корпораций и прочих ценных бумаг. Брокеры, осуществляющие финансирование покупки акций для своих клиентов, и дилеры, осуществляющие операции с ценными бумагами правительства, часто берут ссуды до востребования (так называемые онкольные ссуды). Возврат такого рода ссуд не предполагает наличия какого-либо оговоренного заранее периода погашения. Банк вправе потребовать возврата в любое время; равным образом и заемщик вправе возвратить ссуду в любое время, если банк не требует возврата ссуды к определенному сроку. С середины 30-х годов, в соответствии с установившейся традицией, банки выдают

такие ссуды лишь тем брокерам, у кого есть собственные депозитные счета в данном банке. Совет управляющих ФРС имеет право ограничивать выдачу ссуд под ценные бумаги банками-членами ФРС, а в случае, если банк, с точки зрения Совета, не в состоянии обеспечить эффективный контроль за движением ссуд, то и приостановить право банка выдавать подобные ссуды. Обычно, по мере того, как изменяются объемы продаж и финансовые потребности брокеров и дилеров, изменяются и объемы изымаемых ими ссуд; кроме того, брокеры и дилеры часто заменяют одни акции, предоставленные ими в качестве залогового обеспечения, на другие.

С 1934 г. Совет управляющих ФРС ввел практику регулирования минимума маржи по ссудам под ценные бумаги (в пределах от 25% до 100% рыночной стоимости ценных бумаг — *прим. пер.*), если такие ссуды выдаются частным лицам. Например, в 1972 г. Совет установил величину предписываемой маржи на уровне 65%, потребовав от покупателей обязательного вступления во владение не менее чем 65% рыночной стоимости покупаемых акций и, соответственно, разрешив им брать ссуду в банке для покупки этих акций, не превосходящую по величине 35% их рыночной стоимости. В 1974 г. величина предписываемой (обязательной) маржи сократилась до 50% и с тех пор не изменялась. Эти правила распространяются только на покупку акций, зарегистрированных на национальных фондовых биржах, и относятся также и ко всем прочим ссудодателям, выдающим кредиты такого назначения наряду с коммерческими банками.

Первоначально введение ограничений на операции с маржей было реакцией на справедливые претензии, согласно которым спекуляция на рынке ценных бумаг, осуществляемая во многом именно благодаря финансированию через банковские кредиты, была причиной жесточайшего рыночного кризиса 1929 г. Целесообразность и значение такого рода ограничений стала объектом острых дискуссий, развернувшихся в последние годы. В 1985 г. Совет управляющих ФРС рекомендовал Конгрессу США приостановить регулирование величины обязательной маржи и предоставить участникам операций с ценными бумагами самим определять ее величину.

Регулирование операций с маржей не относится к ссудам, выданным под залог ценных бумаг, но предназначенным для иных, нежели покупка ценных бумаг, целей. Например, ссуда, предназначенная для перестройки дома, выданная под залог обычных акций, не может считаться ссудой под ценные бумаги. В реальной действительности, однако, выдавший ссуду банк далеко не всегда в состоянии знать точно, пошли ли взятые в ссуду деньги на покупку акций или на какие-нибудь другие цели.

Ссуды небанковским финансовым учреждениям

Такие финансовые учреждения, как финансовые компании, компании по операциям с ипотеками, банковские холдинг-компании и инвестиционные банки также выступают в роли заемщиков у банков, хотя крупные финансовые компании прибегают также и к продаже коммерческих бумаг. Финансовые компании берут у банков ссуды для последующего предоставления их частным лицам, а также для предоставления ссуд на покупку автомобилей и других потребительских товаров длительного пользования.

Сельскохозяйственные ссуды

Фермеры испытывают нужду в денежных средствах, необходимых им как для покрытия сезонных расходов, так и для осуществления долгосрочных

инвестиций в сельскохозяйственные машины и улучшение земли. В современном сельском хозяйстве применяется дорогостоящая техника, задействуются обширные земельные угодья, используются значительные объемы химических удобрений, гибридных семян, комбикормов, витаминов и антибиотиков для скота. Однако не весь объем финансирования сельского хозяйства осуществляется через местные коммерческие банки. Часто финансирование закупок новой техники проводится ее продавцами.

При наличии возможности фермеры берут ссуды по субсидируемым процентным ставкам у федеральных кредитных агентств, таких как Федеральные земельные банки и Банки по обслуживанию кооперативов, предпочитая пользоваться их услугами, нежели прибегать к ссудам в коммерческих банках.

В 80-е годы непогашение многих сельскохозяйственных ссуд создало ряд серьезных проблем в банковском деле. Этому явлению способствовало резкое снижение цен на зарубежных рынках сельскохозяйственной продукции и падение цен на фермерские земельные участки. Многие фермеры оказались не в состоянии осуществлять выплату процентов по взятым ими банковским ссудам, а реальная оценочная стоимость залога, гарантирующего эти ссуды, часто оказывалась меньше размеров самих ссуд; все это было связано со стремительным падением цен на землю, принадлежащую фермерам.

Сельскохозяйственные ссуды составляют весьма небольшую долю общего объема ссуд, выдаваемых коммерческими банками США, причем их значение со временем уменьшается. Несмотря на это, депрессия, наступившая в сельском хозяйстве в 80-е годы, была причиной серьезной нестабильности в банковском деле в ряде сельскохозяйственных штатов, поскольку сельскохозяйственные ссуды сконцентрированы там в определенных банках. Так, в 1984 г. около 4300 банков в Соединенных Штатах, как правило, небольших, выдали по крайней мере 25% общего объема ссуд именно фермерам. Многие из этих банков в 80-е годы разорились. Федеральные кредитные агентства, осуществляющие выдачу ссуд фермерам, также понесли большие потери и были вынуждены обращаться за финансовой помощью к федеральному правительству.

Дебиторская задолженность по лизингу

В балансовых отчетах многих банков появилась новая строка — дебиторская задолженность по лизингу (lease financing receivables). Банки сдают в аренду оборудование промышленным предприятиям посредством заключения лизинговых соглашений; таким образом, возникает некий новый тип института кредитования, очень напоминающий ссуду. Вместо того, чтобы выдавать некой фирме ссуду на приобретение необходимого ей оборудования, банк сам покупает это оборудование, сохраняя за собой права собственности. В этом случае банк получает арендную плату (лизинговые платежи), а не ссудный процент. Лизинг такого типа распространяется на автомобили, грузовики, конторское оборудование, включая компьютеры, машины и станки, а также многие другие виды оборудования. Арендные отношения дают возможность компаниям получать в свое распоряжение производственное оборудование без больших капитальных затрат. Такой подход имеет перед остальными видами финансирования ряд преимуществ, связанных с налогообложением предприятий-арендаторов.

Ссуды иностранным банкам и иностранным официальным органам

Ссуды коммерческих банков иностранным банкам и правительственным органам стали объектом пристального внимания прессы в 80-е годы, хотя в 1986 г. общий объем этих ссуд не превышал 15,2 млрд. долларов. Зарубежные

банки и правительственные органы берут ссуды в банках США для осуществления крупных инвестиционных проектов и для финансирования дефицитов своих платежных балансов, а также для покрытия дефицитов государственного бюджета. Несмотря на сравнительно небольшой объем этих ссуд, потенциальная возможность их непогашения (невозврата кредитов) ставит перед банковской системой США весьма непростые проблемы: дело в том, что эти кредиты сконцентрированы в ведущих банках страны, причем до периода семидесятых годов ссуды этого типа по величине вообще не играли сколько-нибудь значительной роли.

Потенциальная возможность непогашения этих ссуд весьма велика, поскольку их огромные размеры, приходящиеся на долю таких государств, как Мексика, Аргентина и Бразилия, требуют осуществления по ним исключительно высоких процентных выплат по сравнению с реальными возможностями этих стран «зарабатывать» доллары, экспортируя свою продукцию. Для предотвращения непогашения этих кредитов коммерческим банкам США пришлось принять целый ряд специальных мер. Более подробно эта проблема рассмотрена в главе 9.

Глава 7

ДЕПОЗИТЫ, КРЕДИТЫ И СЧЕТА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Объяснить, что такое основные депозиты, а также описать различные виды банковских депозитов.
- Обсудить причины, вызвавшие переход к политике дерегулирования банковских депозитов.
- Объяснить, каким образом отдельным банкам удастся достичь роста уровня ликвидности с помощью успешного управления банковскими пассивами.
- Обсудить основные особенности различных видов управляемых пассивов.
- Объяснить, почему банкам целесообразно минимизировать величину соотношения «капитал—активы».

В двух предшествующих главах настоящего пособия мы охарактеризовали банковские активы — способы, которыми банки используют находящиеся в их распоряжении денежные средства. В этой главе мы обратимся к правой стороне банковского балансового отчета, где перечисляются источники денежных средств банка. Главную часть этих денежных средств представляют собой банковские пассивы (или обязательства банка), к числу которых относятся депозиты и кредиты (займы), полученные банком. Что же касается акционерного капитала банка, представленного в акциях его владельцев, то, несмотря на его обычно относительно небольшие размеры по сравнению с величиной банковских пассивов, он, тем не менее, играет ключевую роль в совокупности факторов, гарантирующих прибыльность и финансовую устойчивость банка. В первой части этой главы мы рассмотрим так называемые основные депозиты (*core deposits* — букв. «составляющие сердцевину» или «ядро» всех депозитов банка — *прим. пер.*). Они вплоть до настоящего времени представляют собой главный источник денежных средств для множества мелких и средних по величине банков. Далее мы рассмотрим так называемые управляемые пассивы, в число которых входит множество новых источников денежных средств, представляющих для крупных и средних банков большой интерес и уже ставших предметами острой конкурентной борьбы, развернувшейся между этими банками. Наконец, в последнем разделе главы мы рассмотрим банковский акционерный капитал.

ОСНОВНЫЕ ДЕПОЗИТЫ

Традиционно банки черпали большую часть денежных средств из депозитов местных потребителей и предприятий. Депозиты такого рода называются основными депозитами. Несмотря на то, что некоторые из них относятся к категории депозитов, приносящих проценты, банки привлекают их, скорее, в связи с тем, что они существенно повышают уровень ликвидности банков. Вклады до востребования и прочие так называемые чековые депозиты относятся к категории наиболее ликвидных банковских депозитов, поскольку они непосредственно осуществляют функцию средства осуществления обменных операций (*means of exchange*). Следует иметь в виду, что по чековым депозитам вкладчики довольно часто платят банкам комиссионные (*fees*) — либо ежемесячно, либо в расчете на каждый выставленный банку и оплаченный им чек. Даже весьма крупные вкладчики, которые получают по своим депозитам до востребования (чековым депозитам) некий скромный процентный доход, могли бы получать значительно большие доходы, поместив свои средства в другие, менее ликвидные, активы. Хотя сберегательные и краткосрочные вклады и не выполняют непосредственно роль орудия обмена, они, тем не менее,

обеспечивают банкам столь высоко ценный ими нормальный уровень ликвидности.

Нередко банки устанавливают со своими основными вкладчиками (core depositors) сугубо личные контакты. Подобное имеет место как во взаимоотношениях банков с предприятиями, так и в их взаимодействиях с семейными хозяйствами. Так, помимо обращений за услугами, связанными с непосредственным обеспечением ликвидности, постоянные клиенты также обращаются к банкам с просьбой оказать им определенные услуги по осуществлению траст-операций, нотариальные услуги, дать конкретный деловой совет или совет, касающийся наиболее безопасного вложения денежных средств. Даже в городских банках, отличающихся более крупными размерами, где банковские служащие могут и не знать по именам всех своих клиентов, сложившаяся система взаимоотношений банка с клиентами привлекает основных вкладчиков к «своему» банку на определенный и, подчас, немалый срок. Лишь очень немногие люди имеют привычку часто менять банк, где они хранят свой вклад до востребования, или держат подобные вклады одновременно в нескольких банках.

В табл. 7.1 представлены главные виды основных депозитов в коммерческих банках и ссудо-сберегательных учреждениях США. В настоящей главе будет дана характеристика этих депозитов. Крупные срочные вклады (депозитные сертификаты — ДС), данные о которых приведены в таблице исключительно с целью сравнения, не считаются частью основных депозитов; они будут охарактеризованы несколько позже.

Вклады до востребования или чековые депозиты (checkable deposits)

В декабре 1986 года общая сумма всех депозитов, на которые могли быть выписаны чеки, известных как чековые депозиты, составляла 541 млрд. долларов. Эта сумма включала в себя 308 млрд. долларов на вкладах до востребования и 233 млрд. долларов на других чековых депозитах, наиболее распространенной формой которых являлись нау-счета. Данные табл. 7.1 свидетельствуют о росте объемов чековых депозитов. Несмотря на то, что сокращение вмешательства правительства в банковскую сферу позволило сберегательным кассам и другим аналогичным финансовым институтам предлагать открытие счетов до востребования в форме чековых депозитов, коммерческие банки поныне продолжают держать их большую часть. До 1973 года сберегательные институты вообще не открывали чековые депозиты.

Чековые депозиты весьма удобны, что объясняется их безопасностью и простотой совершения платежей путем выписывания чека, а также тем, что они дают возможность изымать наличные деньги по первому требованию. Практически все американские фирмы имеют собственные чековые счета; проведенные исследования показывают, что более 85% домашних хозяйств США также имеют чековые счета.

В силу того, что чековые депозиты требуют осуществления дорогостоящих учетных операций и проводок, большинство банков устанавливает определенную плату за пользование этими счетами. Размеры этой платы меняются вместе с изменением размера депозита и числом чеков, выписываемых в течение одного месяца. Однако нередко банки идут на отказ от взимания этой платы, если вкладчик сохраняет достаточный, с их точки зрения, балансовый остаток на счете в течение всего месяца. Подобный отказ от установления платы (fees) выполняет, по сути дела, функции скрытых («имп-

лиднтных») процентных платежей, осуществляемых банками владельцам этих счетов.

Когда некое частное лицо вкладывает чек, выписанный на другой банк, на свой банковский счет, то, как правило, между моментом времени, когда счет данного вкладчика реально увеличивается, и тем моментом времени, когда банк принимает указанный чек на депозит вышеупомянутого лица, может пройти некоторый промежуток времени; этот временной интервал дает банку возможность убедиться в том, что чек является действительно «хорошим», и инкассировать соответствующие денежные средства. Не стоит забывать и о том, что банк может получить имплицитную прибыль от того, что он фактически откладывает кредитование счета вкладчика. Естественно, что вкладчики, желающие обеспечить кредитование своего счета так быстро, насколько это возможно, активно возражают против подобной практики. Законы, принятые в последние годы на федеральном уровне и уровнях отдельных штатов, были направлены на устранение подобных операций из практики банковского дела.

Сейчас большинство чековых депозитов принимают одну из важнейших форм: 1) вклады до востребования и 2) *нау-счета*¹. Кроме этих депозитов, в балансовые отчеты многих банков включена небольшая статья, называемая «удостоверенные чеки и чеки, выписанные служащими банка». Когда банк удостоверяет чек, он снимает сумму, указанную на удостоверенном чеке, со счета вкладчика и держит эту сумму на этом отдельном счете. Кроме того, в тех случаях, когда чек выписывается одним из банковских служащих либо кассиром для оплаты собственных расходов банка, последний создает депозиты, равные сумме чеков, выписанных служащими, ожидая осуществления выплаты по чеку.

Вклады до востребования — суть чековые депозиты, по которым процент не выплачивается². В 1933 году Конгресс законодательно запретил осуществление процентных платежей по чековым депозитам. До 1933 г. ввиду отсутствия ограничений на величину нормы процента, банк платил по вкладам до востребования, сделанным вкладчиками, обычный процент. Регулирующие инстанции в этот период полагали, что чрезмерная конкуренция за вклады, развернувшаяся между банками, ослабила банковскую систему в целом. Это суждение сейчас рассматривается как ошибочное.

¹ К большому сожалению, в русскоязычной литературе по банковскому делу к началу 90-х годов сложилась традиция, согласно которой банковский термин «NOW-account» переводится как «нау-счет». Этот лингвистический изыск довольно прочно укоренился в сознании; изменять традицию, вводя некую новую аббревиатуру, нам не представляется целесообразным. Тем не менее мы считаем своим долгом уведомить читателя, что сокращение «NOW-account» по-английски происходит от термина «negotiable order of withdrawal account», что, как нам представляется, абсолютно точно соответствует версии перевода этого термина, предложенной В. М. Уоскиным при научном редактировании книги Э. Рид и др. «Коммерческие банки», опубликованной в издательстве «Прогресс» (1983 г.). Приведем соответствующую цитату: «Переводы третьим лицам (third party transfers) получили название обращающихся приказов об изъятии (negotiable orders of withdrawal-NOW), а счета, против которых выставляются эти приказы, называют обычно нау-счета. Таким образом, обращающиеся приказы об изъятии — это тратты, выписываемые вкладчиками против сберегательных вкладов, приносящих процент... Некоторые штаты позволили отдельным ссудо-сберегательным ассоциациям открывать беспроцентные счета (noninterest bearing account-NINOW), которые схожи с вкладами до востребования в коммерческих банках (см. Рид Э., Коттер Р. Коммерческие банки: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1983. — С. 40—41). — прим. ред.

² Следует, однако, иметь в виду, что здесь идет речь о так называемом явном процентном доходе (explicit interest); правомерно предположить (и это предположение получает некоторое подтверждение в тексте настоящего пособия), что по этим депозитам не исключена выплата банком так называемого неявного (implicit) процентного дохода. — прим. ред.

Деловые предприятия владеют большинством вкладов до востребования и им не разрешено по закону помещать свои деньги на нау-счета, приносящие проценты. Вследствие того, что деловые фирмы владеют сравнительно большим количеством чековых депозитов, общее количество вкладов до востребования, данные о величине которых показаны в табл. 7.1, превышает общее количество нау-счетов. Следует, справедливости ради, отметить, что до сих пор отдельные вкладчики продолжают хранить деньги на обычных вкладах до востребования, а не на нау-счетах; это происходит потому, что некоторые банки устанавливают более низкую плату с клиентов за пользование вкладами до востребования малого размера, чем это имеет место в случае небольших по размеру нау-счетов. Сработала здесь и некоторая инерция мышления.

Табл. 7.1 Важнейшие типы депозитов в коммерческих банках и сберегательных учреждениях США за ряд лет, с 1960 по 1984 г., в млрд. долларов.

Виды депозитов в коммерческие банки и сберегательные учреждения изменились за последние 25 лет самым драматическим образом. Как следует из данных табл. 7.1, в 1960 г. крупнейшие балансовые остатки приходились на такие виды вкладов, как вклады до востребования и вклады на сберкнижках (passbook saving accounts). В 1986 г. срочные депозиты малого размера, депозитные счета денежного рынка и срочные депозиты крупного размера стали крупнейшими по абсолютным размерам категориями депозитов.

Данные на декабрь	Чековые депозиты		Сберегательные вклады		Срочные вклады	
	Вклады до востребования	Нау-счета*	Депозиты на сберегательных книжках**	Депозитные счета денежного рынка	Малого размера	Крупного размера (депозитные сертификаты или ДС)
1960	112,5	—	159,1	—	12,5	20
1965	132,5	0,1	256,9	—	34,5	21,2
1970	166,3	0,1	261,0	—	151,1	45,2
1975	214,1	0,9	388,8	—	337,9	129,7
1980	265,3	28,0	401,4	—	730,2	259,0
1981	234,6	78,0	344,8	—	825,1	301,8
1982	237,9	103,4	357,9	43,2	852,8	327,8
1983	242,7	131,3	306,6	379,2	785,2	329,9
1984	248,4	146,3	289,7	417,0	887,5	413,9
1985	271,5	178,6	303,6	512,0	880,3	436,5
1986	307,8	232,7	371,5	570,7	852,4	444,3

* В том числе САПС/счета автоматического перечисления средств (в оригинале — ATS account. — прим. пер.)

** В том числе так называемые выписки о состоянии сберегательного счета (особый вид счетов, описанный в этой главе ниже. — прим. ред.).

Источник: Economic Report of the President, January 1987, pp. 320—321.

Ввиду того, что по вкладам до востребования не выплачивается эксплицитный (то есть в явном виде выраженный) процентный доход, многие клиенты банков из числа представителей деловых кругов, пользующиеся самыми современными методами управления наличностью (cash management accounts), стремятся минимизировать размеры денежных средств, содержащихся на их депозитах такого типа. В достижении этой цели клиенты банков

получили союзников в лице самих банков, что объясняется действием конкуренции за вкладчиков, развернувшейся в последнее время в банковской сфере. Одним из способов такого рода минимизации является использование возможностей, предоставляемых счетами с автоматической «очисткой»¹ (sweep accounts).

Осуществляя текущие операции с такими счетами, банк «очищает» счет (переводит их) от любых денежных сумм, превосходящих оговоренный с клиентом минимум, и помещает их в финансовые инструменты, приносящие процентный доход, например, такие, как соглашения об обратном выкупе (RP); такая операция осуществляется банком ежедневно в конце делового дня. В тех же случаях, когда в банк поступают чеки для оплаты (с указанного счета — *прим. пер.*), необходимые для осуществления этой операции средства переводятся обратно на тот же вклад до востребования.

Несмотря на развитие в последние годы таких финансовых инструментов, как счета с автоматической «очисткой»², а также ряда аналогичных или родственных им банковских инноваций, вклады до востребования, осуществляемые деловыми предприятиями, продолжали возрастать, хотя и не столь быстро, как другие типы депозитов. Одним из объяснений этого приходится считать то обстоятельство, что многие банки требуют от своих клиентов, представляющих деловой мир, поддержания т. и. компенсационного баланса в форме не приносящих процентного дохода вкладов до востребования; это необходимо банкам для оплаты банковских услуг. Компенсационный баланс дает банку определенные выгоды благодаря снижению средней стоимости фондов, то есть путем снижения средних издержек на привлечение денежных фондов. В ряде случаев компенсационный баланс представляет собой платежи за такие услуги, как финансовые менеджмент или поддержание договора о предоставлении кредита («кредитной линии»). В других случаях компенсационный баланс может представлять собой часть процентных платежей по банковской ссуде. Так, например, от фирмы, которая взяла в кредит 1 млн. долларов в своем банке при начальной норме процента, равной 10%, банк может потребовать держать 100 000 долларов из этой суммы в виде компенсационного балансового остатка на вкладе до востребования. Это, естественно, увеличивает фактические издержки по выплате процента с суммы 900 000 долларов, которая реально поступила в распоряжение фирмы, до уровня, несколько превосходящего 11%.

Некоторые обозреватели считают, что банки двигаются в направлении установления явной (эксплицитной) платы за услуги и отходят от компенсационных балансов. Мы вправе ожидать, что если это произойдет, то уменьшится общий объем вкладов до востребования, приходящихся на долю деловых сфер.

Нау-счета. Обращающийся приказ об изъятии или нау-счет — суть чековый депозит, по которому платится процентный доход. В 1973 году Конгресс США разрешил коммерческим банкам, находящимся в Массачусетсе и Нью-Гэмпшире, предлагать клиентам открытие нау-счета с нормой процента не выше 5%. Этот ограниченный верхний предел был увеличен позднее до 5,25%. В 1976 году Конгресс США распространил право открывать нау-счета на Нью-

¹ В начале главы 4 этот вид счетов уже упоминался при общей характеристике банковских нововведений, осуществленных фирмой «Меррил Линч, Пирс, Феннер и Смит Инк». — *прим. ред.*

² В механизме действия счетов с автоматической «очисткой» наблюдается много общего со счетами типа ATS (automatic transfer service) и типа CMA (cash management accounts) — *прим. ред.* (или «сипи»-счета; в русскоязычной литературе по банковскому делу этот вульгаризм, к счастью, еще не успел прижиться) — *прим. пер.*

Йорк, Нью-Джерси и еще четыре штата Новой Англии, а в 1981 году — на все остальные штаты. Хотя к 1986 году нау-счета оказались вне сферы регулирования, резкое снижение нормы процента в течение этих лет привело к тому, что некоторые банки самостоятельно и добровольно понизили ставку процента по нау-счету до уровня ниже, чем 5,25%. Лишь очень немногие банки повышали норму процента выше 5,25%.

Коммерческие банки были наделены правом открывать нау-счета для того, чтобы сделать их способными конкурировать со взаимными сберегательными банками. Взаимные сберегательные банки в Массачусетсе и Нью-Гэмпшире первыми ввели нау-счета. Рост рыночной ставки процента, который начался в 1965 году, позволил им выплачивать проценты по чековым депозитам и одновременно продолжать получать прибыль. Когда находящиеся в сфере постоянного государственного инспектирования взаимные сберегательные банки Массачусетса и Нью-Гэмпшира впервые предложили нау-счета своим клиентам, коммерческие банки этих штатов быстро добились разрешения делать то же самое.

Еще до того, как банки всех штатов получили право открывать нау-счета, многие банки в стране предлагали тип депозита, называемый счетом автоматического перечисления средств (САПС). Совет Управляющих Федеральной Корпорацией Страхования Депозитов учредил эти счета в 1978 году. Банки перечисляют средства автоматически, руководствуясь согласием вкладчика, с приносящих процент счетов САПС на вклады до востребования по мере того, как возникает потребность покрыть превышение кредита (овердрафт) или поддерживать минимальный баланс на чековых счетах. Такая практика дала возможность вкладчикам держать очень маленькую сумму на вкладе до востребования и одновременно получать процент по своим САПС-счетам. САПС-счета в сущности были «свип»-счетами для индивидуальных вкладчиков.

Когда банкам всех штатов было позволено предлагать своим клиентам открытие нау-счетов, они заменили именно этими счетами большинство САПС-счетов. Ограничение верхнего предела нормы процента 5,25% по САПС-счетам в 1986 году было устранено так же, как и по нау-счетам.

Первоначально нау-счета классифицировались не как вклады до востребования, а как сберегательные вклады, где предъявляются более низкие требования к резервам, чем к вкладам до востребования. Ситуация изменилась в 1981 году, когда нау-счета были классифицированы как чековые депозиты и стали подвергаться таким же требованиям к резервам, что и вклады до востребования.

Сберегательные вклады.

Главными типами сберегательных депозитов, предлагаемых в настоящее время банками, являются счета на сберегательных книжках, счета с выпиской состояния сберегательного вклада, а также депозитные счета денежного рынка¹. В декабре 1986 года общее количество сберегательных вкладов в коммерческих банках и сберегательных институтах доходило до 942 млрд. долларов (371 млрд. долларов на сберегательных книжках и других сберегательных вкладах и 571 млрд. долларов на депозитных счетах денежного рынка).

Счета на сберегательной книжке и счета с выпиской состояния сберегательного вклада. До 70-х годов банки и сберегательные институты предлагали открытие счета на сберегательных книжках в качестве основного типа вкладов, приносящих процент. Ставка процента по этим депозитам весьма редко ме-

¹ Money market deposit accounts (MMDAs). — прим. пер.

няется. С 1979 года по 1982 год сберегательные институты предлагали сберегательные депозиты по ставке процента, равной 5,5%, а коммерческие банки — по ставке процента, равной 5,25%. Затем коммерческие банки получили разрешение увеличить верхнюю границу ставки процента до 5,5% для того, чтобы не проигрывать систематически в конкуренции по тем позициям, которые уже были установлены в сберегательных институтах. Хотя эта верхняя граница и была отменена в 1986 году, большинство банков и сберегательных институтов по-прежнему продолжали платить 5,5% по этим депозитам.

Счета на сберегательных книжках не требуют содержания на них обязательного минимального балансового остатка; вкладчики почти всегда могут немедленно изымать с них наличные деньги. Хотя банки по закону имеют право требовать от вкладчиков предварительного уведомления о предстоящем изъятии денежных фондов с этих депозитов, они редко настаивают на этом праве. Для того, чтобы вложить или изъять фонды с/на сберегательную книжку (книжки), владелец вклада обязан представить сберегательную книжку банковскому кассиру, регистрируя предстоящую сделку. Для среднего балансового остатка ниже 1000 долларов некоторые банки устраивают специальную плату за совершение более чем трех изъятий наличных денег в течение квартала. До 1975 года только частным лицам и бесприбыльным организациям позволялось класть деньги на сберегательный депозит; затем как партнерства (и товарищества), так и корпорации получили разрешение держать суммы до 150 000 долларов на этих вкладах.

Счета с выпиской состояния сберегательного вклада. По ним платится такой же процент, и они выполняют такие же функции, что и счета на сберегательных книжках. Счета с выпиской состояния сберегательного вклада используются без применения сберегательных книжек для произведения записей, однако именно это и делает их более удобными, чем счета на сберкнижках, особенно для тех лиц, которые желают иметь дело с банком исключительно через почту.

Депозитные счета денежного рынка (MMDAs) представляют собой новый тип сберегательных вкладов, которые впервые были введены в декабре 1982 года. В настоящее время у них есть множество общих характеристик со счетами на сберкнижках, за исключением лишь того, что норма процента по ним корректируется еженедельно, исходя из изменений других рыночных норм процента, и того, что при ведении этих счетов не используются сберегательные книжки для регистрации операций. Вкладчик может изымать фонды с депозитных счетов денежного рынка немедленно, и эти счета не имеют какого-либо определенного срока (срочности). Первоначально по ним требовалось содержание минимального балансового остатка в сумме 2500 долларов, но это требование было снижено до 1000 долларов в 1985 году и полностью ликвидировано в 1986 году.

Норма процента по депозитным счетам денежного рынка обладает очень высокой чувствительностью к изменениям рыночных условий. Каждый банк сам определяет норму процента, выплачиваемую по своим депозитным счетам денежного рынка; именно поэтому нормы процента по этим счетам у разных банков различны.

Следует иметь в виду, что счета MMDAs позволяют вкладчикам выписывать по ним лишь некоторое ограниченное количество чеков. Проведенные исследования, однако, указывают на то, что эти счета используются преимущественно для сберегательных целей, а не для целей совершения сделок.

Владельцами MMDA-счетов могут быть как частные лица, так и корпорации. Банки обязаны держать определенные резервы против депозитных счетов

денежного рынка, если вкладчиками являются корпорации. Однако требование это не относится к MMDA-счетам частных лиц.

Введение депозитных счетов денежного рынка вызвало весьма энергичную одобрительную реакцию. В 1986 г. общее количество остатков на депозитных счетах денежного рынка значительно превзошло аналогичный показатель для счетов на сберкнижках. Люди переводили вклады на депозитные счета денежного рынка со сберкнижек, со срочных вкладов малого размера, а также со счетов взаимных фондов денежного рынка. Объяснялось это прежде всего тем, что по депозитным счетам денежного рынка (MMDAs) выплачивался процент с более высокой нормой. «Грянувшее» в 1986 году увеличение вкладов на сберкнижках на 68 млрд. долларов стало подлинным сюрпризом для многих банкиров. Рост депозитов на MMDA-счетах и на сберкнижках по сравнению с остальными видами сберегательных депозитов явно зависел от «разброса» между нормами процента, которые платились по ним. В 1986 году, когда норма процента по счетам MMDAs резко упала, а процентная ставка по вкладам на сберегательных книжках осталась постоянной, объем сбережений на сберегательных книжках резко возрос.

Подверженность нормы процента по депозитным счетам денежного рынка (interest rates on MMDAs) резким колебаниям дала возможность менеджерам банков значительно эффективнее контролировать объемы издержек (costs) по этой категории счетов, чем по любой другой, ранее существовавшей категории счетов. С другой стороны, энергичная конкуренция, осуществляемая методами предложения более выгодных процентных ставок, привела к тому, что прирост депозитов стал более неопределенным, а, возможно, и сама практика банковского дела стала более рискованной.

Срочные депозиты

В отличие от сберегательных депозитов, срок погашения этих депозитов наступает через какой-либо период времени, причем дата погашения особо оговаривается. Обычно вкладчики могут изымать деньги со срочного депозита малого размера еще до наступления срока выплаты, но при этом они выплачивают некий штраф. Табл. 7.1 показывает, что в декабре 1986 года общая сумма срочных депозитов доходила до 1,296% млрд. долларов (852 млрд. долларов в депозитах малого размера и 444 млрд. долларов в депозитах большого размера). Сберегательные депозиты большого размера не рассматриваются как основные депозиты (core deposits), и о них речь пойдет в следующем разделе настоящей главы.

Срочные депозиты малого размера имеют размер менее 100 000 долларов и не относятся к разряду обращающихся. Владелец этого депозита получает депозитный сертификат, на котором обозначены вложенная сумма, ставка (норма) процента, срок погашения и другие условия контракта. В октябре 1983 года депозитные институты получили санкцию предлагать срочные депозиты малого размера на любой срок и используя любую норму процента, которую они пожелают. Обычно для этой категории депозитов срочность (период погашения) составляет 91 день, 6 месяцев, 1 год 18 месяцев, 2 года, 3 года или 5 лет; обычными номинальными размерами являются следующие: 500 долларов, 1000 долларов или 2500 долларов. Например, 24 января 1985 года «Чейз Мэнхэттен Бэнк» предлагал следующие условия своим потенциальным вкладчикам: по сертификатам с 6-месячным сроком погашения — 8,3%; по сертификатам с 12-месячным сроком — 9%, по сертификатам с 3-летним сроком — 10% и, наконец, 10,4% по 5-летним сертификатам; все эти ставки относились к вкладам от 500 долларов и выше. Существуют некоторые банки,

которые выпускают срочные депозиты на любую желаемую сумму с любыми другими характеристиками (речь идет о размерах, сроках погашения и процентных ставках).

До отказа от политики регулирования правительством срочных депозитов малого размера в 1983 году федеральное правительство США устанавливало различные максимальные нормы процента, которые банк мог платить по этим депозитам в зависимости от их срочности (maturity). Нормы процента колебались с 5,75% по депозитам срочностью 14—89 дней до 7,75% по депозитам срочностью 8 лет и более. Большинство банков и сберегательных институтов платили максимальную норму, которая разрешалась по закону.

Отказ от практики регулирования правительством условий предоставления срочных депозитов малого размера был осуществлен для того, чтобы дать возможность банкам предлагать своим клиентам такую норму процента, которая была бы способна конкурировать с нормой процента, приносимой другими инвестициями. Новые взаимные фонды денежного рынка притягивали сбережения из банков и сберегательных институтов. Те, кто проводил меры по свертыванию регулирования, надеялись, что, позволив банку платить рыночную норму процента, они тем самым способствуют приостановке снижению объемов срочных вкладов и, более того, смогут содействовать их реальному росту. В качестве второй цели дерегулирования правительство пыталось предотвратить истощение ипотечных фондов, поскольку именно такой процесс всегда происходил всякий раз, когда резко росла рыночная ставка процента, а рост сберегательных и срочных депозитов в банках сокращался (R. Alton Gilbert Jean M. Lovati, «Disintermediation-An Old Disorder with a New Remedy», Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, January 1979, pp. 10—15).

Индивидуальные пенсионные счета (individual retirement accounts-IRAs)

С 1974 года многие лица помещали денежные фонды на сберегательные и срочные вклады и в другие финансовые активы, дающие право на отсрочку оплаты налогов на процентные доходы по Закону об Обеспечении Занятых Пенсионным Доходом. Эти вклады называются индивидуальными пенсионными счетами. Первоначально созданная только для лиц, не охваченных пенсионными планами, осуществляемыми работодателями, эти пенсионные программы были в 1981 г. распространены на всех занятых. Рабочий в настоящее время может «укрывать» до 2000 долларов ежегодных доходов на индивидуальном пенсионном счете (2250 долларов для лиц с неработающей супругой (-ом)). Изъятия с индивидуальных пенсионных счетов вообще не могут начаться до достижения вкладчиком возраста 59,5 года без выплаты штрафа.

Оценки 1984 года показали, что 39 млн. вкладчиков держали 135 млрд. долларов на индивидуальных пенсионных счетах: 41 млрд. долларов в коммерческих банках, 49 млрд. долларов в сберегательных институтах и 45 млрд. долларов в брокерских фирмах, взаимных фондах и компаниях по страхованию жизни. Закон о Налоговой Реформе 1986 года наложил определенные ограничения на индивидуальные пенсионные счета. Налогоплательщики, обладающие высокими доходами, ранее охваченные пенсионными планами, выполнение которых предпринимается силами работодателей, утратили законное право вычитать с заработной платы взносы на индивидуальные пенсионные счета из суммы текущего подоходного налога.

Депозиты Казначейства США и других правительственных органов

В число категорий депозитов, о которой уже шла речь в этой главе, не попал особый тип банковских депозитов — депозиты Государственного Казначейства США и других органов правительства. Правительства штатов и другие органы местного самоуправления содержат вклады, аналогичные вкладам частных лиц и деловых фирм. Коммерческие банки и сберегательные институты сейчас переводят все вклады до востребования, сделанные Казначейством, в особые, приносящие процент векселя до востребования (interest-bearing demand notes); причем банки выделяют на совершение перевода один день.

Когда местные деловые фирмы вкладывают федеральный подоходный налог и налог в фонд социального страхования, который они удерживают в коммерческих банках, эти фонды немедленно инвестируются в указанные векселя до востребования. Аналогичным образом, когда банки продают сберегательные облигации США Государственному Казначейству США, они вкладывают платежи за эти облигации именно в такие векселя. Казначейство переводит фонды, содержащиеся в векселях до востребования, несколько раз в неделю на собственные депозиты в Федеральных Резервных банках, а не из фондов, которые содержатся в коммерческих банках и сберегательных институтах.

Норма процента, выплачиваемая по векселям до востребования, выпускаемым для Государственного Казначейства США, изменяется вместе со ставкой процента по ценным бумагам правительства США. Для компенсации расходов на выплату процентов банки освобождаются от содержания каких-либо резервов против векселей до востребования в Федеральных Резервных банках, причем сейчас коммерческие банки могут устанавливать плату за услуги, предоставляемые Казначейству США. Банки получают по 0,5 доллара за каждый депозит, поступивший к ним в форме Федерального налога и отправляемый ими в Казначейство, а также от 0,1 доллара до 0,7 доллара за каждую сберегательную облигацию, которую они продают, и по 0,3 доллара за каждую облигацию, которую они выкупают. Плата процента по депозитам Казначейства и установление платы за услуги, предоставляемые Казначейству США, составляют часть движения к платности услуг, которые банки и Казначейство или Федеральные Резервные банки предоставляют друг другу. До 1978 года Казначейство США содержало не приносящие процентов вклады до востребования в различных коммерческих банках и сберегательных институтах, и они назывались «счетами ссуд и налогов».

УПРАВЛЯЕМЫЕ ПАССИВЫ

Основные депозиты, о которых речь шла выше, являются ключевыми источниками банковских фондов. Важная часть маркетинговых усилий банка направлена на их привлечение. Реклама, филиалы, банковские автоматы, дизайн офисов, надежная репутация, отличное обслуживание — все подчинено достижению этих целей. Между тем, при осуществлении практики привлечения основных депозитов банки нередко сталкиваются с немалым рядом объективных трудностей. Так, проявление деловой лояльности к банкам-конкурентам приводит к тому, что любая, предпринимаемая банком, маркетинговая кампания приведет лишь к незначительному «притоку» новых счетов. Кроме всего прочего общий объем денежных средств, подлежащий инвестированию или сбережению, есть для данного ограниченного локального региона величина

также ограниченная, причем и качество, и диапазон предлагаемых банковских услуг не в силах ее поднять.

Тем не менее сегодня банки уже не удовлетворяются ожиданием того, что вкладчики сами придут в банк со своими предложениями. Для привлечения дополнительных денежных средств банки обращались к использованию совокупности финансовых инструментов, известных под названием управляемые пассивы. К ним относятся депозитные сертификаты (ДС) крупного размера, займы у Федеральной Резервной Системы, покупки федеральных фондов, продажа ценных бумаг с соглашениями об обратном выкупе (RP), а также евродолларовые займы.

Табл. 7.2. Отдельные виды управляемых пассивов коммерческих банков и сберегательных институтов (за ряд лет с 1970 по 1986 г.).

Таблица показывает быстрый рост четырех главных видов управляемых пассивов за период с 1970 года. Эти пассивы дают банкам возможности свободнее справляться с непредвиденными обстоятельствами, такими, как депозитные потери, причем без содержания крупных сумм в ликвидных вторичных резервах. Управляемые пассивы также помогают наиболее агрессивным банкам расти быстрее, чем это возможно, основываясь на местных основных депозитах.

Декабрь	Однодневные соглашения об обратном выкупе (нетто) плюс однодневные евродолларовые займы (млрд. долл.)	Срочные соглашения об обратном выкупе (RP) (млрд. долл.)	Срочные евродолларовые займы (нетто) (млрд. долл.)	Срочные депозиты крупного размера (ДС) (млрд. долл.)
1970	1,3	1,6	2,2	45,2
1975	5,8	8,2	9,7	129,7
1980	28,3	34,0	50,3	259,0
1981	35,9	36,0	63,5	301,8
1982	38,8	34,5	81,7	327,8
1983	53,8	51,8	91,5	329,9
1984	56,3	62,2	83,1	413,9
1985	20,3	66,0	36,3	436,5
1986	25,7	81,1	83,0	444,3

Источник: Economic Report of the President, January 1987, pp. 320—321.

Эти пассивы обладают рядом общих черт со всеми денежными фондами, приобретенными на безличных, высококонкурентных рынках, сходных, например, с рынками ценных бумаг. Если некая фирма желает привлечь 100 млн. долларов путем выпуска ДС, ей необходимо всего лишь повысить предлагаемую норму процента до конкурентного уровня, и покупатели этих сертификатов сразу появятся. Если же фирма желает привлечь 10 млн. долларов в форме федеральных фондов, то ей необходимо привлечь к делу брокера. Если фирма желает привлечь фонды с помощью RP, то посредники обеспечат контакт фирмы с каким-либо субъектом, который и будет обеспечивать предложение соответствующих фондов по конкурентной норме процента. Когда банки ведут поиски фондов с помощью управляемых пассивов, то они не ограничивают сферу поисков средств узким регионом. Такого рода рынки имеют общенациональные масштабы, а в случае с евродолларами — мировые.

Многие крупные банки сильно зависят от управляемых пассивов. В табл. 7.2 показан рост отдельных видов управляемых пассивов с течением времени. Более мелкие банки и сберегательные институты, такие как «Дартмут Нэшнл Бэнк», используют эти институты в меньшей степени. Но на каждом уровне

рост управляемых пассивов должен, в той или иной степени, изменить способ игры, которая играется коммерческим банком. Как мы отмечали в главе 5, банки должны всегда держать себя в состоянии готовности к непредвиденным обстоятельствам — неожиданному оттоку депозитов, неожиданным заявкам на предоставление кредита со стороны важных клиентов и так далее. Обычно банки готовились к этим событиям путем содержания ликвидных активов в качестве вторичных резервов. Сегодня политика «управляемых пассивов» предлагает разумную альтернативу. Банк, который нуждается в ликвидных фондах для того, чтобы покрыть такие непредвиденные платежи, может быстро продать ДС (депозитные сертификаты крупного размера), взять фонды займы на рынке федеральных фондов или «выудить» любое количество средств из других источников.

В этой части главы мы обратимся к поочередному рассмотрению каждой категории управляемых пассивов из числа важнейших.

Займы

Покупка федеральных фондов. Покупки федеральных фондов, то есть займы на рынке федеральных фондов, представляют собой противоположность продажам федеральных фондов, которые были освещены в главе 5. Они стали важным источником фондов для большинства крупных банков. Средние и мелкие банки только время от времени покупают федеральные фонды.

Покупки федеральных фондов представляют собой депозиты в Федеральном Резервном банке, которые один коммерческий банк берет займы у другого. Банк берет в ссуду федеральные фонды для нескольких целей. Во-первых, покупка федеральных фондов других коммерческих банков является альтернативой взятию кредита у Федеральных Резервных банков. До середины 1960 годов некоторые банки покупали федеральные фонды преимущественно для пополнения резервов, осуществляя эту операцию для того, чтобы удовлетворить резервным требованиям. Это было часто дешевле, чем брать займ у Федерального Резервного банка. Во-вторых, особенно после середины 1960 годов, многие крупные банки покупали федеральные фонды для того, чтобы расширить свои источники фондов. Хотя норма процента по федеральным фондам сейчас обычно выше нормы дисконта, она обычно становится ниже ставки процента, которая платится по некоторым типам депозитов. Банкам не нужно держать резервы против «покупаемых» федеральных фондов, за исключением случаев имеющих место при определенных обстоятельствах.

Займы у ФРС. В ситуации с займами у ФРС нет ничего нового. ФРС ссужала фонды через свое «учетное окно» с тех пор, как она была создана в 1914 г. Ставка процента, которую при этом назначает ФРС, называется «банковской учетной ставкой». В главе 12 полностью описаны все дисконтные операции.

Дисконтный аппарат ФРС имеет в качестве основной своей цели оказание помощи банкам, столкнувшимся с временным недостатком резервов. Дисконтный аппарат также помогает в исключительных случаях банкам, потерпевшим неудачу. Не допускается использование дисконтных займов для того, чтобы предоставлять банкам определенные источники фондов, для расширения их портфеля активов. Различные административные ограничения лишают банк возможности брать в ссуду как слишком много, так и слишком часто, используя дисконтный аппарат ФРС.

Тем не менее на практике банки рассматривают дисконтные займы в качестве альтернативы займам на рынке федеральных фондов. Когда изменяющиеся рыночные условия увеличивают разрыв между ставкой по феде-

ральным фондам и учетной ставкой, общее количество дисконтных займов возрастет, независимо от наличия или отсутствия административных ограничений. Когда разрыв между ставкой по федеральным фондам и учетной ставкой сужается или когда ставка по федеральным фондам падает ниже дисконтной нормы, объемы дисконтных займов сокращаются. Такая ситуация предполагает, что дисконтные займы можно, по крайней мере в некоторой степени, рассматривать в качестве управляемых пассивов, хотя они и уступают по важности другим финансовым инструментам.

Евродолларовый займ

Евродолларовые займы относятся к «евродолларовой» банковской сфере. Евродолларовые банки, находясь в иностранных государствах, предлагают своим клиентам открытие депозитов, деноминированных в долларах; платежи по ним осуществляются также в долларах. Центр «евродолларовой банковской сферы» находится в Лондоне, однако рынок является общемировым.

Удивительный рост евродолларового банковского бизнеса отражает предпочтение к доллару как к типу международных денег. Коммерческие и центральные банки являются главными клиентами, содержащими долларские депозиты в евродолларовых банках. Крупные корпорации, правительства и банки являются основными заемщиками фондов, деноминированных в долларах, у евродолларовых банков.

Евродолларовые банки обязаны держать резервы долларов вместе с банками США; это предпринято для того, чтобы оказывать услуги своим же собственным клиентам, так как депозиты этих клиентов оплачиваются в долларах. Вместо того, чтобы держать избыточное количество средств на депозитах до востребования в банке США, евродолларовый банк может предпочесть получение процента через предоставление кредита этому банку.

Сумма, которую банк США берет в кредит у евродолларового банка, называется евродолларовым займом, однодневным либо срочным. Лишь крупнейшие банки берут кредиты таким способом, поскольку большинство сделок совершается на сумму 10 млн. долларов и более. Банки США вовлекаются в евродолларовые займы по тем же причинам, по которым они выпускают соглашения об обратном выкупе, то есть для того, чтобы обойти ограничения, налагаемые на выплату процента по вкладам до востребования. Хотя евродолларовые займы и увеличивают стоимость фондов для банков США, конкуренция все же толкает их на путь евродолларовых займов; содержание фондов евродолларовых банков в форме не приносящих процент вкладов до востребования для банков США неприемлемо.

Другие виды займов. Некоторые крупные коммерческие банки продают особые векселя и облигации, создавая еще один вид займов. Хотя промышленные корпорации давно уже продают облигации для финансирования своей деятельности, банки очень редко прибегают к финансированию такого типа. В 1962 году Контролер Денежного Обращения установил правило, согласно которому необеспеченные облигации, находящиеся в ведении депозиторов, могут быть проданы в целях увеличения фондов. Все национальные банки и некоторые банки штатов могут занимать таким способом до 100% акционерного капитала (capital stock) плюс 50% резервного капитала (surplus).

Некоторые банки закладывают свои здания в качестве еще одного способа осуществления займа. В этом случае банку не нужно связывать свои активы для того, чтобы выдавать больше денежных средств. В балансовом отчете «Дартмут Нэшнл Бэнк», например, статья «прочие пассивы» состоит преимуще-

шественно из закладных, находящихся в обращении, выданных страховой компанией под здание, занимаемое банком (см. табл. 5.1).

Ценные бумаги, продаваемые с соглашением об обратном выкупе

Соглашения об обратном выкупе (RP), как однодневные, так и срочные, возникли как важные новые источники денежных средств коммерческих банков. Когда некая промышленная фирма желает вложить большую сумму наличных денег на очень короткий срок, обычно она вкладывает их в соглашение об обратном выкупе (RP), а не на вклад до востребования. Корпорация оказывается в выигрыше, так как по RP она получает процент. Однодневные соглашения об обратном выкупе приносят процент, ставка которого лишь немного ниже той, которая платится по депозитным сертификатам; соглашения об обратном выкупе обладают большей ликвидностью, чем депозитные сертификаты, поскольку фирма может изъять фонды с них на следующий же день. Банки находят в соглашениях об обратном выкупе способ действовать в обход государственных ограничений по выплате процентов по депозитам до востребования и по нау-счетам, находящимся в собственности делового сектора. В дополнение, по RP не требуется осуществлять оплату страхования депозитов и по ним обычно не вводятся обязательные резервные требования.

На Т-счете 7.1 показано воздействие на балансовый отчет «Дартмут Нэшл Бэнк» выпуска RP. Деловые фирмы обычно покупают RP просто путем перевода средств со своих вкладов до востребования в данном банке в RP.

Деловые фирмы могут также покупать RP путем передачи банку чека, выписанного на другой банк. Покупка будет влиять на балансовые счета всех коммерческих банков, объединенных подобным способом, как показано на Т-счете 7.1, хотя банк, получающий RP, будет отражать на Т-счете увеличение как RP, так и балансового остатка банка в Федеральном Резервном банке, а банк, на который был выписан чек, будет отражать как уменьшение его вкладов до востребования, так и его балансового остатка в Федеральном Резервном банке.

Т-счет 7.1

«Дартмут Нэшл Бэнк»

Активы	Пассивы и собственный акционерный капитал	
Без изменений	RP	+\$1000
	Депозиты до востребования	—\$1000

Банк не записывает уменьшение количество государственных ценных бумаг в своем балансовом отчете, когда он выпускает RP. Аналогичным образом и промышленная фирма не отразит увеличения количества государственных ценных бумаг, которыми она владеет, в своем балансовом отчете. В сделке по поводу RP государственные ценные бумаги служат исключительно как залоговое обеспечение для RP, а сам термин «ценные бумаги, продаваемые с соглашением об обратном выкупе» несколько прувеличивает важность ценных бумаг. Однако, ввиду наличия указанного обеспечения, деловые фирмы рассматривают RP как активы более надежные, чем некоторые другие типы ликвидных активов. Начиная с 1986 года Комиссия по Ценным Бумагам и Биржам требует детально описывать соглашения об обратном выкупе, которое заключает фирма.

Депозитные сертификаты (ДС)

Депозитные сертификаты имеют минимальный размер 100 000 долларов, но используются обычно суммы 1 млн. долларов и больше. Эти краткосрочные депозиты обычно привлекают корпорации, банки, взаимные фонды денежного рынка, пенсионные фонды, правительства штатов и органы местного самоуправления и кредитные союзы, которые обладают достаточно большими количествами фондов, подлежащих инвестированию.

Вкладчик договаривается о ставке процента, которая платится по каждому ДС, и о сроке ДС, обычно в пределах шести месяцев. Некоторые ДС являются обращающимися; их владелец может продать их за наличные деньги до наступления срока платежа на вторичном рынке, который состоит из маленькой группы крупных фирм и банков, занимающихся операциями с ценными бумагами.

С 1973 года отменены все ограничения верхнего предела ставки процента по ДС, причем по некоторым из них это было сделано еще в 1966 году. Снятие ограничений верхнего предела позволяло коммерческим банкам в США конкурировать с помощью ДС с иностранными банками, которые тоже не имели ограничений верхнего предела ставки процента. До снятия ограничения верхнего предела в США, если где-либо за границей возрастала краткосрочная ставка процента выше верхнего предела, установленного в США, некоторые частные лица и фирмы переходили от содержания ДС в банках США к содержанию ДС в банках, расположенных за границей.

Табл. 7.1 демонстрирует удивительный рост в некоторые годы крупных ДС в коммерческих банках и сберегательных институтах. В последние годы этот рост менялся вместе со спросом на ссуды со стороны делового сектора, представляемые коммерческими банками. Когда увеличивается спрос на ссуды, банки увеличивают ставку процента как по своим кредитам, так и по своим ДС, приобретая большее количество фондов для того, чтобы отдавать их в кредит. Когда спрос на кредиты уменьшается, банки понижают как ставку процента, которую они налагают на кредиты, так и ставку процента, которую они платят по ДС. Это уменьшает темп роста объема фондов, приобретаемых из ДС. ДС стали очень колеблющимися источниками фондов для банка и рассматриваются, таким образом, как управляемые пассивы, а не как основные депозиты.

СЧЕТА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ

Последним источником фондов для банка является акционерный капитал, который вносят собственники. Три принципиальных типа счетов движения капитальных средств (эти средства называют также акционерным или собственным капиталом банка, *owner's equity or net worth*) включают в себя как собственно акционерный капитал, так и резервный капитал и не распределенную прибыль.

Банк учитывает стоимость своего акционерного капитала в балансовом отчете как общую стоимость обращающихся обыкновенных акций, оцененных по номиналу. Так, «Дартмут Нэшнл Банк» выпустил в обращение 100 000 акций; номинал каждой составляет 2 доллара. Банк учитывает стоимость акционерного капитала в 200 000 долларов (см. табл. 5.1). Как и все прочие корпорации, банки продают акции сразу же после получения чартера с целью увеличить ту часть денежных средств, которые необходимы для ведения операций. После того, как банк начинает функционировать, он может продавать

дополнительные серии акций либо объявить дивиденд, подлежащий выплате по акциям, что приводит к увеличению общей номинальной стоимости обращающихся акций. Владельцы акций банка получают дивиденды, пропорциональные величине акционерного капитала, им принадлежащего, а также пользуются правом голоса также соответственно количеству принадлежащих им акций.

Банк помещает часть своей нераспределенной прибыли в счет резервного капитала; решение об этом принимается на совете директоров банка. Начиная с 1935 года каждый национальный банк в обязательном порядке должен был размещать на счетах резервного капитала денежные средства, равные по величине общей стоимости его акционерного капитала. До введения этого обязательного требования, в случае, если банк терпел банкротство, каждый акционер сталкивался с персональной материальной ответственностью на сумму, равную номинальной стоимости акций банка, владельцем которых он являлся; подобный порядок вещей получил название «двойная ответственность» («double liability»).

Нераспределенная прибыль уравнивает балансовый отчет. Она равна превышению общей стоимости активов над общей стоимостью пассивов и других видов собственности акционеров (shareholder' equity). В самом общем случае нераспределенная прибыль возникает в любом случае, когда происходит подобное превышение, а объем ее изменяется каждый раз, когда подготавливается очередной балансовый отчет.

Регистрационная стоимость (book value)

Величина общего банковского капитала, резервного капитала (резервов) и нераспределенной прибыли чрезвычайно важна для владельцев банка. Если разделить сумму этих статей на количество обращающихся акций, то мы получим регистрационную стоимость, приходящуюся на одну акцию всего акционерного капитала банка¹. Регистрационная стоимость акции «Дартмут Нэшнл Бэнк», например, равна, примерно, 44 долларам (8 863 000 долларов: 200 000 акций; см. табл. 5.1) на момент составления балансового отчета. Если эта сумма возрастает, то это значит, что активы банка возросли по отношению к его пассивам, и имущественные требования (claims) собственников банка также выросли.

Рыночная стоимость акционерного капитала банка отличается от его регистрационной стоимости. Крупнейшие газеты печатают данные о котировке (данные о рыночных ценах) акций крупнейших банков. Акции мелких банков часто просто не продаются и цены на них устанавливаются либо местными брокерами, либо путем переговоров между покупателями и продавцами.

Общая стоимость акционерного капитала в банке увеличивается путем накопления прибыли. Когда банк получает прибыль, то его общий годовой доход, очевидно, превышает его общие расходы. Доходы банка состоят преимущественно из процентных платежей по ссудам, предоставляемым банкам, и по его инвестициям плюс плата за обслуживание. Расходы состоят преимущественно из заработной платы его служащих, выплаты процентов по депозитам и других издержек, необходимых для работы банка. Банк может либо выплачивать полученную прибыль в качестве дивидендов своим акционерам, либо накапливать ее. Если банк накапливает прибыль, то увеличивается сумма

¹ Этот параметр иногда называют также «чисто-капиталом на одну обычную акцию», понимая под ним соответственно стоимость капитала, приходящуюся на одну акцию по записям в бухгалтерской книге за вычетом задолженности. — *прим. ред.*

нераспределенной прибыли, поскольку банк инвестирует накопленные доходы в некоторые типы активов — ссуды или инвестиции, увеличивая тем самым размеры своих активов по отношению к пассивам.

Резервный капитал и нераспределенную прибыль следует отличать от банковских резервов; последние — суть кастовая наличность и депозиты банка в Федеральном Резервном банке. Весьма распространена ошибка, в результате которой многие представляют себе резервный капитал и нераспределенную прибыль как некие фонды, которые вполне можно тратить для того, чтобы покрывать расходы.

Лишь используя реальные активы (наличность или приносящие доход активы, подлежащие продаже за наличные деньги), менеджер банка может покрывать расходы банка и оплачивать долги банка. Статьи балансового отчета, относящиеся к акционерному капиталу банка (shareholder's equity), представляют собой нематериальные (неосязаемые) активы (intangibles) и являются ничем иным как просто счетами балансового отчета, отражающими суммы материальных требований собственников банка на его активы.

Соотношение «капитал—активы»

В качестве средства улучшения общего состояния дел в банковской системе правительство устанавливает минимальную величину соотношения «капитал—активы». В табл. 5.1 приведены данные об общем акционерном капитале «Дартмут Нэшл Бэнк», составляющем в 1986 году 8,9 млн. долларов, и об общих размерах активов, равных 157 млн. долларов. Коэффициент «капитал—активы» в этом случае равен 5,7%. Его значение несколько ниже тех шести процентов, которые в этом году были рекомендованы всем банкам правительственными контролирующими органами. До 1985 года государственные органы, контролирующие деятельность банковской сферы, рекомендовали банкам, классифицируемым как национальные и даже многонациональные, величину соотношения «капитал—активы» на уровне более низком, чем та, что рекомендовалась более мелким «местным» банкам. В последние годы правительство ужесточило контроль за минимальными величинами соотношений «капитал—активы», что связано с учащением банкротств банков.

Государственное регулирование, касающееся объемов обязательной акционерной собственности банков, восходит к Национальному Закону о Банках 1883 года. Требования, касающиеся обязательных размеров капитала банков, защищают прежде всего вкладчиков, поскольку чем больше величина капитала банка, тем значительно меньше может упасть величина стоимости его активов, прежде чем банк окажется банкротом. Вследствие проведения государственной политики обязательных размеров капитала, банк, размеры которого растут, обязан накапливать часть своей прибыли для того, чтобы поддерживать обязательные размеры капитала. В качестве альтернативного, но редко применяемого способа увеличить капитал, банк может продать вновь выпущенные акции.

До создания Федеральной Резервной Системы и Федеральной Корпорации по Страхованию Депозитов банки поддерживали соотношения «капитал—активы» на уровне, значительно более высоком, чем это имеет место в наши дни. В начале века, например, соотношения «капитал—активы» обычно превосходили 20%. Считается, что введение в 1934 году практики страхования депозитов привело к тому, что коммерческие банки уменьшили свои счета движения контрольных средств.

Глава 8

НЕБАНКОВСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Описать процесс посредничества и его роль в экономике.
- Сравнить различные виды ссудо-сберегательных институтов друг с другом и с коммерческими банками.
- Обсудить природу взаимных фондов денежного рынка и причины увеличения их числа.
- Объяснить, каким образом посредничество федеральных агентств влияет на размещение кредита.

Мы уже сталкивались с понятием «посредничество» — выпуском ликвидных долговых обязательств с целью получения денежных средств и их последующего вложения в менее ликвидные активы. Этот вопрос затрагивался нами в дискуссии о коммерческих банках. Финансовые посредники являются частью финансовой системы, которая переправляет средства от кредиторов к заемщикам. Они увеличивают размеры денежных фондов, выпуская свои собственные долговые обязательства, а на вырученные от их продажи средства приобретают долговые обязательства или ценные бумаги, выпущенные другими. Двойной обмен долговыми обязательствами отличает финансовых посредников от иных финансовых субъектов, таких как брокеры и дилеры, которые также способствуют передвижению средств от кредиторов к заемщикам, но не выпускают на рынок собственных долговых обязательств.

Важнейшими финансовыми посредниками являются коммерческие банки. Как явствует из данных табл. 8.1, в 1945 году на долю коммерческих банков приходилось две трети всех активов, которыми владели финансовые посредники. К 1984 году эта доля сократилась до двух пятых. Во многом это изменение объясняется ростом роли четырех финансовых посредников, непосредственно конкурирующих с коммерческими банками за сбережения семейных хозяйств: ссудо-сберегательных ассоциаций, сберегательных банков, кредитных союзов (ссудо-сберегательных институтов) и взаимных фондов денежного рынка. Доля этих посредников в активах всех финансовых посредников выросла с 10% в 1945 году до более чем 25% в 1984 году.

В основном эта глава посвящена рассмотрению действий этих четырех посредников, непосредственно конкурирующих с банками. Другие посредники, такие, как, например, страховые компании и пенсионные фонды, играют менее заметную роль в денежно-кредитной системе. В главе также рассматривается деятельность федеральных кредитных агентств, поскольку они оказывают существенное влияние на размещение кредитов в экономике.

ФИНАНСОВОЕ ПОСРЕДНИЧЕСТВО ДЕТАЛЬНЫЙ ВЗГЛЯД

В принципе экономика может эффективно функционировать и без финансовых посредников. Фирмы и семейные хозяйства, нуждающиеся в займах, могут иметь дело непосредственно с другими фирмами и семейными хозяйствами, располагающими средствами для выдачи ссуд. Фирмы продают акции и облигации семейным хозяйствам. Потребители получают товары и услуги в кредит непосредственно от коммерсантов. Семьи покупают дома с помощью закладных, выпущенных обычно другими лицами — либо родственниками, либо бывшими владельцами этих домов. В эти операции, как правило, вовлекаются брокеры, дилеры и другие специалисты, которые помогают кредиторам

и заемщикам осуществить сделку друг с другом. Но ни брокеры, ни дилеры сами по себе не выполняют роли заемщиков и не выдвигают никаких финансовых требований к кредиторам, как это делают настоящие финансовые посредники.

Табл. 8.1. Суммарная стоимость активов финансовых посредников на конец года (в млрд. долларов).

Обратите внимание, что со временем доля коммерческих банков в общей стоимости активов всех финансовых посредников упала с $2\frac{1}{3}$ до $2\frac{1}{5}$. Большие изменения связаны с ростом значения финансовых посредников, непосредственно конкурирующих с банками: ссудо-сберегательных ассоциаций, сберегательных банков и кредитных союзов (ссудо-сберегательных институтов), а также взаимных фондов денежного рынка. Их доля увеличилась с 10% до 25%.

Финансовые посредники	1945	1970	1980	1984
Коммерческие банки	160,3	576,2	1702,7	2275,8
Ссудо-сберегательные ассоциации	8,7	176,2	629,8	902,4
Страховые компании	44,8	207,3	476,2	717,5
Сберегательные банки	17,0	79,0	171,6	288,1
Финансовые компании	4,3	64,0	180,1	287,9
Инвестиционные компании	1,3	47,6	58,4	137,1
Кредитные союзы	0,4	18,0	71,7	115,9
Частные пенсионные фонды	2,8	110,4	264,8	436,2
Государственные пенсионные фонды	2,6	60,3	200,4	348,3
Взаимные фонды денежного рынка	—	—	74,4	213,5
Всего:	242,2	1339,0	3830,1	57221,7

Источник: '74 Savings and Loan Fact Book (Chicago: United States League of Savings Associations, 1974), p. 53; '81 Savings and Loan Source Book (Chicago: United States League of Savings Associations, 1981), p. 37; and '85 Savings Institutions Sourcebook, p. 44.

В таком случае почему же все-таки существуют финансовые посредники? Почему около двух третей ежегодного объема инвестиций в США проходит через их руки? Поскольку они не делают ничего такого, что не могло бы воплотиться в жизнь без их участия, они должны каким-то образом повышать качество предоставляемых ими услуг или снижать издержки. В противном случае они не смогут успешно конкурировать на финансовом рынке. Рассмотрим, чем же занимаются финансовые посредники.

Приведение активов и долговых обязательств в соответствии с потребностями клиентов

Самая важная функция финансовых посредников состоит в том, что они приводят активы и долговые обязательства (пассивы) в соответствие с запросами потребителей. Рассмотрим следующий простой пример. Допустим, я хочу купить дом. Чтобы это сделать, я готов взять на себя долговое обязательство на сумму 100 000 долларов сроком на 30 лет под фиксированный процент. Однако вы, как мой деловой партнер, не намерены хранить в течение 30 лет долговое обязательство при фиксированной процентной ставке в качестве актива. Срок погашения слишком велик, сумма превосходит ваш чистый годовой доход, к тому же вы не желаете подвергаться ни кредитному, ни процентному риску. Все, что вам нужно, — это некое, защищенное от риска,

место, куда вы можете перечислять еженедельно, например, 50 долларов, выписывая чек.

Сможем ли мы совершить сделку? Да, но только с помощью финансового посредника. Вы можете еженедельно класть свои 50 долларов в банк. Тысячи других наших партнеров поступают так же. Банк выдает мне ссуду, используя образовавшиеся денежные средства. Так или иначе все финансовые посредники выполняют эту задачу — приведение активов и долговых обязательств (пассивов) в соответствии с нуждами потребителей.

Банки, ссудо-сберегательные институты и взаимные фонды денежного рынка. Когда речь идет о банках, ссудо-сберегательных институтах и взаимных фондах денежного рынка, то процесс согласования (*matching*) состоит в выпуске долговых обязательств (пассивов), обладающих большей ликвидностью и меньшими номиналами, чем активы, которыми они располагают. В главах 5—7 это детально показано на примере коммерческих банков. Ссудо-сберегательные институты функционируют во многом аналогичным образом, в чем мы убедимся в этой главе. Несмотря на то, что как активы, так и пассивы ссудо-сберегательных институтов являются в среднем менее ликвидными, чем активы и пассивы коммерческих банков, принцип увеличения фондов путем приема депозитов и выдачи ссуд из этих средств остается неизменным.

Взаимные фонды, в чем мы получим возможность убедиться ниже, функционируют по-другому. В качестве пассивов они обычно предлагают «акции» (*«shares»*), а не депозиты, а их активы представлены прежде всего в ценных бумагах, а не в ссудах. Тем не менее они также предлагают своим клиентам некий механизм сбережения денежных средств, который обеспечивает большую ликвидность, причем для него характерны меньшие размеры номиналов (речь идет о номиналах «акций» взаимных фондов — *прим. пер.*), чем номиналы тех активов, в которых осуществляются инвестиции клиентов.

Компании по страхованию жизни и пенсионные фонды. Как следует из данных табл. 8.1, на долю компаний по страхованию жизни и пенсионных фондов приходится около четверти всех активов, находящихся во владении всех финансовых посредников. Их деятельность отличается от деятельности банков, ссудо-сберегательных институтов и взаимных фондов денежного рынка, однако у них есть одна общая черта: они удовлетворяют потребности своих клиентов (как кредиторов, так и заемщиков) в активах и пассивах. Страховые компании и пенсионные фонды выпускают долговые обязательства (пассивы) в форме аннуитетов, которые их клиенты хотят использовать на покрытие непредвиденных расходов в будущем. Страхование жизни проводится на случай преждевременной смерти, для того, чтобы обеспечить финансовую безопасность лиц, зависящих от страхуемого материально. Пенсионные фонды обеспечивают своих клиентов средствами на период после выхода на пенсию.

Как страховые компании, так и пенсионные фонды выпускают своего рода долговые обязательства (пассивы), которые специально предназначены для этих целей. Этот вид обязательств носит название аннуитет. Компании по страхованию жизни обычно предлагают бенефициарам (получателям денег по страховому полису — *прим. пер.*) выбор между аннуитетом и единовременной выплатой. Никто с уверенностью не может сказать, сколько он или она проживет после выхода на пенсию или после смерти супруга или супруги. Обычные сберегательные счета дают своим владельцам лишь весьма рискованную финансовую поддержку на эти годы. Человек может прожить значительно дольше среднего возраста и израсходовать все свои сбережения. Возможен и

вариант, при котором, живя экономно, человек может умереть в относительно молодом возрасте. Если же вместо этого он (или она) купил бы страховой полис, то эти последние годы жизни могли бы быть прожиты со значительно большим комфортом. Страховые компании и пенсионные фонды могут значительно уменьшать указанный риск, поскольку они в состоянии предсказать с достаточно высокой точностью среднюю продолжительность жизни репрезентативных групп населения.

В качестве вторичной цели некоторые виды страхования жизни обеспечивают держателям страховых полисов определенную степень ликвидности. Владелец полисов может либо обратить их в наличные деньги на оговоренных условиях, либо занять под них деньги для покрытия, например, затрат на обучение детей в колледже. Клиенты пенсионных фондов такими правами не пользуются¹.

Вклады (взносы) в пенсионные фонды и оплата страхования жизни составляют существенный источник денежных средств, поскольку каждый клиент осуществляет выплаты на протяжении целого ряда лет, прежде чем аннуитеты или требования о выплате страхового вознаграждения будут оплачены. Эти финансовые посредники с помощью поступающих к ним в форме взносов денежных средств приобретают самые разнообразные активы. В отличие от банков и ссудо-сберегательных институтов, пенсионные фонды и компании по страхованию жизни покупают значительное количество акций и облигаций корпораций. Помимо этого они покупают краткосрочные государственные и частные ценные бумаги, выдают ссуды под залог недвижимости, в особенности корпораций.

Прочие финансовые посредники. В табл. 8.1 приводятся данные о еще двух видах финансовых посредников — инвестиционных компаниях и финансовых компаниях. Инвестиционные компании включают в себя взаимные фонды, которые инвестируют средства в акции и облигации, а не в краткосрочные ликвидные ценные бумаги, на покупке которых специализируются взаимные фонды денежного рынка. Эти компании получают средства от продажи акций населению. Цены на эти акции, в отличие от цен на акции фондов денежного рынка, изменяются в соответствии с изменениями условий рынка, что делает их значительно менее ликвидными, чем акции фондов денежного рынка. Инвестиционные фонды выполняют иные задачи, с точки зрения сбережения, чем фонды денежного рынка. Между тем акции взаимных фондов могут быть признаны более ликвидными, чем те активы, которыми эти фонды владеют.

Финансовые компании выдают потребительские и коммерческие ссуды во многом так же, как и банки. Однако вместо приема депозитов они осуществляют выпуск краткосрочных коммерческих ценных бумаг, а в некоторых случаях занимают средства у других финансовых посредников. Если из балансового отчета обычного коммерческого банка исключить резервные фонды (*reserves*) и основные депозиты, то «остаток» — ссуды и управляемые пассивы — будет напоминать балансовый отчет финансовой компании.

Уменьшение риска путем диверсификации

Вторая функция финансовых посредников состоит в том, что они уменьшают риск путем диверсификации. Основной принцип заключается в том, что риск практически непредсказуем для отдельного лица, но часто бывает

¹ Документы, подтверждающие права их владельцев на получение пенсий, не обладают ликвидностью. — прим. пер.

предсказуем для группы лиц. Возьмем, например, ссуды под залог недвижимости. Опыт указывает нам, что один клиент из пятидесяти не выполняет договорных обязательств (т. е. не платит деньги в срок). Однако весьма трудно заранее определить, кто именно не платит. Частное лицо, дающее такую ссуду другому частному лицу, подвергается очень большому риску; оно может либо все проиграть, либо все выиграть. Что же касается банка, который выдает 5000 ссуд под залог недвижимости, то он может себе позволить 100 не возвратов ссуд, назначив норму процента по этим ссудам, которая компенсировала бы этот риск. Таким образом, все вкладчики банка оказываются объединенными в своеобразный «пул» по ссудам под закладные, что приводит к равномерному распределению риска.

Все остальные финансовые посредники (кроме банков и ссудо-сберегательных институтов) выполняют аналогичную функцию. Например, страховые компании и пенсионные фонды большую часть своих средств вкладывают в акции и облигации промышленных корпораций. Эти инвестиции подвергаются двоякому риску. Что касается первой разновидности риска, состоящей в том, что в результате изменения рыночной конъюнктуры средние цены на все эти акции и облигации изменяются (упадут или вырастут), то избежать ее невозможно. Что же касается второй разновидности риска, суть которой состоит в том, что отдельные компании могут обанкротиться или, наоборот, резко улучшить свое финансовое положение, то ее вполне можно избежать путем покупки диверсифицированного портфеля акций и облигаций множества самых разных компаний. Таким образом, лица, осуществляющие инвестиции через финансовых посредников, подвергаются только риску, связанному с общим движением рыночных цен. Индивидуальные инвесторы, вкладывающие средства в покупку акций и облигаций, подвергаются обем категориям риска.

Тот же принцип лежит в основе деятельности взаимных фондов, которые вкладывают средства в обыкновенные акции и долгосрочные облигации. Держатели акций подвергаются риску, связанному с изменением рыночной конъюнктуры; тем не менее, с помощью диверсификации они защищены от неожиданных потерь в том случае, если акции одной из фирм резко упадут в цене.

Уменьшение издержек обращения¹

Финансовые посредники выполняют и третью функцию — уменьшение издержек обращения. Финансовые посредники могут снизить издержки обращения путем специализации на определенных видах финансовых операций.

Обратимся еще раз к примеру о ссудах под залог недвижимости. Чтобы определить, оправданы ли эти ссуды с точки зрения коммерческого риска, необходимо знать две вещи. Во-первых, кредитор должен убедиться в кредитоспособности заемщика, для чего надо изучить, насколько аккуратен он был в погашении кредитов, предоставленных ему в прошлом, и т. д. Во-вторых, кредитор должен убедиться в том, что недвижимость, которой обеспечена ссуда, не имеет каких-либо скрытых дефектов, которые могут понизить ее ценность как залога; речь идет, например, о наличии термитов в перекрытиях здания, о прочности балок и т. д. Издержки, связанные с получением такого рода информации, как правило, удерживают частных лиц от выдачи ссуд незнакомым людям под залог неизвестной им собственности. Большинство ссуд под залог недвижимости, выдаваемых частным лицам, выдается либо

¹ В данном случае речь идет о расходах на совершение операций. — *прим. пер.*

родственниками, которые располагают сведениями о кредитоспособности заемщиков, либо бывшими владельцами домов, знающих о том, что то или иное здание не имеет скрытых дефектов.

Что же касается финансовых посредников, таких, например, как ссудосберегательные ассоциации, то они, напротив, могут превратить оценку нецелесообразности и степени кредитного риска в самостоятельное направление своей коммерческой деятельности.

Финансовый посредник может нанять оценщиков-профессионалов и кредитных экспертов. Заработная плата этих людей, несомненно, увеличит издержки посреднического бизнеса, но, распределенная на тысячи и тысячи финансовых операций, она может быть компенсирована за счет незначительного увеличения нормы процента, взимаемого с заемщиков, и не менее незначительного сокращения нормы процента, выплачиваемого вкладчикам.

Широкие масштабы торговли на рынках ценных бумаг сами по себе сокращают издержки на осуществление финансовых операций. Взаимные фонды, страховые компании и пенсионные фонды покупают и продают миллионы акций ежемесячно. Фирмы такого рода стремятся всячески сэкономить на оплате деятельности дилеров и брокеров, что возможно в ходе ведения с последними переговоров, предшествующих совершению сделок. Эти фирмы, кроме всего прочего, могут нанять экспертов-аналитиков, которые профессионально будут заниматься управлением инвестиционной стратегией. Что касается индивидуальных покупателей на рынках ценных бумаг, то они, напротив, вынуждены платить гораздо больше за каждую финансовую операцию, на которую они решаются; помимо этого, им приходится полагаться на менее своевременные и менее точные советы, касающиеся предполагаемых инвестиций, поскольку обойтись без консультаций они не в состоянии.

Деньги как побочный продукт посреднической деятельности

В предыдущем разделе главы посредничество рассматривалось с *микроэкономической* точки зрения. Мы рассматривали финансовое посредничество как механизм, с помощью которого денежные средства наиболее эффективно «переправляются» из рук кредиторов в руки заемщиков. Именно в этом микроэкономическом аспекте посредничества банкиры, служащие страховых компаний и менеджеры взаимных фондов видят смысл собственной деятельности. В нем заключено содержание предоставляемых ими услуг, и, благодаря ему, они зарабатывают деньги и наживают себе состояние.

Однако, как уже было показано, финансовые посредники выполняют и ключевую *макроэкономическую* функцию — функцию создания депозитов. В частности, они могут выпускать долговые обязательства, обладающие достаточной ликвидностью, чтобы выполнять функцию средства обращения. Банкиры занимаются этим не из чувства высокой гражданской ответственности. Правительство не платит им за то, что они создают достаточно гибкий заменитель банкнот ФРС и монет, выпущенных Казначейством США. Банки, ссудосберегательные институты и, до некоторой степени, взаимные фонды создают деньги в качестве некоего непредвиденного побочного продукта своей деятельности по обслуживанию кредиторов и заемщиков, являющихся их клиентами. Мы исследуем эту функцию банков, связанную с выпуском денег, в следующей главе, причем в последующих главах будем к ней постоянно возвращаться.

ССУДО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЕ ИНСТИТУТЫ

В этом разделе мы рассмотрим деятельность ссудо-сберегательных институтов — группы финансовых посредников, состоящую из ссудо-сберегательных ассоциаций, сберегательных банков и кредитных союзов. Как следует из данных на табл. 8.2, ссудо-сберегательные институты в 1984 году располагали активами, равными почти двум третям активов коммерческих банков. Очевидно, что их роль на финансовых рынках весьма велика.

Различие между ссудо-сберегательными институтами и банками в восьмидесятых годах стало исчезать. Закон о контроле за денежным обращением, принятый в 1980 году, а также ряд других Законов и постановлений разрешили ссудо-сберегательным институтам осуществлять многие операции, которые ранее входили в исключительную компетенцию коммерческих банков. Ссудо-сберегательные институты получили право выдавать коммерческие ссуды (в ограниченных масштабах) и открывать чековые депозиты; последнее раньше разрешено было только коммерческим банкам и даже составляло их отличительную черту. В настоящее время ссудо-сберегательные институты находятся в подчинении Федеральной Резервной Системы во всем, что касается чековых депозитов; они получили право на получение целого ряда услуг ФРС, в том числе и на получение дисконтированных займов.

С точки зрения теории денег, банки и ссудо-сберегательные институты в настоящее время очень мало отличаются друг от друга. В последующих главах, в которых изложение будет вестись в основном с макроэкономической точки зрения, практически в любом абзаце слово «банки» вполне оправдано можно заменить на слова «банки и ссудо-сберегательные институты». В то же время у ссудо-сберегательных институтов есть своя собственная уникальная история со своими особенностями и спецификой, и эта история до сих пор отражается в их текущих финансовых операциях. Несмотря на то, что некоторые ссудо-сберегательные институты практически неотличимы от коммерческих банков, существуют среди них и такие, которые продолжают с успехом для себя занимать небанковские рыночные ниши. В следующем разделе мы сосредоточим внимание не столько на сходстве, сколько на различии между банками и ссудо-сберегательными институтами, а также на различиях, существующих между различными видами ссудо-сберегательных институтов.

Ссудо-сберегательные ассоциации

Сегодня ссудо-сберегательные ассоциации представляют собой крупнейший сектор всех ссудо-сберегательных институтов и располагает наибольшими счетами. Кроме того, эти ассоциации — наиболее молодые из всех действующих лиц на сцене ссудо-сберегательного бизнеса. Большинство ассоциаций было организовано после второй мировой войны. Правительство стимулировало их развитие для того, чтобы способствовать расширению строительства жилья. В 1984 г. в США существовало около 3400 таких ассоциаций. В результате слияний и поглощений их количество сейчас составляет примерно половину от того, что было девятью годами ранее. Структурные изменения ассоциаций выросли за тот же период почти в 5 раз, из чего можно сделать вывод, что средняя современная ссудо-сберегательная ассоциация в номинальном выражении примерно в 10 раз больше тех, что существовали в послевоенный период.

Ссудо-сберегательные ассоциации получают чартер либо от федерального

правительства, либо от правительства штата. Первоначально большинство ассоциаций функционировало на началах «взаимной» формы собственности (mutual form of ownership), предоставлявшей собой кооперативную фирму, принадлежащую ее вкладчикам (депозитариям). В последние годы многие ассоциации перешли на акционерную форму собственности. Это избавило их от необходимости активно искать источники роста и прибыли в период дерегулирования банковской сферы. Владельцы-вкладчики взаимных ссудо-сберегательных ассоциаций получают возможность купить акции на выгодных условиях в тех случаях, когда ассоциация переходит на акционерную форму собственности.

Табл.8.2. Сводный балансовый отчет всех ссудо-сберегательных ассоциаций США на 30 сентября 1986 года.

Активы	Сумма (млрд. долл.)	%	Пассивы и собствен- ный капитал	Сумма (млрд. долл.)	%
Наличные деньги и средства, вложенные в ценные бумаги	138,4	14,5	Депозиты	743,5	77,7
Закладные	439,8	45,9	Заемные средства	155,5	16,2
Ценные бумаги, выданные под зalog недвижимости	117,6	12,3	Прочие активы	15,4	1,6
Прочие активы:	261,7	27,3	Собств. капитал	43,1	4,5
Всего:	947,5	100,0		957,5	100

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A26.

Балансовый отчет ссудо-сберегательных ассоциаций. В табл. 8.2 приведен сводный балансовый отчет всех ссудо-сберегательных ассоциаций США на 1986 год. Отчет четко отражает единственную характерную черту этих институтов: они концентрируют свои активы преимущественно и главным образом на выдаче ссуд под залог недвижимости. В пассивной части баланса основная статья — сберегаемый капитал (savings capital). Таким образом, ассоциации традиционно принимают сберегательные вклады от семейных хозяйств, а затем выдают ссуды депозиторам и их соседям для покупки жилья.

Активная сторона балансового отчета указывает на сильную специализацию на выдаче займов под залог недвижимости. Пассивная часть баланса состоит в основном из сберегаемого капитала, именно из сберегательных вкладов и срочных вкладов малого размера. Как активы, так и пассивы сегодняшних 3400 ассоциаций несколько более диверсифицированы, чем это имело место в прошлом.

Сегодня ссудо-сберегательные ассоциации имеют право инвестировать часть своих активов в коммерческие, сельскохозяйственные и потребительские ссуды. Как следует из данных, приведенных в табл. 8.2, ассоциации держат в своих активах и ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, а также индивидуальные закладные. Ассоциации также могут открывать чековые депозиты и традиционные сберегательные и срочные вклады. Однако, несмотря на расширение функций, предоставляемых и расширяющийся спрос на услуги, многие ссудо-сберегательные ассоциации предпочитают выполнять традиционные виды операций, что отличает их от традиционного банка.

Проблемы, с которыми сталкиваются ссудо-сберегательные ассоциации. Развитие ассоциаций отнюдь не было гладким и спокойным. Как мы

уже имели возможность увидеть, активы банков и ссудо-сберегательных ассоциаций, менее ликвидны, чем их пассивы, поскольку они «занимают ненадолго, а ссужают надолго». Ассоциации в своей деятельности возвели это правило в абсолют, причем их активы состоят преимущественно из долгосрочных ссуд, выданных под залог недвижимости, по которым норма процента является фиксированной. Пассивы же состоят из вкладов на сберегательных книжках.

Для того, чтобы каким-то образом компенсировать риск, внутренне приущий подобной деловой стратегии, а также для того, чтобы содействовать строительству жилья, государственные органы, регулирующие деятельность банковской сферы, предоставили ссудо-сберегательным ассоциациям одну привилегию. Вплоть до 1980 года изданная ФРС Инструкция «Q» разрешила ссудо-сберегательным институтам платить процентную ставку на 0,25 процентного пункта больше, чем коммерческие банки. Этого преимущества было достаточно, чтобы поддерживать стабильный приток денежных средств.

Однако временами рыночные нормы процента заметно перерастали верхний уровень процентных ставок по сберегательным депозитам, что побуждало владельцев акций ссудо-сберегательных ассоциаций, являющихся одновременно и их вкладчиками, продавать свои акции за наличные и вкладывать эти деньги во что-нибудь другое, вызывая обширный отток средств. Отлив средств еще более усилился с развитием взаимных фондов денежного рынка, которые предлагали значительно более ликвидный механизм сбережений с определенным рынком доходом. Отлив средств резко опустошил ипотечные фонды, что привело к кризису жилищного строительства, отозвавшемуся на состоянии всей экономики.

В конце 70-х годов — начале 80-х годов переход к политике дерегулирования дал возможность ссудо-сберегательным институтам вести конкурентную борьбу за привлечение средств в условиях высоких процентных ставок; это, конечно же, отнюдь не решило всех проблем этих институтов. Несмотря на то, что теперь они получили возможность привлекать средства на выгодных для клиентов условиях, их портфели все еще были отягощены долгосрочными задолженностями, подписанными в 50-е, 60-е и в начале 70-х годов, приносящими очень маленький процент. А все знают, что финансовый посредник, который вынужден платить по своим пассивам больше, чем получает по активам, терпит убытки. Его акционерный капитал тает день ото дня. За период с 1980 по 1985 годы 30% общего числа ссудо-сберегательных ассоциаций исчезли в результате банкротств или слияний. Даже сегодня многие ссудо-сберегательные ассоциации, как бы в наследство от тех лет, имеют очень слабую техническую оснащенность либо собственно неадекватный акционерный капитал (см. 5.1 «Денежная политика в действии»).

Ссудо-сберегательные ассоциации сегодня. Сегодня ассоциации делают все от них зависящее, чтобы вернуться к нормальной жизни. У них появился целый ряд новых рыночных стратегий. Некоторые практически превратились в коммерческие банки. Другие ассоциации сохранили верность традиционному стилю ведения дела. Тем не менее в целом стратегия ассоциаций изменилась. Они остались ссудо-сберегательными по существу, однако существенно модернизировались.

Современная ссудо-сберегательная ассоциация защищает себя как бы «по обе стороны» балансового отчета. Осуществляя управление активами, она диверсифицирует свою деятельность, вкладывая средства как в коммерческие, так и в потребительские ссуды. Таким образом она избегает ловушки, вызванной практикой предоставления слишком большого количе-

ства закладных с фиксированной процентной ставкой, предоставляя закладные с корректируемой процентной ставкой. Когда возрастает рыночная стоимость фондов, то и доходы по этим закладным также увеличиваются. Некоторые (но не все) из закладных, оформляемых современными ссудо-сберегательными ассоциациями по фиксированной норме процента, обрабатываются ими в ценные бумаги для последующей их продажи на вторичных рынках. Что касается пассивных операций, то все меньшую часть портфеля пассивов составляют небольшие сберегательные вклады типа вкладов на сберкнижках. Их заменили нау-счета, а также разнообразные срочные депозиты малого размера. Эти депозиты увеличивают издержки ассоциаций, но приносят проценты, сопоставимые с другими рыночными доходами, что исключает возможность внезапного отлива средств. Подобные финансовые институты при разумном управлении имеют неплохие перспективы как члены финансового сообщества.

Взаимные сберегательные банки

Взаимные сберегательные банки имеют значительно более продолжительную историю, чем ссудо-сберегательные институты. Многие из них возникли еще в начале 19-го века. Первоначально они возникли как своего рода убежища для мизерных сбережений рабочих. Даже сегодня первоначальные минимальные размеры вкладов в эти банки отражаются в их названиях: «Пятицентовый Сберегательный Банк Линна», штата Массачусетс, или «Десятицентовый Сберегательный Банк Бруклина», штат Нью-Йорк.

Табл. 8.3. Сводный балансовый отчет взаимных сберегательных банков США на 30 сентября 1986 года.

Активы	Сумма (млрд. долл.)	%	Пассивы и собственный капитал	Сумма (млрд. долл.)	%
Наличные деньги	4,8	2,1	Вклады	190,2	83,1
Ссуды			Общие резервные счета	16,3	7,1
Закладные	114,2	49,9	Прочие пассивы и сче- та движения капиталъ- ных средств	22,4	9,8
Прочие ссуды	37,3	16,3			
Ценные бумаги					
Ценные бумаги федерально- го правительства	12,4	5,4			
Ценные бумаги правительст- ва штатов и местных властей	2,4	1,0			
Ценные бумаги, выданные под залог недвижимости	23,2	10,1			
Ценные бумаги корпораций					
Прочие активы	13,7	6,0			
Всего:	228,9	100,0			

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A26.

Эти сберегательные банки первоначально возникали на основе «взаимной» формы собственности (то есть на форме собственности, близкой к кооперативной — *прим. ред.*), как и ссудо-сберегательные ассоциации. Вместо директоров и доверенных лиц, выбираемых бессменными учредителями, взаимными

сберегательными банками управляли, как правило, авторитетные представители данного сообщества. Прибыль этих банков либо выплачивается вкладчикам, либо идет на финансирование роста банка. Отчасти именно благодаря такой коллективистской структурной организации большинство сберегательных банков остались финансово работоспособными даже в 30-е годы, когда коммерческие банки разорялись сотнями.

В последние годы многие взаимные сберегательные банки так же, как и многие ссудо-сберегательные ассоциации, перешли на акционерную форму собственности.

В табл. 8.3 приведен сводный балансовый отчет всех взаимных сберегательных банков США. В активной части баланса доминируют ссуды под залог недвижимости. Сберегательные банки всегда осуществляли достаточно крупные инвестиции в приобретение ценных бумаг. В отличие от коммерческих банков, они и теперь, как всегда, вкладывают определенное количество средств в акции и облигации корпораций. В пассивной части платежного баланса традиционно доминируют вклады на сберегательных книжках, но теперь в ней также присутствуют данные обо всех прочих видах вкладов. Из всех ссудо-сберегательных институтов взаимные сберегательные банки первыми стали принимать чековые депозиты, составив тем самым конкуренцию коммерческим банкам, однако чековые депозиты до сих пор не составляют важнейшей категории депозитов в сберегательных банках.

Как показывает этот балансовый отчет, сберегательные банки специализируются на выдаче ссуд под залог недвижимости. Они также выдают и иные виды ссуд и покупают значительные количества ценных бумаг, в том числе акции и облигации промышленных корпораций. Депозиты, как и в случае ссудо-сберегательных ассоциаций, состоят преимущественно из сберегательных вкладов и срочных депозитов малого размера; предлагается также открытие чековых депозитов.

В 70-х и 80-х годах сберегательные ассоциации испытывали значительные трудности, хотя большая диверсифицированность активов их несколько выручала. Сегодня они, как и ассоциации, стали более похожими на обычные банки, хотя в то же время их деятельность в большей степени ориентирована на потребителя, чем деятельность коммерческих банков.

Кредитные союзы

Кредитных союзов насчитывается больше, чем финансовых посредников любого другого типа. В 1984 году в более чем 18 000 кредитных союзов входило около 53 миллионов членов. Однако большинство кредитных союзов весьма невелики по размерам и в целом они владеют всего 2% активов, находящихся на счетах всех финансовых посредников.

Кредитные союзы представляют собой кооперативные сберегательные институты, организуемые обычно профсоюзами, работодателями или просто группой частных лиц, объединенных некими общими материальными интересами. Все кредитные союзы появились в Европе во второй половине прошлого века; в США первые кредитные союзы появились в начале 20-го века.

Активы кредитных союзов состоят в основном из потребительских и индивидуальных ссуд, выдаваемых членам союза. В наши дни кредитные союзы получили право выдавать ссуды под залог недвижимости, но большинство кредитных союзов не может реально воспользоваться этим правом ввиду отсутствия средств. Пассивы кредитных союзов состоят из особого рода акций (shares), эквивалентных сберегательным вкладам. Кредитные

союзы, кроме этого, могут открывать чековые счета расчетных тратт (share-draft accounts).

Ряд специфических преимуществ, которыми обладают кредитные союзы, способствовали их быстрому росту после второй мировой войны. Будучи потребительскими кооперативами, кредитные союзы относятся к категории бесприбыльных институтов и освобождаются от федерального подоходного налога. Кроме этого, они обладали правом выплачивать по своим акциям средний дивиденд в размере 7%, в то время как коммерческие банки имели право платить только 5,25%, а ссудо-сберегательные институты — только 5,5% (все эти данные относятся к периоду, предшествующему дерегулированию процентных ставок).

При выдаче ссуды своим клиентам кредитные союзы также имеют некоторые преимущества. Поскольку их учредителями часто являются работодатели или профсоюзы, менеджеры кредитных союзов часто находятся в курсе того, где их заемщики собираются брать средства на погашение ссуд. Многие клиенты, в том числе множество студентов, считают эти союзы очень подходящим местом для получения кредита. Отдельные работодатели вычитают выплаты на погашение ссуды кредитного союза прямо из зарплаты клиентов кредитных союзов. Таким же образом они могут вычитать и взносы, вносимые на сберегательный вклад, хранящийся в кредитном союзе.

Сегодня кредитные союзы являются здоровой и растущей частью единой семьи финансовых посредников. Некоторые из них выпускают кредитные карточки, предлагают брокерские услуги, открывают индивидуальные пен-

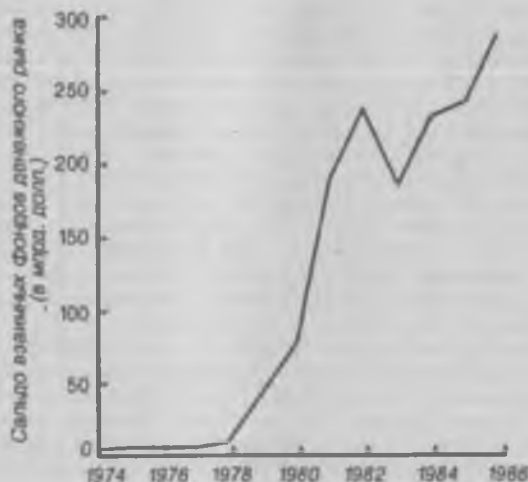


Рис. 8.1. Сальдо взаимных фондов денежного рынка, 1974—1986 гг.

На графике изображена кривая взрывного роста активов взаимных фондов денежного рынка. Грандиозный скачок произошел в 1979 году, когда доходы фондов выразились двузначными цифрами, причем произошло это в тот период, когда Инструкция «Q» удерживала рост процентных ставок по сберегательным вкладам на уровне 5,5%. Введение в 1983 году в банках и ссудо-сберегательных ассоциациях депозитных счетов денежного рынка позволило этим учреждениям успешно конкурировать с фондами, но последние вернули себе чуть пошатнувшееся положение.

Источник: Economic Report of the President, January 1987, p. 320.

сионные счета, приобретают банковские автоматы. Тем не менее даже самые крупные кредитные союзы не могут предложить тот же набор услуг, что предлагает своим клиентам хороший коммерческий банк. Едва ли в скором будущем можно ожидать, что кредитные союзы займут в сфере деятельности ссудо-сберегательных институтов доминирующее положение.

ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Взаимные фонды денежного рынка (MMMFs) стали финансовым вундеркиндом семидесятых годов. Начав с нуля в 1970 году, они гигантским скачком довели свои активы до более чем 200 млрд. долларов в 1982 году (рис. 8.1).

Природа взаимных фондов денежного рынка

Взаимные фонды денежного рынка продают акции на рынках ценных бумаг и используют образующиеся доходы для приобретения краткосрочных ценных бумаг. Доходы, приносимые этими ценными бумагами, они передают затем держателям акций взаимных фондов денежного рынка за вычетом небольшой платы на компенсацию управленческих услуг. MMMFs представляют собой нечто отличное как от банков, так и от ссудо-сберегательных институтов. Их пассивы, с «технической» точки зрения, не являются депозитами; они не выдают ссуд; выполнение обязательных резервных требований ФРС для них не обязательно. Однако, с точки зрения акционера, акция взаимного фонда денежного рынка практически ничем не отличается от банковского депозита. Основная особенность, отличающая взаимные фонды денежного рынка от взаимных фондов инвестиционного типа, состоит в том, что взаимные счета денежного рынка продают акции по фиксированной стоимости — 1 доллар за акцию. Стоимость акции не изменяется в результате изменения рыночных норм процента. Взаимные фонды денежного рынка (MMMFs) обеспечивают твердые цены на свои акции благодаря тому, что владеют только краткосрочными ценными бумагами, стоимость которых существенно не изменяется при изменении норм процента. Незначительное увеличение или уменьшение капитала, которое переживает MMMF, скорее, увеличивает или уменьшает дивиденды держателей акций, нежели воздействует на стоимость самой акции.

Фонды (MMMFs) вкладывают средства в самые разные краткосрочные ценные бумаги, включая депозитные сертификаты коммерческих банков, коммерческие бумаги, краткосрочные ценные бумаги федерального правительства, соглашения об обратном выкупе, акцептованные банками векселя. Некоторые фонды имеют более узкий спектр активов. Так, например, ряд фондов специализируется исключительно на покупке ценных бумаг федерального правительства. Абсолютное отсутствие кредитного риска в этом случае привлекает некоторых акционеров несмотря на несколько меньшие доходы. Освобождение от уплаты налогов фондами MMMFs стали важным финансовым нововведением. Эти фонды инвестируют средства только в необлагаемые налогом муниципальные ценные бумаги, что, в свою очередь, освобождает их акционеров от обложения налогами доходов последних. Это дало возможность мелким вкладчикам беспрепятственно проникнуть на этот некогда весьма непопулярный рынок.

Держатели акций взаимных фондов денежного рынка имеют право выписы-

вать чеки на свои активы, хотя, по заведенной практике, на сумму не менее 500 долларов. Кроме этого, они могут переводить средства телеграфным переводом на банковские счета, а также лично по заверенному телефонному звонку на счета других взаимных фондов, объединенных в единую структуру с единым управлением.

Факторы роста взаимных фондов денежного рынка

Первопричиной роста фондов явилось сочетание ограничений, налагаемых на депозиты банков и ссудо-сберегательных ассоциаций «Инструкцией Q», и роста рыночных процентных ставок. По мере того, как процентные ставки рынка краткосрочных ценных бумаг перерастали отметку 5,25% — предел, установленный «Инструкцией Q» для банков, и отметку 5,5% — соответствующий предел для ссудо-сберегательных институтов, росли и взаимные фонды денежного рынка; доходы, приносимые акциями фондов, достигли в 1979 году двухзначных цифр, а отлив средств из банков и ссудо-сберегательных институтов принял характер цунами (рис. 8.2).

Однако установление верхних ограничений на рост нормы процента было не единственной причиной успеха взаимных фондов денежного рынка. Фонды

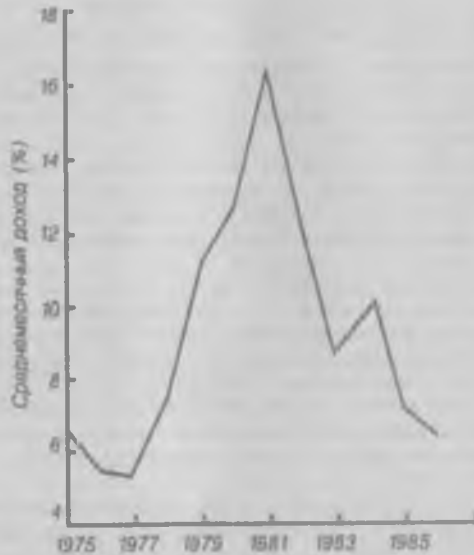


Рис. 8.2. Среднесуточный доход по вкладам, сделанным в облагаемые налогами взаимные фонды денежного рынка.

Взаимные фонды денежного рынка распределяют доходы от своих активов среди своих акционеров. Это значит, что доходы держателей акций увеличиваются и уменьшаются в зависимости от изменения процентных ставок на краткосрочные ценные бумаги, в которые взаимные фонды денежного рынка вкладывают свои средства. Период наибольшего роста фондов связан с резким подъемом процентных ставок в конце 70-х — начале 80-х годов.

Источник: Donoghue's Money Fund Report, 1987.

пользуются также тем преимуществом, что они свободны от резервных требований ФРС, а это значит, что буквально каждый доллар акционера может быть задействован в получении прибыли в форме процентного дохода. Для сравнения следует отметить, что банк, который обязан держать 12% своих чековых депозитов в резервах, может вложить в дело только 88 центов из каждого доллара, полученного от вкладчика.

Взаимные фонды денежного рынка стали существенным элементом изощренной стратегии управления денежными операциями. Бизнесмены и частные лица используют эти фонды как надежные «места стоянки» для процентных платежей и дивидендов, ожидающих реинвестирования. Частные лица, которые сами распоряжаются своими активами, могут открывать собственные акционерные счета (share accounts) во взаимных фондах денежного рынка, являющихся частью таких семейств фондов, как «Vanguard» («Авангард») или «Fidelity» («Точность» или «Лояльность» — прим. пер.). Эти группы дают возможность акционерам мгновенно и, обычно, бесплатно переводить средства со счетов взаимных фондов денежного рынка на счета различных инвестиционных фондов по операциям с ценными бумагами и обратно, в зависимости от их желания или рыночных условий. Особенно привлекательными взаимные фонды денежного рынка оказались для деловых фирм, которым не разрешено держать средства на чековых нау-счетах, приносящих процентный доход.

Контрмеры, предпринимаемые банками и ссудо-сберегательными институтами

Быстрота отлива средств из банков и ссудо-сберегательных институтов (днсинтермедиация) в конце 70-х годов требовала принятия срочных мер. Прежде всего регулирующие правительственные органы разрешили банкам и ссудо-сберегательным институтам выплачивать высокие и изменяющиеся нормы процента по срочным вкладам малого размера. Однако действительно эффективным средством борьбы с взаимными фондами денежного рынка банки и ссудо-сберегательные институты не располагали вплоть до 1982 года, когда регулирующие органы учредили депозитные счета денежного рынка (MMDAs).

Если взаимные фонды денежного рынка стартовали очень быстро, то MMDAs просто взлетели как ракета. За первые три месяца своего существования они привлекли феноменальную сумму в 300 миллиардов долларов. Многие вклады были переведены на депозитные счета денежного рынка с вкладов в банках и ссудо-сберегательных институтов, но многие были переведены из взаимных фондов денежного рынка (MMDAs), что существенно уменьшило активы MMMFs. Хотя взаимные фонды денежного рынка теперь и оправившись от этого удара, рост их по сравнению с прошлым все еще остается более медленным, чем раньше.

Сегодня борьба между банками и фондами перешла в более стабильную фазу. Фонды продолжают использовать преимущества свободы от резервных требований ФРС. Но и банки, в свою очередь, используют преимущества, связанные с федеральным страхованием депозитов. Это позволило им привлечь сотни миллиардов долларов на депозиты, хотя процентный доход по этим депозитам они выплачивают меньший, чем взаимные фонды денежного рынка (см. табл. 8.2).

ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ПРАВИТЕЛЬСТВА

Все финансовые посредники, перечисленные в табл. 8.1, о деятельности которых шла речь в этой главе, действуют в частном секторе. Они стараются принести доход своим акционерам или, как это имеет место в случае с взаимными обществами, своим депозитариям (вкладчикам). Еще одна группа финансовых посредников конкурирует с частными компаниями; однако их владелец или учредитель — федеральное правительство. Так же как и частные финансовые посредники, они предоставляют средства заемщикам, передавая собственные долговые обязательства ссудодателям (кредиторам). Но, не рассматривая получение прибыли в качестве своей главной цели, они пытаются воздействовать на размещение кредитов таким образом, который признается этими институтами наилучшим с политической точки зрения.

Табл. 8.4. Выпущенные в обращение долговые обязательства кредитных агентов, финансируемых федеральным правительством.

Некоторые федеральные и квазифедеральные агентства выступают в роли финансовых посредников — продают собственные ценные бумаги. На вырученные средства они выдают ссуды или покупают их на вторичных рынках. В таблице представлены долговые обязательства важнейших агентств. Выпуск этих ценных бумаг резко увеличился в период с 1970 по 1986 год. В отличие от большинства финансовых посредников эти агентства существуют в первую очередь не для того, чтобы приносить прибыль, а для того, чтобы направлять кредиты в те сферы экономики, которые имеют важное политическое значение (жилищное строительство в сельское хозяйство).

Агентства	Сумма, млрд. долл.	
	Декабрь 1970 г.	Июль 1986 г.
Федеральная национальная ипотечная ассоциация	15,2	93,4
Федеральные банки по кредитованию жилищного строительства	10,2	83,1
Федеральная ипотечная корпорация по кредитованию жилищного строительства	—	12,8
Ассоциация по кредитованию студентов	—	10,4
Банки по кредитованию фермерских хозяйств	—	62,9
Федеральные земельные банки	6,4	—
Федеральные банки среднесрочного кредита	4,8	—
Банки по обслуживанию кооперативов	1,8	—
Всего:	38,4	262,6

Примечание: с 1977 года ценные бумаги, выпускаемые Банками по кредитованию фермеров, начали вытеснять ценные бумаги федеральных агентств, осуществляющих кредитование сельского хозяйства.

Источник: Federal Reserve Bulletin, December 1971, p. A40; February 1987, p. A33.

В табл. 8.4 перечислены основные финансовые посредники федерального правительства. В течение последних 16 лет количество ценных бумаг, выпущенных этими посредниками, выросло с 38 млрд. долларов в 1970 году до 262 млрд. долларов в 1986 году. Хотя эти ценные бумаги и не являются долговыми обязательствами федерального правительства, они продаются на рынке ценных бумаг федерального правительства, а приобретают их прежде всего коммерческие банки, ссудо-сберегательные институты,

страховые компании и другие посредники. Обычно эти ценные бумаги считаются лишь несколько более «рискованными» (т. е. подверженными чуть большему риску — *прим. пер.*), чем ценные бумаги Казначейства США; между тем в 1986 году несколькими федеральным ведомствам пришлось выплачивать существенно более высокие проценты, чем Казначейству США, что было связано с широко известными финансовыми трудностями, которые переживали Федеральные Банки по кредитованию фермеров и Система Федеральных банков по кредитованию жилищного строительства.

Федеральная Национальная Ипотечная Ассоциация

Крупнейший финансовый посредник, финансируемый федеральным правительством, — Федеральная Национальная Ипотечная Ассоциация (FNMA), известная более под названием «Фанни Мэй». Начало ее деятельности было положено Законом о Жилищном Строительстве 1939 года. Целью образования ассоциации было создание вторичного рынка закладных, обеспеченных гарантиями Федеральной Национальной Ипотечной Ассоциации. На средства, получаемые от продажи собственных ценных бумаг, Ассоциация выкупает закладные у частных финансовых институтов. Начиная с 1972 года она покупает даже незастрахованные закладные. «Фанни Мэй» вносит свой вклад в выполнение важных социальных задач, финансируя жилищное строительство, не приносящее крупных доходов, и сосредотачивая свое внимание на строительстве в городах.

Раньше Казначейство США владело частью акций Ассоциации «Фанни Мэй», но в 1969 году Ассоциация была реорганизована и передана в частную собственность. Теперь ее акции продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже. Несмотря на то, что сейчас Ассоциация стремится работать с прибылью и должна платить федеральный подоходный налог, она продолжает оставаться под определенным контролем федерального правительства, сохраняя тем самым свой статус. Акционеры избирают десять членов правления, а еще пятерых назначает Президент Соединенных Штатов Америки. «Фанни Мэй» прибегает к получению займов у правительства на льготных условиях, а Казначейство осуществляет частичный контроль над временем выпуска и объемами серий ценных бумаг «Фанни Мэй». Вновь образованная в ходе реорганизации 1968 года Государственная Национальная Ипотечная Ассоциация — новое правительственное агентство, существенно отличающееся от «Фанни Мэй» и включенное в структуру Министерства жилищного строительства и городского развития — приняло на себя часть функций своей предшественницы.

Федеральные Банки по кредитованию жилищного строительства

Еще одним финансовым посредником федерального правительства является система Федеральных Банков по кредитованию жилищного строительства, которая стимулирует процессы жилищного строительства. Закон о Федеральных Банках по кредитованию жилищного строительства, принятый в 1932 году, подчинил эти банки Совету Федеральных Банков по кредитованию жилищного строительства. Находящиеся в частной собственности с 1951 года ссудо-сберегательные ассоциации, получившие чартер из рук федерального правительства, обязаны держать свои акции в этих Банках; что касается ссудо-сберегательных ассоциаций, получивших чартер от правительств штата,

а также взаимных сберегательных банков и страховых компаний, то они имеют право стать частью этой системы.

Федеральные Банки по кредитованию жилищного строительства выпускают в основном краткосрочные и среднесрочные ценные бумаги и на вырученные средства кредитуют ссудо-сберегательные ассоциации и других членов этой системы. Эти Банки владеют Федеральной Ипотечной корпорацией по кредитованию жилищного строительства (FHLMC), получившей название «Фредди Мак»; эта корпорация была создана по решению конгресса США в 1970 году для финансирования вторичного рынка так называемых договорных (conventional) ипотечных ссуд.

Банки по кредитованию фермерских хозяйств

С 1977 года финансовая деятельность федерального правительства в области сельского хозяйства была сосредоточена в Банках по кредитованию фермерских хозяйств. К ним относятся Федеральные Земельные Банки, созданные в соответствии с Законом о кредитовании фермерских хозяйств в 1913 году, Федеральные Банки среднесрочного кредита, созданные в соответствии с Законом о кредитовании сельского хозяйства 1923 года, и, наконец, Банки по кредитованию кооперативов, созданные согласно Закону о кредитовании фермеров 1933 года. Эти банки увеличивают размеры своих фондов точно теми же методами, что и федеральные агентства, кредитующие жилищное строительство, то есть с помощью продажи краткосрочных ценных бумаг. Они выдают ссуды на оплату товаров и услуг, необходимых сельскому хозяйству; на строительство зданий и приобретение различных промышленных товаров. Кредиты выдаются для того, чтобы создать вторичный рынок сельскохозяйственных ссуд, а также рынок закладных, выданных под залог собственности фермерских хозяйств.

В 1985 и 1986 годах Банки по кредитованию фермерских хозяйств понесли потери, вызванные серьезными экономическими трудностями, с которыми столкнулись все фермерские хозяйства; речь идет о падении цен на землю, сокращении емкости зарубежных рынков, о чрезмерно длительных сроках предоставления ссуд под очень высокий процент. Некоторые из этих банков стали, исходя из общепринятых принципов банковской отчетности, неплатежеспособными. Вместо того, чтобы «реанимировать» их за счет государственного бюджета, Конгресс США проголосовал за то, чтобы разрешить этим банкам пользоваться более либеральными принципами банковской отчетности и ввести это в практику финансовых операций, отражая их в новых банковских книгах.

Ассоциация по кредитованию студентов

В 1972 году федеральное правительство создало Ассоциацию по кредитованию студентов — «Салли Мэй». Она пытается стимулировать выдачу гарантированных «студенческих» ссуд путем создания вторичного рынка этих ссуд, а также путем предоставления финансовых преимуществ тем банкам и учебным заведениям, которые выдают такие ссуды.

Общие цели

Главная цель финансовых посредников, финансируемых и управляемых федеральным правительством, состоит в том, чтобы перенести предложение кредитов с нужд других возможных потребителей на нужды сельского хозяй-

ства, жилищного строительства и выдачу студенческих ссуд. Так, посредническая деятельность «Фанни Мэй» переносит кредиты в сферу жилищного строительства. Средства, поступающие от продажи надежных, относительно ликвидных краткосрочных (от 1 до 3 лет) ценных бумаг «Фанни Мэй», идут на финансирование приобретения закладных. Кроме того, банки и другие финансовые институты могут выдавать закладные, затем продавать их Ассоциации «Фанни Мэй», а после этого приобретать ее ценные бумаги. Это увеличивает приток кредитов в сферу жилищного строительства, поскольку ценные бумаги «Фанни Мэй» обладают большей ликвидностью как банковские активы, чем как закладные.

Глава 9

НАДЕЖНОСТЬ И СТАБИЛЬНОСТЬ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Объяснить, почему коммерческие банки, организованные в начале 19-го века, использовали практику частичного, а не полного резервного покрытия?
- Используя Т-счета, объяснить, каким образом невозвраты ссуд в срок, отсутствие ликвидности и потери от основной деятельности могут стать причиной банкротства.
- Обсудить задачи и цели банковских ревизий.
- Объяснить, каким образом центральный банк может защитить коммерческие банки от последствий массового изъятия депозитов.
- Обсудить следующие меры, предпринимаемые Федеральной Корпорацией по страхованию депозитов:
 - выплата компенсации вкладчикам обанкротившихся банков;
 - принудительное слияние банков, находящихся на грани банкротства;
 - поручительство за обанкротившиеся банки.

В предшествующих главах мы уже неоднократно упоминали о потенциальной угрозе банкротства, с которой сталкиваются различные банки на отдельных этапах своего развития. Мы также указывали, что повышение уровня надежности и стабильности банковской системы представляет собой главную цель регулирования банковской сферы как со стороны федерального правительства, так и со стороны правительств штатов. В настоящей главе мы обобщим изложенный материал, касающийся функционирования банков и ссудо-сберегательных ассоциаций с тем, чтобы более подробно остановиться на проблемах надежности и стабильности банковской системы. Растущее число банковских банкротств на протяжении минувшего десятилетия сделало эту тему весьма актуальной.

ПЕРВЫЕ ОПЫТЫ ЧАСТИЧНОГО РЕЗЕРВНОГО ПОКРЫТИЯ В БАНКОВСКОМ ДЕЛЕ

Возникновение частичного резервного покрытия

Многие полагают, что непосредственными предшественниками нынешних банков были люди, хранившие в подвалах и сундуках золотые монеты.

Возможно, такого рода услуги первыми стали оказывать золотых дел мастера. Именно для них золото и другие драгоценные металлы являлись частью ремесла и вполне естественно, что хранилища, сейфы и специальные помещения, предназначенные для того, чтобы предотвратить кражи, были в их распоряжении. Почему бы не заполнить еще одно помещение в хранилище золотыми монетами состоятельных соседей, которые не располагают такими безопасными хранилищами, а взамен не вручить им расписку о приемке золота на хранение? Золотых дел мастера могли взимать за эту услугу определенную плату точно так же, как это делают современные банки, взимающие плату со своих клиентов за пользование банковскими сейфами.

Согласно этой версии ранней истории банковского дела, золотых дел мастерам не понадобилось много времени для того, чтобы заметить следующее: большинство монет, находившихся у них на хранении, оставались в хранилищах достаточно долгое время. Лишь незначительное число клиентов посещало их ежедневно для того, чтобы забрать свои монеты, однако приток новых монет в среднем компенсировал эти изъятия. Почему бы в такой ситуации золотых дел мастеру было не одолжить кому-нибудь известную часть этих монет, коль скоро они все равно праздно лежали в его хранилище и пылились без дела? Ведь до тех пор, пока в руках у него оставалось достаточное количество монет, чтобы скомпенсировать случайные колебания вкладов и изъятий, кто смог бы отличить свои монеты от «чужих»?

Те золотых дел мастера, которые держали все монеты в своих хранилищах, действовали в соответствии с практикой полного («стопроцентного») резер-

вного покрытия. Те из них, кто одалживал часть своих монет, действовали в соответствии с практикой частичного резервного покрытия. Очевидно, что первые находились в куда более безопасном положении на тот случай, если бы все их клиенты пришли вдруг в один день забрать свои монеты. Однако сторонники частичного резервирования с такими ситуациями сталкивались очень редко, зато они получали от выдачи ссуд большие доходы. Кроме этого, они всегда могли уменьшить плату, взимаемую ими за хранение золота, что давало им весьма ощутимые преимущества в конкуренции со сторонниками стопроцентного резервирования.

Отметим, что эти золотых дел мастера еще не были банкирами в полном смысле слова. Для того, чтобы стать ими, им предстояло сделать еще одно открытие. Со временем они обнаружили, что причиной того, что люди столь редко утруждают себя фактическим изъятием своего золота, было то, что расписки золотых дел мастеров, выданные ими в качестве подтверждения факта хранения золота, сами по себе стали обращаться в качестве денег. Когда портной хотел купить кусок ткани, ему уже не нужно было беспокоить себя визитом к золотых дел мастеру для того, чтобы изъять золото и с его помощью рассчитаться с ткачом. Вместо этого он просто вручал ткачу расписку, полученную от золотых дел мастера. Ткач, в свою очередь, тоже не спешил обменять расписку на монеты. С ее помощью он покупал шерсть для своего ремесла у фермера, и так далее.

Это открытие подвело золотых дел мастеров к новой идее. Почему бы вместо того, чтобы выдавать золотые монеты тем, кто обратился к ним за ссудой, не выдавать им просто расписки? Конечно, подобная практика увеличит общее число расписок, находящихся в обращении, сверх того количества золотых монет, которые были реально положены их клиентами на хранение, но, как рассуждали эти люди, кого это волнует? Они уже усвоили, что все их клиенты едва ли придут к ним одновременно для того, чтобы изъять свои вклады в золотых монетах. Именно в это время золотых дел мастера и превратились в настоящих банкиров, а их обращающиеся расписки стали банкнотами. Появились настоящие банки с частичным резервным покрытием.

Банки с частичным резервным покрытием в истории США

Наша история о золотых дел мастерах, возможно, произошла на самом деле. Возможно и то, что это — просто сказка. Однако в любом случае, хотя в начале 19-го века предприниматели и могли создать банки с полным резервным покрытием, в действительности же они создали банки с частичным резервным покрытием, как поступили и мифические золотых дел мастера. Банкиры обнаружили, что у них нет никакой необходимости хранить стопроцентные резервы металлических денег для нормального осуществления операций. Общество признало, что бумажные банкноты, выпускаемые банками, являются более удобным видом денег для осуществления финансовых операций, чем золотые и серебряные монеты. В итоге многие владельцы банкнот перестали обращать их в золотые и серебряные монеты в банке, выпустившем эти банкноты. Банкноты стали использоваться как средство обращения и платежа.

У банков был еще один стимул к переходу к практике частичного резервного покрытия. Эта практика позволяла банкам выдавать ссуды и вкладывать средства в ценные бумаги, что, в отличие от простого хранения металлических денег, приносило им процентный доход. Банки, осуществлявшие практику частичного резервного покрытия, оказались в состоянии вытеснить банки с полным резервным покрытием, взывая с клиентов более низкую плату за

чековое обслуживание счетов до востребования и выплачивая проценты по сберегательным и срочным вкладам.

В обычной ситуации банки с частичным резервным покрытием могли успешно функционировать потому, что ежедневный приток депозитов в форме металлических денег приблизительно равнялся их оттоку. Банкам приходилось, тем не менее, владеть некоторыми резервами в виде металлических денег, поскольку приток и отток металлических денег не был абсолютно сбалансирован. Естественно, что в такой ситуации пропорция между количеством металлических денег, которое хранил банк, и количеством банкнот, которое он выпускал, относилась к числу важнейших управленческих решений. Банкиры, неверно рассчитавший количество металлических денег, подлежащих хранению в качестве резервов, занизив его, мог ввергнуть свой банк в серьезные трудности. Тем не менее банки имели мощные стимулы к тому, чтобы держать минимальное количество металлических денег в качестве резервов, поскольку чем меньшим был резерв, тем большими были доходы банка.

К несчастью, банки с частичным резервным покрытием сталкивались с серьезными трудностями всякий раз, когда клиенты теряли уверенность в их платежеспособности и пытались изымать большие количества металлических денег. Несмотря на то, что банкам удавалось справляться с небольшими по масштабам изъятиями вкладов путем осуществления займов металлических денег друг у друга, любая сколь-нибудь серьезная и единодушная потеря уверенности в банковской системе в целом приводила к кризису. Выпуская большее количество банкнот, чем то количество металлических денег, которое хранилось в качестве резервов, банки вступали в соглашения, условия которых они далеко не всегда оказывались в состоянии выполнить.

Нестабильность банков с частичным резервным покрытием относится как к их депозитам, так и к банкнотам. В период, предшествовавший началу Гражданской войны, в ряде штатов создавалась ситуация, при которой владеть банкнотами штата стало безопаснее, чем владеть депозитами; это было достигнуто введением в действие законов, обязывавших банки штатов депонировать облигации, выпущенные правительством штата у правительства, причем в объеме, равном количеству выпущенных в обращение банкнот. Закон о Денежном обращении 1863 года сделал банкноты национальных банков более надежными, чем депозиты, обязав эти банки депонировать казначейские облигации у Контролера Денежного обращения в объеме, примерно равном количеству банкнот, выпущенных национальными банками.

Несмотря на эти меры, направленные на защиту держателей банкнот, банковские депозиты тем не менее увеличивались быстрее, чем количество обращающихся банкнот на протяжении всего 19-го века, что, в свою очередь, увеличивало уязвимость банков с точки зрения возможного массового изъятия депозитов.

На протяжении всей истории банковского дела панический страх, испытываемый депозиторами перед возможными банкротствами банков, периодически приводил к подрыву общественного доверия к банкам в целом. До 1934 года федеральное правительство не проводило страхования депозитов, а правительства штатов делали это очень редко. Вкладчики неплатежеспособных банков были вынуждены ждать, пока банк пройдет через банкротство, прежде чем они могли получить назад свои депозиты, причем процент выплаченных депозитов зависел от стоимости банковских активов. Самые мрачные периоды банкротств банков и затруднений, связанных с ликвидностью, приходились на время глубоких экономических спадов. В такие времена либо из-за массового невозврата ссуд, либо из-за падения цен на ценные бумаги

многие банки оказывались не у дел и терпели банкротство, что подрывало доверие общественности к существующей банковской системе в целом.

БАНКРОТСТВА БАНКОВ

Три главных нежелательных обстоятельства могут послужить причиной банкротства банка: невозврат ссуды или потеря стоимости других активов, неликвидность и убытки от основной деятельности. Каждое из этих обстоятельств ведет к уменьшению собственного капитала банка. Когда собственный капитал банка падает ниже нуля, банк становится неплатежеспособным: его пассивы (обязательства) превосходят его активы. В этой ситуации ревизоры банков обычно настаивают на том, чтобы банк прекратил свою деятельность.

Потери активов

Ссуда становится просроченной, когда заемщик оказывается не в состоянии выплатить процентные платежи или основную сумму ссуды в момент, когда ссуда подлежит погашению. Предполагается, что банковские ревизоры должны потребовать от банка, чтобы он списал просроченную ссуду. Это означает, что банк более не имеет права включать эту ссуду в свой балансовый отчет.

Списание просроченной ссуды. Т-счет 9.1 демонстрирует эффект списания просроченной ссуды в 1000 долларов на балансовый отчет банка. Общая сумма банковских ссуд сокращается на величину списанной ссуды, а затем банк должен сократить один из счетов, представляющих его собственный капитал, на такую же величину.

Многие ссуды неизбежно связаны с риском и многие банковские ссуды столь же неизбежно остаются непогашенными. (Вспомните пример 6.1 «Из практики банковского дела».) Списание небольшого количества непогашенных ссуд не представляет серьезных проблем для банка, получающего устойчивую прибыль. Влияние списания непогашенных ссуд на собственный капитал банка более чем перекрывается прибылью, полученной банком от других ссуд. Кроме того, многие банки включают в счета движения капитальных средств статью под названием «Резервы на возмещение потерь по ссудам». Эти банки могут списать небольшое количество непогашенных ссуд за счет уменьшения этой позиции. Однако в том случае, когда особо крупные потери банка превосходят резервы на возмещение непогашенных ссуд, банк вынужден сократить другие позиции, отражающие собственный капитал, — нераспределенную прибыль, резервный капитал и, возможно, даже стоимость обыкновенных акций.

Т-счет 9.1

Коммерческий банк

Активы

Пассивы и собственный капитал

Ссуды

— \$1000 | Собственный капитал

— \$1000

По сравнению со многими другими странами банковские ревизоры в Соединенных Штатах обычно очень строго относились к просроченным ссудам. В США ссуда признается не приносящей дохода и исключается из перечня банковских активов значительно быстрее, чем в других странах, где аналогичный процесс осуществляется нередко через несколько месяцев (как правило, через 90 дней) после того, как прекращена выплата процентов по ссуде.

В некоторых странах банки могут включать просроченные ссуды в число

своих активов неопределенно долгое время. Подобная практика типична для стран со сравнительно сильным государственным регулированием использования банковского кредита. В этих странах правительство может, например, обязать банки выдавать ссуды каким-либо бесприбыльным предприятиям несмотря на то, что возможности этих предприятий выплачивать проценты по кредитам, равно как и возратить основной долг в срок, выглядят весьма проблематично. В некоторых случаях расширение предприятия, находящегося в собственности государства, является частью государственного плана развития. В других случаях предприятие может быть недостаточно прибыльным для того, чтобы возратить ссуду, потому что правительство установило слишком низкие продажные цены. Правительственные органы могут даже прибегать к субсидированию потребителей исходя из чисто политических соображений — стремясь приобрести их расположение или предотвратить нарастание общественного недовольства. В тех странах, где правительство непосредственно регулирует выдачу ссуд и фиксирует цены на продукцию предприятий, банковские ревизоры объективно не вправе требовать от банков списания непогашенных ссуд.

Несмотря на то, что непогашенные ссуды не ведут к банкротству банков в тех странах, где разрешается оставлять их на счетах в банковских книгах, эти страны могут столкнуться с другими реальными потерями. Банк, выдающий непогашающиеся ссуды, растрчивает кредитные ресурсы, которые могли бы быть использованы для стимулирования накопления реального капитала и способствовали бы экономическому развитию.

Банковские ревизоры в США сделали в последние годы некоторые отступления от своих обычных жестких мер, направленных против непогашенных ссуд. В 80-е годы некоторые промышленные фирмы и правительства Польши, Румынии, Мексики, Аргентины, Бразилии и других стран не смогли выплатить проценты по ссудам, предоставленным им банками западных стран. Эти западные страны прибегли к пересмотру графиков погашения этих ссуд (переносу на более позднее время сроков погашения), а банкам было разрешено не списывать эти ссуды. В дополнение к пересмотру условий погашения этих ссуд группа более крупных банков согласилась выдать этим странам-должникам пакет новых ссуд, чтобы дать им возможность выплатить задолженность по процентным платежам. Кроме этого, было заключено специальное вспомогательное ссудное соглашение с Международным Валютным Фондом, в котором обеспечивался ряд финансовых гарантий западным банкам, причем Федеральный Резервный банк Нью-Йорка выступил гарантом по ссудам, а правительство США предоставило странам-должникам специальные субсидии в качестве финансовой помощи. Как указывалось выше, органы, управляющие деятельностью ссудо-сберегательных институтов, проводят менее жесткую политику¹, чем ревизоры коммерческих банков.

Т-счет 9.2

Коммерческий банк

Активы	Пассивы в собственный капитал	
Балансовый остаток в Федеральном Резервном банке Облигации	+ \$800 — \$1000	Собственный капитал: — \$200

Падение цен на ценные бумаги. Ко второму типу потерь в активах банка относится падение цен на ценные бумаги в период времени с момента их

¹ В отношении непогашенных ссуд. — *прим. пер.*

приобретения до момента их продажи. Т-счет 9.2 отражает воздействие на балансовый отчет коммерческого банка убытка в 200 долларов от продажи облигации, зарегистрированной в банковских книгах по цене в 1000 долларов. Предположим, что покупатель заплатил за эту облигацию, выписав чек на свой банк. Банк, получивший чек, депонирует его в Федеральный Резервный банк, увеличив тем самым свои депозиты в Федеральном Резервном банке на 800 долларов. Но так как облигация была зарегистрирована в балансовом отчете по цене в 1000 долларов, то разница в 200 долларов будет вычтена из собственного капитала банка.

В драматический период массовых банкротств в США с 1930 по 1933 год большинство банкротств банков было вызвано именно падением рыночной стоимости их облигаций. За это время более 9000 банков прекратили операции.

Сегодня облигации записываются в балансовые отчеты по тем ценам, по которым они были приобретены (по их «исторической стоимости»), поэтому падение цен на облигации не может сколь-нибудь заметно воздействовать на балансовый отчет до того момента, когда эти облигации не будут проданы. Если рыночная цена облигации вернется к прежнему уровню или если банк удержит облигацию до момента погашения и получит назад ее стоимость, то банк вообще не понесет никакого финансового ущерба. Но в 30-е годы практика банковского учета несколько отличалась от современной. Облигации, уровень цен на которые был широко известен в продолжении длительных непрерывных временных периодов, должны были оцениваться именно по рыночным ценам. В результате, когда в период Великой Депрессии цены на облигации упали, повысилась и регистрационная стоимость облигаций, находившихся в банковских портфелях, что привело к уменьшению собственных капиталов банков.

В период с 1930 по 1933 год банкротства банков и массовое изъятие вкладов были связаны с падением цен на облигации, причем массовое изъятие вкладов способствовало падению цен на облигации, поскольку банкиры обращали ценные бумаги в наличные деньги с тем, чтобы как-то приспособиться к массовому изъятию вкладов. Падение цен на облигации впоследствии стало причиной многих банкротств и, в свою очередь, привело к потере общественного доверия к банковской системе. Практически последствия такого рода взаимосвязи составляли существо банковского кризиса или паники.

Преступления. Преступления являются причиной третьей разновидности потерь банковских активов. Ограбления не являются в данном случае главной проблемой, причем даже если нечто подобное происходит, то институт страхования обычно компенсирует банку потери такого рода. Проблема состоит в том, что сами банковские служащие могут совершать хищения активов банка. Кассиры могут красть наличные деньги или ценные бумаги. Куда более серьезная проблема состоит в том, что кто-либо из банковских служащих вполне может разработать сложнейшую и практически не поддающуюся обнаружению программу компьютерного мошенничества, переводящую тысячи долларов на некий фиктивный счет, а затем жульничать с аудиторскими программами, созданными для того, чтобы выявить это мошенничество. В более серьезных случаях банковского мошенничества высшие банковские служащие занимаются «выдаиванием» активов собственного банка, выдавая ссуды самим себе или подставным лицам.

Неликвидность как причина банковских банкротств

Мы уже неоднократно отмечали, что банкам необходимо всегда оставаться ликвидными. Поскольку последствия потерь активов нами уже выяснены, мы вполне можем понять и то, почему недостаточная ликвидность может стать причиной банкротства банка.

Когда банк осуществляет прием вкладов до востребования, он обязуется выплатить все эти вклады по первому требованию вкладчика, рассчитывая (впрочем, справедливо) на то, что далеко не все вкладчики востребуют свои депозиты к возврату одновременно. Для того, чтобы держать под контролем ситуацию, при которой банку придется в какой-либо из дней выплатить больше, чем он примет (на вклады — *прим. пер.*), банк поддерживает определенный разумный уровень ликвидности. Как мы уже имели случай убедиться в предыдущих главах, банки удовлетворяют эту потребность в ликвидности, владея некими ликвидными активами (например, в форме продажи федеральных фондов); эти активы являются вторичными резервами банков.

В случае, если вкладчики затребуют денежные средства в количествах, превосходящих величину вторичных резервов банка, последний обязан изыскать какую-либо иную возможность удовлетворить притязания своих вкладчиков. Во-первых, он может прибегнуть к продаже своих менее ликвидных активов — долгосрочных ценных бумаг, долгосрочных ссуд, прибегнув к услугам вторичного рынка. Однако даже «хорошие» активы, вообще не подверженные риску остаться неоплаченными, отнюдь не гарантируют их продавцу, что их удастся продать на вторичном рынке по номинальной стоимости до наступления срока погашения (оплаты). Например, пусть банк владеет закладной с твердой процентной ставкой и сроком погашения в 30 лет; закладная выпущена в 1977 году, ставка процента составляет 8%, невыплаченная балансовая стоимость — 50 000 долларов. Банк запишет эту ссуду в свои банковские книги по ее полной номинальной стоимости в 50 000 долларов. Пусть цена этой ссуды на вторичном рынке составит 40 000 долларов. Итак, как явствует из приведенного примера, продажа долгосрочных активов с целью поднятия уровня ликвидности может в условиях неблагоприятной рыночной конъюнктуры привести к потере капитальных средств. Эта потеря, в свою очередь, может привести к уменьшению собственного капитала банка (через списание его части); заметим, что активы, о которых в данном случае идет речь, остаются вполне надежными в том смысле, что заемщик продолжает оставаться кредитоспособным.

Дабы избежать убыточных продаж долгосрочных активов, преследующих своей целью погашение задолженности по депозитам, банк может увеличить размеры своих управляемых пассивов, осуществив, например, заемную операцию на рынке федеральных фондов. Подобного рода операции могут быть относительно дороги в те периоды, когда рыночные процентные ставки находятся на высоком уровне. Тем не менее эти операции, на наш взгляд, предпочтительнее, чем убыточная продажа долгосрочных активов с единственной целью, состоящей в том, чтобы временно удовлетворить потребности в ликвидности.

Следует отметить, что в периоды кризисов банки могут потерять возможность доступа к управляемым пассивам. Это связано отчасти с тем, что отдельные банки сталкиваются с реальной возможностью оказаться перед лицом банкротства, и потенциальные их кредиторы более не оценивают эти банки как кредитоспособные. Но, что более важно, банковская система в целом может оказаться на грани кризиса. В период массового изъятия средств из всех банков рынки управляемых пассивов, к числу которых относятся депозитные сертификаты (ДС), соглашения об обратном выкупе, а также рынки федеральных фондов, могут оказаться в состоянии кризиса. В этом случае у банка может просто не оказаться другого выхода, кроме немедленного предложения собственных долгосрочных активов для продажи на рынке по «горячим» ценам. В том случае, если собственный капитал банка в этой ситуации «сгорит» до того, как закончится массовое изъятие вкладов, банк становится неплатежеспособным.

Убытки от основной деятельности

Причиной банкротства банка могут стать убытки от основной деятельности. Банки представляют собой частные предприятия. Так же, как это происходит и во всех прочих видах предпринимательства, одни банки работают и получают прибыль, а другие — нет. Собственный капитал банка, который функционирует убыточно, уменьшается; если убытки продолжают достаточно длительное время, то они могут свести на нет весь собственный капитал банка и банк обанкротится. Собственный капитал банка сокращается в тех случаях, когда банк обязан произвести выплаты, превосходящие его поступления от активов. В этом случае сокращается величина банковских активов по отношению к пассивам, уменьшая тем самым собственный капитал банка.

В 70—80-е годы многие банки испытывали серьезные финансовые трудности, что приводило к сокращению их прибылей. Именно это и явилось причиной увеличения количества банкротств. Особенно пострадали ссудо-сберегательные институты, о чем мы уже говорили в главе 8. Прибыльность банков и ссудо-сберегательных институтов, в первую очередь, зависит от разницы между процентной ставкой, которую они получают по своим активам, и процентной ставкой, которую они выплачивают своим вкладчикам. В 50-е и 60-е годы разница между этими процентными ставками была весьма благоприятной для роста банковской прибыли. Так, например, процентные ставки по вкладным изменялись в интервале от 4,5% до 6%, в то время как предельная процентная ставка по вкладам на сберегательных книжках в коммерческих банках увеличивалась сравнительно медленно — с 2,5% в 1957 году до 5% в 1973 году.

Эта ситуация сохранялась до того момента, когда в 70-х и 80-х годах резко выросли рыночные процентные ставки. Банки и ссудо-сберегательные учреждения, которые в 50-е и 60-е годы инвестировали средства в закладные, оказались перегруженными долгосрочным активами, приносящими низкий процентный доход. В это же самое время федеральное правительство провело дерегулирование процентных ставок по депозитам. Федеральные регулирующие органы вынуждены были пойти на этот шаг, чтобы дать возможность банкам и ссудо-сберегательным институтам вступить в конкуренцию с взаимными фондами денежного рынка, депозитными сертификатами в иностранных банках, а также с другими видами сберегательной деятельности. Многие ссудо-сберегательные институты оказались неспособными в этих условиях приносить прибыль, поскольку средний уровень процентной ставки, которую они получали по своим активам, упал ниже уровня средней процентной ставки, которую они должны были выплачивать по депозитам. Коммерческие банки пострадали в меньшей степени, чем ссудо-сберегательные институты, так как у них сроки погашения активов были, как правило, короче, однако некоторые банки все-таки столкнулись с серьезными финансовыми трудностями.

Последовавшее в период с 1982 по 1986 годы падение процентных ставок ослабило давление на многие банки и ссудо-сберегательные институты. Они получили возможность понижать процентные ставки, выплачиваемые по депозитам быстрее, чем процентные ставки, которые они получали от своих активов. Кроме того, многие из этих финансовых институтов заменили свои старые закладные с фиксированной процентной ставкой, ~~принимавшие фиксированный процентный доход~~ ~~на новые закладные,~~ допускающие корректировку процентного дохода и приносящие более высокую норму процента.

ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ БАНКОВСКОЙ СФЕРЫ

С момента возникновения банковского дела нестабильность, вызванная банкротствами отдельных банков, массовыми изъятиями вкладов, риском, сопряженным с проводимой банками политикой частичного резервного покрытия, объективно подталкивала государство к расширению практики регулирования банковского дела. С помощью регулирования государство пытается защитить вкладчиков от финансовых потерь и избежать разрушительных для экономики последствий банкротств банков. К числу трех важнейших типов мероприятий, с помощью которых государство пытается обеспечить надежность и стабильность банковской системы, относятся проведение банковских ревизий, централизованных банковских операций и страхование депозитов.

Банковские ревизии

Чтобы получить чартер, первые американские банки должны были пройти банковскую ревизию. В те давние времена ревизии осуществлялись государственными банковскими чиновниками. В наши дни ответственность за проведение ревизий несут три федеральных правительственных агентства: Контролер Денежного обращения занимается регулированием деятельности национальных банков, Федеральная Резервная Система инспектирует банковские холдинг-компании и банки штатов, являющиеся членами ФРС, а Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов (ФКСД) осуществляет контроль за деятельностью застрахованных банков, не входящих в Федеральную Резервную Систему. Государственные банковские ревизоры в первую очередь проверяют состояние дел банков, не застрахованных в ФКСД. Ввиду увеличения числа банковских холдинг-компаний в последнее время значение регулирующей деятельности Федеральной Резервной Системы значительно возросло по сравнению с деятельностью ФКСД и Контролера Денежного обращения.

В круг задач ревизоров входят выяснение того, владеет ли банк только разрешенными видами активов или нет, правильные ли названия использует банк для регистрации этих активов, а также, насколько «разумны» суммы, соответствующие этим активам в балансовых отчетах и других документах банка. Ревизоры также проверяют адекватность залогового обеспечения, предоставления заемщиками. Если выплата основной суммы ссуды или процентов по ней оказывается просроченной, то обычно ревизоры требуют от банка списания этой ссуды с общей величины заявленных активов. Ревизоры должны убедиться также и в том, что банк проходит аудиторские проверки, осуществляемые как внешними независимыми консультационно-ревизорскими бухгалтерскими фирмами, так и самими высшими служащими банка. Банковские ревизоры также оценивают уровень управленческой деятельности банка и выясняют возможности финансовых злоупотреблений. Так, среди прочих вещей они стараются удостовериться в том, что все депозитные обязательства банка зарегистрированы в отчетной документации, равно как и все прочие финансовые требования, выставленные банку. Ревизоры составляют официальный отчет, который затем предоставляется дирекции банка. Последняя несет ответственность за выполнение содержащихся в отчете рекомендаций. В 1933 году Совет управляющих ФРС получил полномочия отстранять от исполнения служебных обязанностей любого банковского служащего или директора национального банка, чьи рискованные или недобросовестные действия угрожали платежеспособности банка.

Главной целью деятельности института банковских ревизоров является защита вкладчиков путем предотвращения ситуации неплатежеспособности банка. Поскольку вкладчики являются кредиторами банка, основная часть бремени банкротства банка ложится именно на них. Государственная ревизия банков считается необходимой потому, что число вкладчиков настолько велико, что у каждого отдельного вкладчика явно недостает стимулов для того, чтобы заняться оценкой активов банка. Кроме всего прочего, эта задача является чрезмерно сложной и дорогостоящей для отдельных вкладчиков. Современная государственная политика, обязывающая банки оценивать свои ценные бумаги по ценам на момент их приобретения, а не по текущим ценам, также усложнила задачу оценки адекватности банковских активов. Несмотря на то, что роль государства в деле осуществления банковских ревизий в США стала общепризнанной, противники практики государственного регулирования банковского дела утверждают, что частные организации, аналогичные тем, что оценивают облигации муниципалитетов и корпораций, могли бы более квалифицированно оценить надежность банковских активов.

Еще одной необычной формой банковского регулирования является так называемая неожиданная проверка (surprise call). В день проверки банк публикует свой балансовый отчет в местной газете. Чтобы быть готовым к такой ситуации, банк должен постоянно держать свои счета в полном соответствии с требованиями регулирующих агентств, основанными на действующем законодательстве. В дни регулярных проверок банк тоже обязан публиковать свой балансовый отчет.

С самого возникновения банковского дела в качестве одной из своих функций банковские ревизоры настаивали на том, чтобы банки всегда владели некоторыми обязательными резервами. Первоначальная цель введения требований к обязательным резервам состояла в том, чтобы защитить вкладчиков, обязав банки владеть резервами, составляющими некий процент от банковских депозитов и эмитированных банком ценных бумаг. По мнению большинства историков банковского дела, эти законы отражали непонимание сути практики частичного резервного покрытия. В банковской системе, основанной на практике частичного резервного покрытия, банки абсолютно добровольно удерживают некоторые резервы, позволяющие им удовлетворять требования своих клиентов, когда бы последние не пожелали получить из банка металлические или бумажные деньги. Введя законодательные требования к величине обязательных резервов, федеральное правительство и правительства штатов запретили банкам использовать резервы для тех целей, для которых они предназначались самими банками. Сейчас банки должны владеть вторичными резервами для обеспечения собственной ликвидности.

В 1978 году Управление Контролера Денежного обращения открыло Международное Банковское Отделение для осуществления контроля за международными операциями национальных банков. Задачи регулирования и контроля за деятельностью отделений банков, находящихся в зарубежных странах, передаются частично правительству той страны, где расположена главная контора банка, а частично — правительству страны, в которой расположены отделения банка. Правительственные инструкции, касающиеся страхования депозитов, адекватности капитала банка, требований к обязательным резервам, а также банковским ревизиям в разных странах достаточно сильно отличаются друг от друга. Иногда высказываются мнения, что зарубежные филиалы осуществляют более рискованные банковские операции, чем банки, действующие в одной стране, что связано с разделением ответственности за контроль над их деятельностью. Находящийся в Швейцарии Банк по Урегулированию Международных финансовых опе-

раций недавно образовал Комитет Банковского Регулирования и Надзорной Практики. Задачей этого органа является совершенствование практики международных банковских операций.

Централизованные банковские операции

Банковские ревизии не защищают вкладчиков от нестабильности, проистекающей из банковской практики частичного резервного покрытия. Для того, чтобы в полной мере это осознать, потребовалось довольно много времени.

Как мы уже выяснили, банки потому потенциально нестабильны, что они владеют резервами, равными лишь части своих депозитов. Думается, что вся система коммерческих банков не смогла бы обратить все депозиты в наличные деньги, если бы все вкладчики вдруг потребовали этого. Несмотря на то, что банковские ревизии пытаются предотвратить банкротства, они не могут решить проблему ликвидности, то есть гарантировать, что банки выплатят всем своим депозиторам наличные деньги. Обеспечение ликвидности банков в периоды кризисов — главная задача центральных банков.

Английский экономист Уолтер Бейджот в своей знаменитой книге «Ломбард Стрит», вышедшей в 1874 году, описал способ, которым центральный банк страны может разрешить проблему неликвидности. Именно разрешение этой проблемы было первоначальной функцией центрального банка. Несмотря на то, что преобладающей функцией центрального банка в настоящее время является обеспечение контроля за уровнем безработицы, уровнем цен и процентных ставок, а также за прочими экономическими параметрами, что достигается с помощью кредитно-денежной политики, центральный банк все же сохраняет за собой функцию обеспечения ликвидности банков, терпящих бедствие.

Обеспечение ликвидности. Механизм обеспечения ликвидности центральным банком состоит из двух операций, отраженных на Т-счетах 9.3 и 9.4. Представим себе, что некий коммерческий банк столкнулся с ситуацией массового изъятия вкладов. С момента образования Федеральной Резервной Системы банк имеет возможность занять резервные средства в Федеральном Резервном банке. Основная функция центральных банков состоит в кредитовании коммерческих банков. Центральные банки часто называют «банками банков» и «кредиторами на черный день». Как явствует из Т-счета 9.3, коммерческий банк, берущий в долг денежные средства в Федеральном Резервном банке, получает дополнительные резервные средства в обмен на ссуду.

Вторая существенная черта состоит в том, что Федеральный Резервный Акт уполномочил Федеральные Резервные банки выпускать новый тип бумажных денег — банкноты Федерального Резервного банка, которые не подлежат конвертированию в резервные депозиты Федерального Резервного банка. Коммерческий банк, столкнувшийся с массовым изъятием депозитов, может снять дополнительное количество банкнот Федерального Резервного банка со своего депозита в Федеральном Резервном банке, как показано на Т-счете 9.4. Как констатируется в Федеральном Резервном Акте, главной задачей Федеральной Резервной Системы является создание эластичных денег.

Как следует из Т-счетов 9.3 и 9.4, с помощью Федерального Резервного банка коммерческий банк может получить дополнительные резервные депозиты в Федеральном Резервном банке путем займа, а затем обратить эти депозиты в банкноты Федерального Резервного банка. Получив эти дополнительные банкноты Федерального Резервного банка, коммерческие банки могут обратить

свои собственные депозиты в банкноты Федерального Резервного банка так быстро, как этого пожелают клиенты.

Опыт 30-х годов. Хотя заем в центральном банке и представляет собой весьма остроумный способ борьбы с массовым изъятием вкладов, он, тем не менее, не до конца надежен. Несмотря на существование Федеральной Резервной Системы, в период с 1929 по 1933 год банковская система США пережила несколько кризисов и в конце концов была практически разрушена. В 1933 году президент Рузвельт объявил о начале «Банковских каникул», закрыв все банки страны на неделю.

Важным фактором, способствовавшим усилению трудностей во времена Великой Депрессии, было то, что коммерческие банки не увеличили свои займы в степени, достаточной для того, чтобы скомпенсировать массовое изъятие депозитов. В результате, когда количество банкнот Федерального Резервного банка, эмитированных Федеральными Резервными банками, возросло по причине массового изъятия депозитов, последовало значительное сокращение резервных депозитов коммерческих банков в Федеральных Резервных банках. Несмотря на то, что потерянные банковские резервы можно было компенсировать увеличением займов, этого не произошло. Как мы увидим позже в главе 10, уменьшение банковских резервов влечет за собой сокращение ссуд, инвестиций и депозитов во всей банковской системе.

В период Великой Депрессии руководство ФРС могло самостоятельно удержать банковские резервы от истощения; несмотря на уменьшение ссуд, выдаваемых коммерческим банкам, было возможно «вкачать» в систему дополнительные резервы. Великая Депрессия преподала серьезный урок, показав, что в период кризиса центральный банк сам обязан позаботиться о том, чтобы предложение денег не сокращалось, а не полагаться на то, что банки обратятся к займам. Предупреждая любое сокращение в предложении денег, центральный банк должен также позаботиться и о том, чтобы ни в коем случае не произошло сокращения совокупных активов и пассивов всей банковской системы. Вместо этого, после наступления Великой Депрессии, Федеральная Резервная Система допустила резкое сокращение объема предложения денег в США. Объем предложения денег сократился не только потому, что коммерческие банки уменьшили объемы своих займов в Федеральных Резервных банках, но также и потому, что частные лица изымали деньги со своих банковских депозитов, а иностранцы приобретали золото в Соединенных Штатах, поскольку они ожидали, что США откажутся от золотого стандарта и поднимут цену золота в долларах. ФРС не предприняла сколь-нибудь эффективных мер для того, чтобы решить эти проблемы.

В 1984 году роль ФРС в обеспечении банковской ликвидности вновь приобрела особое значение. На этот раз всеобщее беспокойство по поводу того, что некоторые зарубежные страны могут не выплатить задолженность по кредитам, предоставленным им банками США, грозило началом массового изъятия вкладов. Если бы зарубежные страны-должники действительно не заплатили, некоторые банки стали бы неплатежеспособными. Это, в свою очередь, могло привести к тому, что вкладчики начали бы изымать деньги не только из разорившихся банков, но и из банков, на счетах которых не было иностранных кредитов. Если бы такой кризис произошел, от Федеральной Резервной Системы потребовались бы весьма энергичные действия для того, чтобы экономика страны не испытала серьезных потрясений. ФРС должна была бы выдавать ссуды банкам, испытывающим финансовые трудности, а, возможно, прибегнуть и к каким-либо дополнительным мерам.

Т-счет 9.3

Банки, нуждающиеся в дополнительных резервных депозитах, могут занять их у Федеральных Резервных банков

Федеральный Резервный банк		Коммерческий банк	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Ссуды +\$1000	Резервные депозиты +\$1000	Балансовый остаток в Федеральном Резервном банке +\$1000	Заем +\$1000

Т-счет 9.4

Банки, нуждающиеся в дополнительном количестве банкнот Федерального Резервного банка, могут снять их со своих резервных депозитов в Федеральном Резервном банке

Федеральный Резервный банк		Коммерческий банк	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Без изменений	Резервные депозиты +\$1000	Балансовый остаток в Федеральном Резервном банке	Без изменений
	Банкноты Федерального Резервного банка +\$1000	Банкноты Федерального Резервного банка +\$1000	—\$1000

Исторические предшественники Федеральной Резервной Системы. Проведенные недавно исторические исследования обнаружили интересные попытки решить проблему ликвидности банков, проводивших политику частичного резервного покрытия, относящиеся к периоду, предшествующему созданию Федеральной Резервной Системы в 1914 году. Так, в одном случае ассоциации банков-членов расчетной палаты, организованные этими банками для осуществления операций по чековому клирингу, выполняли функции центрального банка. Если какой-либо банк сталкивался с массовым изъятием вкладов, ассоциации предлагали этому банку «ссудные сертификаты расчетной палаты». Эти сертификаты возмещали потерю резервов банка. Банк, находящийся в сложном финансовом положении, мог представить сертификаты расчетной палаты для покрытия неблагоприятных клиринговых балансов и для получения в случае необходимости дополнительного количества денег из расчетной палаты. С помощью этого способа объединялись резервы металлических и бумажных денег всей банковской системы. Помимо этого достигалось также увеличение общих резервов, поскольку ссудные сертификаты расчетной палаты сами выполняли роль резервов. Несмотря на то, что правомочность выпуска сертификатов расчетной палаты не была нигде и никогда зафиксирована, правительство, тем не менее, не предпринимало мер, направленных на ограничение их выпуска, осознавая, что они помогают избежать финансовых кризисов.

Другой способ борьбы с массовыми изъятиями вкладов до образования Федеральной Резервной Системы состоял в том, что банки сами могли ограничить выплату наличных денег, или губернатор штата, издав соответствующий указ, мог ограничить возможность обращения депозитов в наличные деньги. Ограничение обратимости, осуществляемое таким образом,

создавало серьезные неудобства для торговцев, которым нужны были наличные деньги для ведения своих операций, а также для предпринимателей, которым наличные деньги были нужны для выплаты заработной платы. Тем не менее банки оставались открытыми для деловых людей; они продолжали ссужать деньги, а оплата могла производиться чеками. Подобное ограничение выплат в форме золотых и серебряных денег было лучше, чем полная бездеятельность, но все-таки это было не столь эффективное решение проблемы ликвидности, как выпуск ссудных сертификатов расчетной палаты¹.

В годы, непосредственно предшествующие созданию Федеральной Резервной Системы, Казначейство США иногда вмешивалось в деятельность финансовых рынков с тем, чтобы оказать помощь банковской системе. Таков был третий путь реагирования на банковские кризисы. Секретарь Казначейства Лесли М. Шоу, назначенный на этот пост в 1902 году, был ярким сторонником использования возможностей Казначейства для контроля финансовых рынков. В трудные времена, когда банковские резервы уменьшаются относительно банковских депозитов, Казначейство могло облегчить положение, увеличивая размеры государственных депозитов в банках, приобретая государственные облигации или стимулируя национальные банки к увеличению количества банкнот национальных банков, находящихся в обращении. Секретарь Казначейства Л. Шоу осуществлял вмешательства своего ведомства в деятельность финансовых рынков с целью сделать более умеренным вход в фазу сжатия делового цикла и сгладить сезонные колебания. В период небольшого спада, наступившего в 1902 году, он заявил, что его действия предотвратили банковскую панику.

В периоды банковских кризисов 1893 и 1907 годов рост обеспокоенности общественности по поводу очень большого количества выпущенных ссудных сертификатов расчетных палат, а также продление временного прекращения денежных выплат в монетах из драгоценных металлов, привели к образованию Федеральной Резервной Системы. Простым людям было трудно понять, почему банковская система регулируется не правительством, а частными расчетными палатами; кроме того, продление временного прекращения денежных выплат в металлических деньгах из драгоценных металлов ассоциировалось в сознании людей с наступлением банковского кризиса. С образованием Федеральной Резервной Системы контроль за деятельностью банков в периоды банковских кризисов перешел в руки федерального правительства. Полного согласия по поводу того, что это была перемена к лучшему, нет до сих пор, хотя Федеральная Резервная Система сейчас пользуется широкой общественной поддержкой. До сих пор высказывается мнение, что люди, непосредственно заинтересованные в сохранении целостности банковской системы, скорее всего, справились бы с задачей контроля над этой системой более успешно, чем те, кто осуществляет этот контроль, исходя из политических соображений, зависящих от тактики государственного регулирования. Если бы банки сохранили в собственных руках контроль за ликвидностью во время Великой Депрессии (в период с 1929 по 1933 годы), ошибочных мер Федеральной Резервной Системы можно было бы избежать.

¹ См. Oliver M. Sprague, *History of Crises under the National Banking System*, Senate Document Number 538, 61st Cong., 2nd sess. National Monetary Commission, 1910; William G. Dewall, 'The National Monetary Commission, A Look Back', *Journal of Money, Credit and Banking* 4 (November 1972), pp. 930—936.

Страхование депозитов

Образование Федеральной Корпорации по Страхованию Депозитов (ФКСД) в 1934 году обычно считается самым важным этапом в развитии банковского законодательства с момента создания Федеральной Резервной Системы. Идея страхования депозитов пережила первые неудачные попытки внедрить ее в нескольких штатах. Закон о Надежности Денежных фондов учредил систему страхования депозитов штата Нью-Йорк еще в 1829 году. Закон обязывал банки в момент продления банковских чартеров присоединиться к специально созданному долевному фонду, созданному для защиты депозиторов и держателей банкнот.

Хотя этот фонд помог осуществить расчет с кредиторами банков в период депрессии конца 1830-х годов, для этого ему понадобилось прибегнуть к финансовой помощи правительства штата. В пяти других штатах с 1829 по 1858 год также действовали системы страхования депозитов. Много лет спустя, после того, как банки пережили серьезнейшие трудности во время банковского кризиса 1907 года, еще восемь штатов попытались осуществить идею страхования депозитов. Эти системы страхования предполагали проведение регулярных банковских ревизий с тем, чтобы не допустить ситуации, при которой вполне эффективно управляемые банки выплачивали бы высокие страховые взносы, идущие на возмещение потерь, происходящих от рискованных банковских операций, проводимых банками, управление которыми велось недостаточно осторожно. Ни один из этих планов не просуществовал сколько-нибудь длительное время.

Когда была организована Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов, все банки, входящие в Федеральную Резервную Систему, обязаны были в нее вступить. Остальные коммерческие и взаимные сберегательные банки могли по своему желанию обратиться в ФКСД с просьбой о вступлении; большинство из них так и поступили. Однако в 1985 году более 400 банков штатов функционировали без страхования своих депозитов. Некоторые банки не подлежат страхованию потому, что не соответствуют минимальным требованиям ФКСД. Отделения иностранных банков пополняют число незастрахованных банков, поскольку у них нет депозитов, подлежащих страхованию. Остальные незастрахованные банки выбрали позицию неприсоединения для того, чтобы избежать затрат, сопряженных со страхованием. Страховой взнос, необходимый для вступления в ФКСД, составляет $1/12$ от каждого процента общих банковских депозитов, хотя в отдельные периоды времени более половины этого взноса возвращается банкам. В соответствии с правилами страхования ФКСД страхует депозиты любого частного лица или фирмы в любом банке на сумму до 100 000 долларов.

ФКСД — не единственное агентство, занимающееся страхованием депозитов. Федеральная Корпорация по Страхованию Ссудо-сберегательных Ассоциаций (ФКССА) занимается страхованием депозитных счетов ссудо-сберегательных ассоциаций и других сберегательных банков. Национальный Фонд Страхования Кредитных Союзов страхует счета кредитных союзов. Эти три федеральных агентства осуществляют страхование 99% всех депозитов в Соединенных Штатах. Кроме этого, финансируемые штатами корпорации занимаются страхованием депозитов банков, получивших чартер от правительства штата, а в отдельных штатах — и ссудо-сберегательных ассоциаций.

В 1989 году Конгресс США принял Закон о Реформе Финансовых Институтов, в соответствии с которым система федерального страхования депозитов была реорганизована. ФКССА была упразднена. Вместо нее под эгидой ФКСД

были созданы специализированные отдельные страховые фонды для страхового обслуживания банков и ссудо-сберегательных институтов.

ФКСД и банкротства банков. ФКСД может оказать помощь банкам, испытывающим финансовые трудности, одним из трех способов: 1) она может провести слияние банка, испытывающего трудности, с другим, более сильным банком; 2) она может позволить банку пройти через банкротство, а затем выплатить депозиторам максимальную сумму страхового вознаграждения; 3) она может поручиться за этот банк, перечислив на его счета определенную сумму денег.

Табл. 9.1. Количество банков, закрытых ввиду переживаемых ими финансовых затруднений и суммы убытков ФКСД за период с 1970 по 1985 год.

В этой таблице приведены данные о количестве банков, закрытых в период с 1970 по 1985 год, а также данные о том, как именно они были ликвидированы. Лишь незначительное число из общего числа закрытых банков было незастраховано в ФКСД. Их количество определяется как разность между общим количеством закрытых банков и количеством банков, депозиты которых были полностью выплачены ФКСД, а также количеством банков, подвергнутых принудительному слиянию, процесс которого финансировался ФКСД.

Год	Закрытые банки		Количество банков, депозиты которых выплатила ФКСД	Количество банков, принудительно слитых с более сильными банками	Совокупные убытки ФКСД (тыс. долл.)
	Количество	Общие депозиты			
1970	8	55 229	4	3	272
1971	6	132 058	5	1	193
1972	3	99 784	1	—	1840
1973	6	971 296	3	3	70 680
1974	4	1 575 832	—	4	823
1975	14	340 574	3	10	18 815
1976	17	865 659	3	13	6932
1977	6	205 208	—	6	2523
1978	7	854 154	1	6	6327
1979	10	110 696	3	7	9052
1980	10	216 300	3	7	33 538
1981	10	3 826 022	2	8	582 233
1982	42	9 908 379	7	35	1 251 369
1983	48	5 441 608	9	39	1 465 315
1984	79	1 883 162	16	63	495 753
1985	120	8 059 441	29	91	710 333

Источник: Federal Deposit Insurance Corporation, 1985 Annual Report, pp. 61, 68.

В большинстве случаев ФКСД проводила слияния внушающих опасения банков с другими банками. Раньше это приводило к стопроцентному страховому возмещению, несмотря на установленный предел в 100 000 долларов, поскольку банк, поглощавший другой банк, принимал на себя все депозитные обязательства поглощаемого банка, а ФКСД возмещала потери по переходящим активам. С недавних пор владельцы депозитов, превышающих 100 000 долларов, делят убытки от перевода банковских активов в равных пропорциях с ФКСД. Это сделано для того, чтобы способствовать более тщательной оценке

крупными вкладчиками степени надежности своих банков. Руководство ФКСД прибегает к слиянию банков всякий раз, когда это слияние способствует сохранению нормального банковского обслуживания в данном районе. ФКСД считает, что слияние банков обходится дешевле, чем ликвидация банка, находящегося на грани банкротства. Помимо этого, таким образом руководству ФКСД удастся избежать увеличения страховых взносов.

Вторая мера, применяемая ФКСД по отношению к разорившемуся банку, состоит в том, что ФКСД ликвидирует этот банк и выплачивает каждому вкладчику сумму страховки в размерах не более 100 000 долларов. Именно таким образом ФКСД закрыла очень крупный банк «Пенн Скаэр» в штате Оклахома в 1982 году. Эта мера оказалась абсолютно неожиданной для вкладчиков этого банка, владевших крупными депозитными сертификатами. Данные табл. 9.1 свидетельствуют о том, что с 1982 по 1984 год руководство ФКСД закрыло таким образом довольно большое количество банков. Подобная практика вызвала волну критики по поводу чрезмерно высоких затрат, необходимых для абсолютной защиты вкладчиков в процессе осуществления слияний банков.

Вместо того, чтобы подвергать банк, испытывающий финансовые трудности, процедуре принудительного слияния или ликвидации, ФКСД может выступить в качестве поручителя за этот банк. Так, в 1984 году ФКСД поручилась за гигантскую «Континентл Бэнк энд Траст Кампани Чикаго». Эта мера была ответной реакцией на массовые переводы депозитов из «Континентл» в другие банки. Для того, чтобы остановить эти изъятия вкладов, ФКСД объявила, что она выступает абсолютным гарантом всех депозитов банка. Руководство ФКСД посчитало, что только предоставление таких гарантий может с уверенностью обеспечить нераспространение финансовых проблем «Континентл» на другие банки, а затем и на всю экономику в целом. Замедление процесса изъятий вкладов из «Континентл» привело к тому, что уменьшилось давление на ликвидные активы этого банка, что защитило банк от неплатежеспособности. ФКСД выступила поручителем за «Континентл Иллинойз», выкупив очень большое количество его просроченных ссуд и вложив в банк 1 миллиард долларов наличными, что сделало ФКСД главным держателем акций «Континентл Иллинойз». ФКСД провела серьезные изменения в механизме управления банком, а также осуществила серьезные изменения в кадровом составе высшего руководства банка, затронувшие и Совет директоров.

Согласно утверждениям руководства ФКСД, поручительство за банк может стоить меньше, чем принудительное слияние; лишь очень немногие банки идут на добровольное приобретение крупных «нездоровых» банков. Оппоненты практики поручительства заявляют, что эта мера благоприятствует одним лишь крупным банкам и дает им явные незаслуженные преимущества перед небольшими банками.

Функционирование ФКСД. ФКСД была создана после того, как страну потрясло небывалое количество банкротств банков во времена Великой Депрессии. Страхование депозитов преследовало две главные цели: во-первых, защитить вкладчиков от финансовых потерь, и, во-вторых, предотвратить массовое изъятие вкладов, сняв обеспокоенность клиентов банка по поводу безопасности своих вкладов, проявляющуюся с особой силой в тех случаях, когда банк испытывает финансовые затруднения.

На протяжении многих лет ФКСД успешно обеспечивала стабильность банковской системы. Со времени второй мировой войны и вплоть до 1981 года число банкротств банков резко перевалило через десяток в год, а депозиторы фактически не несли никаких убытков. После 1982 года положение радикальным образом изменилось. Как явствует из данных, приведенных в табл. 9.1, число закрытых банков резко возросло в период между 1982 и 1985

азами, а убытки ФКСД превысили и в 1982, и в 1983 году 1 миллиард долларов. В 1985 году количество банкротств банков достигло 120, хотя большинство банков-банкротов было расположено лишь в нескольких штатах, в экономике которых преобладало сельское хозяйство и нефтепереработка. Помимо всего перечисленного, ФКСД классифицировала 110 банков как «проблемные» банки; эта оценка была сделана экспертами ФКСД исходя из анализа их финансового состояния.

Многочисленные банкротства банков стимулировали появление нескольких проектов реформ банковского дела. Критически настроенные эксперты утверждают, что ФКСД не следует упорствовать в продолжении своей политики абсолютного (полного) страхования депозитов путем принудительного слияния банков-банкротов (с более «здоровыми» банками — *прим. пер.*) или путем поручительства; ряд экспертов рекомендовали даже сократить страховую комиссию и установить ее на уровне ниже 100 000 долларов. Согласно этой точке зрения, страхование депозитов должно быть направлено в первую очередь на то, чтобы защитить неискушенных вкладчиков, которые в силу объективных причин оказываются не в состоянии оценить уровень риска, на который потенциально готов пойти их банк. Уменьшение страховых лимитов до уровня значительно более низкого, чем установленная сейчас сумма в 100 000 долларов, могло бы способствовать достижению этой цели, поскольку депозиты вкладчиков, имеющих весьма туманное представление о банковском деле, едва ли могут даже приблизиться к этой сумме. Страхование крупных депозитов имеет сугубо отрицательные последствия, поскольку оно освобождает крупных вкладчиков от необходимости оценивать надежность банка, в который они вносят свои депозиты. Подобная страховая практика побуждает инвесторов в крупные депозитные сертификаты вкладывать свои деньги в тот банк, который предлагает им самую высокую процентную ставку, причем на надежность банка они вправе уже просто не обращать никакого внимания.

ФКСД подвергалась резкой критике за то, что она требует со всех банков внесения единого унифицированного страхового взноса, абсолютно не учитывая при этом различий в уровне риска банковских операций, проводимых тем или иным банком. Оппоненты ФКСД утверждают, что подобная политика ФКСД вдохновляет банкиров на осуществление неоправданно рискованных банковских операций. Они выступили с предложением ввести дифференцированные ставки страхования депозитов. Конгресс США поручил ФКСД рассмотреть это предложение. Несмотря на то, что измерение банковского риска и отражение его в сумме страхового взноса сопряжено со многими сложностями, меры такого плана сами по себе заставляют банкиров быть куда более осмоторительными.

ФКСД может понести серьезные убытки в случае массовых банковских банкротств, а это, в свою очередь, может повлиять на величину страховых взносов. Все эти обстоятельства привели к усилению дискуссии о желательности введения так называемого исторического подхода к калькуляции (банковских) затрат — оценке банковских ценных бумаг по ценам на момент их приобретения, а не по текущим рыночным ценам. «Исторический» подход к калькуляции банковских затрат позволяет банкам продолжать осуществление реальных операций с собственным капиталом, который приобрел бы отрицательное значение, если бы активы оценивались по текущим рыночным ценам. Возможное банкротство банков такого рода может стоить ФКСД очень больших денег. Между тем простое временное приостановление их банковских операций могло бы избавить ФКСД от убытков подобного рода.

Проводимая в настоящее время ФКСД «политика предоставления информации» обязывает банки публиковать в своих ежегодных отчетах стоимостные

объемы ссуд, не приносящих процентного дохода. Начиная с 1986 года ФКСД еженедельно публикует названия банков и фамилии банковских служащих, к которым были приняты какие-либо меры. Эти меры направлены на то, чтобы заинтересовать банки в проведении более осмотрительной и осторожной ссудной политики и тем самым уменьшить убытки ФКСД путем сокращения числа банковских банкротств. Совет Управляющих ФРС не поддержал политику предоставления информации столь же рьяно, как ФКСД. Руководство ФРС опасается, что рассекречивание банковской информации может стимулировать массовое изъятие депозитов из банков, не отличающихся отменным финансовым здоровьем, что, разумеется, отнюдь не убавит количество проблем, стоящих перед ФРС.

Что касается необходимости выполнения ФКСД особого рода «психологической» функции, суть которой состоит в предупреждении массового изъятия депозитов путем их страхования, то и она также вызывает определенные сомнения. Как мы уже отмечали, одной из первоначальных целей образования ФРС было предотвращение массовых изъятий депозитов. Нет никакой нужды вновь повторять ошибки, некогда уже совершенные во времена Великой Депрессии.

Глава 10

СОЗДАНИЕ ДЕПОЗИТОВ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМОЙ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Сравнить различные способы, которыми банк может увеличить депозиты.
- Объяснить, как ФРС может увеличивать общие резервы банковской системы путем покупки ценных бумаг у населения.
- Показать, как банковская система в целом может увеличить объем депозитов в степени, в несколько раз большей, чем любое увеличение резервов.
- Объяснить роль наличных денег, избыточных резервов и нечековых депозитов в процессе, называемом созданием денег.
- Обсудить изменение избыточных резервов с течением времени.

В главах 4—9 нами рассмотрена роль банков как финансовых посредников. В настоящей главе рассматривается функция банков как источника денег для экономики. В этой главе, которая завершает наше обсуждение функционирования банковской системы, основное внимание сосредоточено на процессе «создания» денег, или, проще, на производстве денег.

В прошлом одни лишь коммерческие банки могли «производить» $M1$, параметр-измеритель денежной массы, который и обсуждается в этой главе. Сейчас ссудо-сберегательные институты стали более похожи на коммерческие банки, так как и они предлагают вклады до востребования или чековые депозиты, главный компонент денежной массы $M1$, и после утверждения Закона о Контроле за Денежным Обращением 1980 года соблюдают те же резервные требования, что и коммерческие банки. Коммерческие банки продолжают выступать в роли держателей основной массы чековых депозитов, но, поскольку она расширяется, так как ссудо-сберегательные учреждения также оперируют этими депозитами, то и они участвуют в процессе производства денег на той же основе, что и коммерческие банки. Таким образом, когда речь идет о действиях банка в связи с производством денег, то вполне правомерно читать «банки и сберегательные учреждения» или «все депозитные институты».

ОТКУДА «ПРИХОДЯТ» ДЕПОЗИТЫ

В ходе рассмотрения коммерческих банков и сберегательных учреждений мы узнали, что их депозиты постоянно меняются. Сегодня банк получает депозиты, на следующий день он их снова теряет. Откуда же в действительности происходят эти депозиты? Наше изучение банковской функции производства денег мы начнем со сравнения четырех способов, которыми банк может получить депозиты.

Принятие депозита в виде чека

Наиболее общим способом, которым банк получает депозиты, является способ, когда клиент вкладывает чек, выписанный на другой банк. Предположим, клиент «Первого банка» вкладывает в него чек на 1000 долларов, выписанный на какой-то другой банк. Как мы видели в главе 5, чек клирингуется таким образом, что на кредите резервного счета «Первого банка» обозначается сумма 1000 долларов, и такое же количество обозначается на дебетс другого банка. Результат показан на Т-счете 10.1.

Т-счет 10.1.

«Первый банк»				«Второй банк»			
Активы		Пассивы и собственный капитал банка		Активы		Пассивы и собственный капитал банка	
Резервы	+\$1000	Депозиты	+\$1000	Резервы	—\$1000	Депозиты	—\$1000

Все банки

Активы		Пассивы и собственные капиталы банков	
Резервы — без изменений		Депозиты — без изменений	

Т-счет 10.2

«Первый банк»				«Второй банк»			
Активы		Пассивы и собственный капитал банка		Активы		Пассивы и собственный капитал банка	
Резервы	+\$1000	Депозиты	+\$1000	Резервы — без изменений		Депозиты — без изменений	

Все банки

Активы		Пассивы и собственные капиталы банков	
Резервы +\$1000		Депозиты +\$1000	

Отличительная черта этого процесса клирингования состоит в том, что в результате не изменяется ни общее количество депозитов, ни общее количество резервов банковской системы. Клиринг просто перемешает как депозиты, так и резервы из одного банка в другой.

Принятие депозита в виде наличности

Банк может получить депозиты вторым способом — путем вложения в него наличности. Предположим, что владелец небольшой пиццерии, расположенной по соседству от банка, вкладывает 1000 долларов, представляющих собой ежедневную выручку, в «Первый банк». Как мы уже видели в главе 5, вклад в виде наличных денег засчитывается как резервы, следовательно, такая сделка подействует на «Первый банк» точно так же, как и в том случае, когда клиент вкладывает чек. Однако на этот раз никакой другой банк не теряет резервы. Таким образом, вклад в виде наличных денег увеличивает совокупные резервы и общее количество депозитов всех банков, что и показано на Т-счете 10.2.

Выдача ссуд

Банк также может увеличить свои депозиты путем выдачи ссуды. Предположим, что некая фирма уведомила «Первый банк» о том, что она желает получить 10 000 долларов в соответствии с договоренностью о предоставлении кредита (по кредитной линии) для выплаты еженедельной зарплаты. «Первый банк» делает две новые записи в своих книгах. Первая запись делается на стороне активов, и в ней записывается ссуда фирме. Другая запись делается на стороне пассивов, где записывается факт кредитования фирмы с вклада до

востребования размером 10 000 долларов. Это приводит, как показано на Т-счете 10.3, как к увеличению общих размеров депозитов в «Первом банке», так и общих размеров депозитов всех банков. В данный момент совершенная операция никак не воздействует на другой банк. (Позже мы рассмотрим случай, когда фирма выплачивает зарплату своим рабочим, которые вкладывают чеки в другие банки).

Т-счет 10.3

«Первый банк»				«Второй банк»			
Активы		Пассивы и собственный капитал банка		Активы		Пассивы и собственный капитал банка	
Кредиты	+\$10 000	Депозиты	+\$10 000	Резервы — без изменений		Депозиты — без изменений	
Все банки							
Активы				Пассивы и собственные капиталы			
Резервы — без изменений				Депозиты +\$10 000			
Кредиты +\$10 000							

Кредиты (ссуды) и резервы. Заметим, что «Первый банк» поддерживает свой балансовый отчет в равновесии, создавая новые активы (ссуды или кредиты) таким образом, чтобы они уравнивались новыми пассивами (депозитами). Банк делает это без прямой записи на другие статьи активов. Однако другие активы, называемые банковскими резервными счетами, играют вполне реальную роль при производстве депозитов через ссуды. Закон требует от банка поддерживать резервы на определенном обязательном уровне по отношению к депозитам.

Т-счет 10.4

«Первый банк»				«Второй банк»			
Активы		Пассивы и собственный капитал банка		Активы		Пассивы и собственный капитал банка	
Резервы, из них:	\$20 000	Депозиты	\$20 000	Резервы	\$10 000	Депозиты	\$200 000
требуемые:	\$10 000						
избыточные:	\$10 000						

Банк может выдавать ссуду, создающую депозит, только тогда, когда он является держателем денежных средств, превышающих указанные резервные требования.

Рассмотрим для примера два банка в Т-счете 10.4. В этом примере мы предполагаем, что уровень обязательных резервов равен 5%, что весьма близко к действительной ставке по чековым депозитам коммерческих банков и сберегательных учреждений США. Этот Т-счет показывает, что «Первый банк» держит 200 000 долларов в виде депозитов и 20 000 долларов в виде резервов.

Однако 10 000 долларов составляют величину обязательных резервов; ос-

10.1. Из практики банковского дела

ИЗБЫТОЧНЫЕ РЕЗЕРВЫ И РЫНОК ФЕДЕРАЛЬНЫХ ФОНДОВ

В обычных примерах, приводимых в пособиях и руководствах, банк должен держать избыточные резервы для того, чтобы выдавать ссуды. В реальном мире, однако, дело обстоит несколько сложнее. Дело в том, что ФРС в действительности не требует от банков поддержания необходимого уровня обязательных резервов по отношению к общему объему депозитов в каждый конкретный момент времени отчасти потому, что рынок федеральных фондов позволяет банкам обмениваться фондами друг с другом в пределах своего округа.

На практике, вместо того, чтобы контролировать банковские резервы каждый день, ФРС делает это с двухнедельными интервалами. Для каждого двухнедельного периода, оканчивающегося в среду, каждый банк обязан содержать среднее количество резервов, соответствующее его среднему количеству депозитов — в двухнедельном периоде, оканчивающемся в предыдущий понедельник. Усреднение резервов, таким образом, означает, что банк вполне может производить ссуды, которые уменьшают его резервы ниже требуемой нормы, если у банка есть полная уверенность в том, что он сможет приобрести позже нужные ему обязательные резервы, которые и обеспечат требуемое резервное покрытие на протяжении отчетного двухнедельного периода. Банку, таким образом, отнюдь не нужно иметь избыточные резервы в своем распоряжении именно в тот день, в который он намерен выдавать ссуду.

Банк, который позволяет своим резервам временно спускаться ниже требуемого обязательного уровня в результате предоставления кредита, может восстановить их путем сделок на рынке федеральных фондов. Это делается одним из следующих двух способов.

Во-первых, банк может оперировать так называемыми продажами федеральных фондов — резервами, которые банк отдает в однодневную ссуду другим банкам, имея их в своих книгах в качестве вторичных резервов. Он может восста-

новить свои собственные резервы, просто не возобновляя ссуду на следующий день. Левая сторона балансового отчета банка будет, таким образом, показывать увеличение резервов и уменьшение в продаже федеральных фондов.

Во-вторых, банк может увеличить свои управляемые пассивы — покупки федеральных фондов — путем взятия в кредит резервных фондов на один день у других банков. Увеличение покупок федеральных фондов произведет соответствующий рост резервов на стороне активов балансового отчета.

Хотя рынок федеральных фондов даст возможность каждому отдельному банку выдавать ссуды, даже если он и не имеет избыточных резервов в данный момент, избыточные резервы, тем не менее, играют важную роль в способности банковской системы в целом расширять кредитную практику. Общее количество избыточных резервов в системе воздействует на величину процентной ставки, назначаемой по однодневным кредитам, то есть на ставку по федеральным фондам.

Если банковская система в целом будет обладать достаточным уровнем избыточных резервов, то многие банки будут энергично продавать федеральные фонды и лишь немногие из них будут искать возможность их приобрести. В этих условиях ставка по федеральным фондам будет падать. Зная это, даже индивидуальный банк, не имеющий избыточных резервов, будет чувствовать себя достаточно свободно, предоставляя ссуды, так как он может дешево приобрести обязательные резервы.

С другой стороны, если система в целом содержит ограниченное количество избыточных резервов, то лишь весьма небольшое количество банков будет энергично продавать федеральные фонды и многие из них будут упорно стараться купить их. Это будет поднимать ставку по федеральным фондам. Банки, нуждающиеся в избыточных резервах, будут весьма нерешительно предоставлять ссуды, опасаясь издержек, сопря-

женных с займами обязательных резервов на рынке федеральных фондов. Банки, которые действительно держат федеральные фонды, также не будут торопиться предоставлять кредиты, так как в противоположность первым они могут получить хорошую норму процентного дохода, продавая федеральные фонды.

В итоге, мы видим, что формула «нет избыточных резервов — нет ссуд» чрезмерно упрощает положение каждого отдельного банка. В реальном мире более точная формула звучит так: «высокая ставка по федеральным фондам — маленькое количество ссуд».

тальная сумма есть избыточные резервы. Именно из этих избыточных резервов банк и может безопасно для себя создать новые депозиты размером 10 000 долларов путем выдачи ссуды на эту сумму.

Банк обязан держать избыточные резервы в количестве, равном величине ссуд, которые он планирует выдать, так как он обязан быть готовым к тому, чтобы погасить чеки, выписанные на вновь созданные депозиты. Люди редко берут деньги в кредит под проценты и просто добавляют их к бездействующему остатку на вкладе. Как только заемщик у «Первого банка» производит выплаты с нового депозита, например, для заработной платы или для каких-либо еще целей, чек будет вложен или обменен на наличность в другом банке; другой банк представит чек для инкассации, и избыточные резервы «Первого банка» перейдут в новое место где-нибудь в банковской системе.

Приведенные для сравнения данные по «Второму банку», также показанные на Т-счете 10.4, говорят о том, что он не содержит избыточных резервов. Он полностью исчерпал свои кредитные возможности. Если он попытается создать новые депозиты размером в 10 000 долларов путем выдачи ссуды в 10 000 долларов, увидит, что его резервы будут полностью истощены, когда заемщик выпишет чек на полученную сумму кредитов.

На практике банк, не имеющий избыточных резервов, может осуществлять несколько более гибкую политику, чем показано в этом примере. Если он реально хочет произвести кредитование, может получить резервы, в которых нуждается, путем займа на рынке федеральных фондов у другого банка, который имеет избыточные резервы. (Эта роль рынка федеральных фондов объяснена во врезке 10.1 «Из практики банковского дела».) Однако основной принцип не меняется. Существование избыточных резервов остается необходимым условием для расширения депозитов путем производства кредитования. Рынок федеральных фондов просто позволяет банкам передавать избыточные резервы друг другу в своем кругу.

Расширение депозитов путем операций на открытом рынке

Банк может приобрести новые депозиты четвертым способом — путем операций на открытом рынке, проводимых Федеральной Резервной Системой. ФРС может купить ценные бумаги федерального правительства у населения (покупка на открытом рынке) или продать эти ценные бумаги населению (продажа на открытом рынке). Эти операции влияют как на общее количество депозитов, так и на общее количество резервов банковской системы.

Т-счет 10.5 показывает воздействие покупки на открытом рынке на сумму 100 000 долларов у частных дилеров. Это увеличивает активы ФРС на сумму 100 000 долларов. ФРС производит оплату ценных бумаг путем телеграфного

10.1. Перспективы

ДВА СПОСОБА ПОКУПКИ БАНАНОВ

Пусть однажды вам очень захотелось бананов. Ваш «портфель активов» не содержит бананов в данный момент, и вы намереваетесь их приобрести. Как вы помните, вы можете приобрести любой актив, включая и бананы, двумя способами.

Первый путь состоит в том, чтобы обменять бананы на другой актив. При этом подходе вы возьмете долларовую банкноту из своего кармана, отдадите ее клерку в гастрономическом магазине и выйдете оттуда с пучком бананов, как показано на Т-счете «А»

Т-счет «А»

«Вы»

Активы

Пассивы и собственный капитал

Наличность \$1

Без изменений

Бананы: 1 пучок

Увы, вы не нашли доллара в своем кармане. По счастливой случайности, вы можете приобрести актив в втором способом: путем выпуска пассива. При этом подходе вы подбираете долларовую банкноту, которую ваш товарищ по комнате оставил в кухонном шкафу, и заменяете ее выписанной от руки распиской (знаком) — «долговым обязательством на 1 доллар». Затем вы идете в магазин за вашими бананами. Т-счет «В» показывает конечный результат этой операции.

Таким образом, мы продемонстрировали, что ФРС не является единственным субъектом, кто может приобрести активы простым росчерком пера. Любой может так сделать. Вы также можете сделать это, когда выписываете долговое обязательство. Банк действительно делает так, когда он предо-

ставляет ссуду. Не может быть ничего проще.

Т-счет «В»

«Вы»

Активы

Пассивы и собственный капитал

Бананы: +1 пучок

Долговые обязательства: +\$1

Ваши возможности выпускать пассивы реально отличаются от возможностей ФРС только в одном отношении. Закон разрешает банкам владеть пассивами ФРС, используя их в качестве резервов, но вам не разрешают поступать так же с вашими пассивами. Однако простое изменение в законодательстве может разрешить эту проблему. Конгресс может просто внести такую поправку в Закон о Федеральных Резервах так, что банк сможет держать либо наличность, либо депозиты в ФРС, либо ваши долговые обязательства в качестве резервов.

Это изменение в законодательстве мгновенно превратит вас в некоего финансового супергероя. Вы сможете представлять ваши долговые обязательства непосредственно в супермаркет. Универмаг, зная, что его банк встретит ваше долговое обязательство с уважением, охотно его примет. Ваше долговое обязательство фактически будет законно обращаться на равных правах с банкнотами ФРС. Вы станетесь эмитентом, денежная база увеличится, а общая масса денег в стране растет.

Это — замечательный способ покупки бананов. Придя к этому заключению, вы подумаете, а почему, скажем, бананы, а не «БМВ»? Почему не ...?

перевода, переводя платежное поручение в тот банк, где дилер держит свой счет; в нашем случае пусть это будет «Первый банк». При этом оказывается, что: 1) ФРС кредитовала «Первый банк» резервными счетами на сумму 100 000 долларов; 2) «Первый банк» обязан кредитовать депозит до востребования

дилера такой же суммой. Созданные таким образом резервные депозиты попадают в банковских книгах как активы, а у ФРС — как пассивы.

Заметим, что 100 000 долларов в новых резервах, которые получает «Первый банк», не возникают на счет уменьшения резервов других банков. Эта сумма представляет собой приращение к общему количеству резервов банковской системы. 100 000 долларов, вновь переведенные на счет дилера, к тому же добавляются к общему количеству депозитов банковской системы.

Т-счет 10.5

ФРС		«Первый банк»	
Активы	Пассивы в собственный капитал	Активы	Пассивы в собственный капитал
Ценные бумаги + \$100 000	Резервные депозиты + \$100 000	Резервы + \$100 000	Депозиты + \$100 000
Другие банки		Все коммерческие банки	
Активы	Пассивы в собственный капитал	Активы	Пассивы в собственный капитал
Резервы без изменений	Депозиты без изменений	Резервы + \$100 000	Депозиты без изменений

Некоторым людям представляется таинственным (а, возможно, и скандальным) то обстоятельство, что ФРС может покупать ценные бумаги у населения, платя за них из пассивов, которые ФРС производит «из воздуха». Как можно избавиться от этого? Врезка «10.1 Перспективы» рассеивает все тайны и сомнения относительно того, чем занята ФРС. Банки, деловые фирмы и частные лица делают совершенно аналогичные вещи постоянно. Нетипичной единственной чертой ФРС является только то, что банк может содержать ее пассивы в качестве банковских резервов. Депозиты в других коммерческих банках и сберегательных учреждениях не могут служить им для этих целей.

Сравнение источников депозитов

Сейчас мы рассмотрели четыре возможных источника новых депозитов для банковской системы. Каждый отдельный банк обладает возможностью по своему балансовому отчету следить за ростом депозитов, поступающих из любого источника. Однако, с точки зрения экономики как единого целого, различные источники депозитов оказывают гораздо более разноплановые эффекты на банковскую систему, что и демонстрируют примеры с Т-счетами:

— когда банк увеличивает свои депозиты путем вклада в виде чека, выписанного на другой коммерческий банк, то общее количество депозитов в банковской системе не изменяется, а также не происходит изменения и в общем количестве резервов банковской системы;

— когда банк увеличивает свои депозиты путем вклада наличности, то увеличивается как общая сумма депозитов, так и общая сумма резервов банковской системы;

— когда банк увеличивает свои депозиты путем выдачи ссуд, то общая сумма депозитов банковской системы возрастает, а общая сумма резервов — нет. Увеличение резервов происходит только в том случае, если банковская система обладает избыточными резервами;

— когда банк увеличивает свои депозиты через операции ФРС на открытом рынке, то общее количество депозитов в банковской системе увеличивается, как и общее количество резервов банковской системы; эта ситуация аналогична случаю вклада в виде наличности.

Все сценарии расширения и сужения депозитов, далее обсуждаемые в этой главе, будут строиться на комбинации этих четырех типов сделок.

МУЛЬТИПЛИКАТИВНОЕ РАСШИРЕНИЕ БАНКОВСКИХ КРЕДИТОВ И ДЕПОЗИТОВ

Фундаментальное свойство банковской системы в целом заключается в том, что она может расширять депозиты путем многократного увеличения любых новых резервов, которые она получает, даже в том случае, когда индивидуальный банк не может путем предоставления ссуд расширить депозиты в количестве большем, чем избыточные резервы данного банка. Уменьшение в общем количестве банковских резервов приводит к тому, что мультипликативно сокращаются депозиты. Этот раздел главы объясняет мультипликативное расширение и сокращение депозитов.

Для освещения главных принципов в этом разделе главы сделаны определенные упрощения:

- только чековые депозиты отражаются в правой части балансового отчета банка;

- чековые депозиты являются единственной формой денег; мы полностью игнорируем наличные деньги;

- все депозиты должны отвечать единому требованию к резервам; уровень обязательных резервов равен 5%.

В дальнейшем мы ослабим эти ограничительные предложения.

Первый шаг: выдача ссуды

Процесс начинается, когда банк «А» получает депозит 1000 долларов в результате операций на открытом рынке. Это увеличит обязательные резервы банка на 50 долларов, а избыточные резервы банка на 950 долларов, как показано на Т-счете 10.6. Банк «А» в действительности не желает держать избыточные резервы, так как они не приносят процентного дохода. Банк немедленно рассматривает варианты для того, чтобы вложить фонды так, чтобы они работали.

В качестве одного из способов добиться этого банк может отдать 950 долларов в ссуду. Он кредитует это количество на счет заемщика, но фонды долго не останутся на этом счете. Заемщик выпишет чек на счет, и, когда чек инкассируется, 950 долларов покинут балансовый отчет банка «А». Заметим, однако, что (а это является ключевым моментом) банк «А» в действительности не утрачивает первоначальный вклад размером 1000 долларов, как не теряет он и 50 долларов обязательных резервов, которые поддерживают его. Банк теряет только депозит в 950 долларов,

созданный посредством предоставления ссуды, и соответствующие 950 долларов избыточных резервов.

Если банк «А» инвестирует свои избыточные резервы в ценные бумаги, а не в предоставление ссуды, то результат будет таким же. Банк «А» заплатит дилеру за купленные бумаги путем телеграфного перевода. ФРС кредитует резервный счет банка «А» на такую же сумму. Результат будет выглядеть также, как и при клиринге чека: банк «А» сохранит первоначальный депозит в 1000 долларов и соответствующие 50 долларов обязательных резервов, но потеряет избыточные резервы на сумму 950 долларов.

Т-счет 10.6

Банк «А»

Активы		Пассивы и собственный капитал
Резервы, + \$1000	Депозиты:	+ \$1000
из них:		
обязательные	+ \$50	
избыточные	+ \$950	

Т-счет 10.7

Банк «В»

Активы		Пассивы и собственный капитал
Резервы, + \$950	Депозиты:	+ \$950
из них:		
обязательные	+ \$47,50	
избыточные	+ \$902,50	

Начало мультипликативного расширения

Сейчас мы перенесем наше внимание на банк «В», который получил чек или телеграфный перевод, выписанный на банк «А», размером 950 долларов. Т-счет 10.7 демонстрирует воздействие этого на балансовый отчет банка «В». Его депозиты возрастают на 950 долларов. При требованиях к обязательным резервам, равным 5%, 47,50 доллара в виде резервов должны поддерживать такое возрастание депозитов. Оставшиеся 902,50 доллара являются избыточными резервами.

Таким же образом, как и банк «А», банк «В» быстро переведет избыточные резервы в приносящие процент активы путем выдачи ссуд или производства инвестиций. Если банк «В» поступит таким образом, то он потеряет 902,50 доллара в виде избыточных резервов, уступив их какому-нибудь следующему банку, но сохранит первоначальный депозит в 950 долларов и 47,50 доллара в виде обязательных резервов, которые поддерживают указанные депозиты.

В этот момент процесс мультипликативного расширения депозитов уже начался. Операции Федеральной Резервной Системы на открытом рынке дадут первоначальному дилеру ценных бумаг депозит 1000 долларов. Эта сумма остается в книгах банка «А». Но теперь книги банка «В» также отражают депозит размером в 950 долларов. Общая сумма депозитов банковской системы увеличилась на 950 долларов или в 1,95 раза от суммы операции на открытом рынке, и на этом процесс не прекращается.

Табл. 10.1. Мультипликативное расширение депозитов.

В таблице показаны первые десять циклов расширения депозитов и конечный результат для упрощенной банковской системы, основанный на первоначальной инъекции новых резервов на сумму 1000 долларов через операции на открытом рынке. Таблица предполагает наличие уровня обязательных резервов в 5%. Каждый банк, получающий депозит, обязан добавлять к своим обязательным резервам 5% от полученной суммы. Остаток становится избыточным резервом, который предстоит отдать в ссуду. Когда заемщик выписывает чек на сумму полученного кредита, то следующий по очереди банк получает депозиты. В конце концов с течением времени все избыточные резервы истощаются, а депозиты расширяются до 20 000 долларов.

Банк	Вложенная сумма (доллары)	Ссуды или инвестиции (доллары)	Сохранено в качестве резерва (доллары)*
Первый	1000,0	950,00	50,00
Второй	950,00	902,50	47,50
Третий	902,50	857,37	45,13
Четвертый	857,37	814,50	42,87
Пятый	814,50	773,77	40,73
Шестой	773,77	735,08	38,69
Седьмой	735,08	698,33	36,75
Восьмой	698,33	663,41	34,92
Девятый	663,41	630,24	33,17
Десятый	630,24	598,73	31,51
Всего для 10 банков:	8025,20	7623,93	401,27
Прочие банки:	11 947,80	11 376,07	598,73
Всего для всех банков:	20 000,00	19 000,00	1000,00

* Предполагается, что резервные требования равны 5% от депозитов.

Следующие циклы

Теперь пусть некий банк «С» получил депозит размером 902,50 доллара. Общая сумма новых депозитов доходит до 2852,50 доллара. Далее, банк «С» имеет 857,37 доллара в виде избыточных резервов (920,50 доллара минус 5% обязательных резервов). Ссуда или инвестиции переведут эту сумму (857,37 доллара) на депозит в банк «Д», увеличивая общую сумму депозитов до 3709,87 доллара.

Механизм воздействия модели прояснился. Табл. 10.1 суммирует результаты дальнейших циклов расширения. Каждый банк передает дальше сумму, равную 95% того, что он получает в виде депозитов, оставляя 5% в виде обязательных резервов. После десяти циклов депозиты возрастут до 8025,20 доллара. После гипотетически бесконечно большого числа циклов общее количество депозитов во всех банках возрастет до 20 000 долларов, в 20 раз превышая первоначальное количество депозитов, образовавшееся в результате операций на открытом рынке.

Мультипликатор «депозиты к резервам»

Последняя колонка табл. 10.1 дает различные варианты процесса расширения. Вместо роста депозитов в каждом цикле она отражает часть первоначальных 1.000 долларов в новых резервах, «используемых» в качестве обязательных резервов. Расширение продолжается до тех пор, пока все 1000 долларов новых резервов не будут использованы этим способом (в качестве обязательных резервов). Таким образом, отношение общего количества новых

депозитов к общему количеству новых резервов равно соответствующей норме обязательных резервов. В форме уравнения имеем:

$$\Delta D = \frac{\Delta R}{r} \quad (10.1)$$

В этом уравнении Δ символизирует «изменения в», D — чековые депозиты, R — резервы, r — уровень обязательных резервов. Это уравнение дает мультипликатор «депозиты-к-кредитам» для упрощенной экономической модели.

ФАКТОРЫ, ОГРАНИЧИВАЮЩИЕ РАСШИРЕНИЕ ЧЕКОВЫХ ДЕПОЗИТОВ

В действительности чековые депозиты расширяются с увеличением резервов намного меньше, чем предсказывает уравнение 10.1. Уравнение 10.1 предполагает только один тип депозитов. Рассмотрим теперь банковскую систему, которая содержит как чековые, так и срочные, и сберегательные депозиты. Это существенно изменяет наши предположения, так как параметр $M1$ включает чековые депозиты, но по определению не содержит сберегательных и срочных депозитов. К тому же резервы имеют и другие варианты использования, нежели обеспечение чековых депозитов; например, такие, как наличность, которую держат за пределами банков, избыточные резервы, а также обеспечение таких типов депозитов, как сберегательные и срочные, по которым наличие резервов является также обязательным. Увеличение любого альтернативного использования резервов уменьшит возможное мультипликативное расширение чековых депозитов. Рассмотрим возможное воздействие каждого фактора.

Отток наличности

Расширение банковских ссуд и депозитов ведет обычно к некоторому увеличению количества наличных денег, обращающихся за пределами банков. Когда ссуды и кредиты расширяются, некоторые лица, получившие чеки от заемщиков банка, обменивают их на наличность, а не вкладывают их. Кроме того, если рассматривать деловой займ, осуществленный с целью выплаты заработной платы, то очевидно, что многие занятые будут изымать именно наличные деньги при реализации полученных чеков.

Процентная доля общего количества сделок, финансируемых наличными деньгами, и тех, которые финансируются чеками, влияет на способы совершения платежей потребителями. Спрос на наличные деньги претерпевает большие сезонные колебания в течение года.

Отток наличности существенно понижает способность банков создавать депозиты. Вследствие того, что наличные деньги в форме кассовой наличности банка учитываются в качестве обязательных резервов, изъятие наличности из банка непосредственно сокращает его резервы. Формула расширения для чековых депозитов (D), принимая во внимание возможное расширение наличных денег, находящихся в обращении, имеет вид:

$$\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{r + c} \quad (10.2)$$

Переменная (C) в знаменателе уравнения 10.2 представляет собой про-

дентную долю добавочных чековых депозитов, которые население желает держать в виде наличности. При норме 39%, например, население желает держать в виде наличности 39 долларов на каждые дополнительные 100 долларов, которые они держат на чековых счетах. Если чековые депозиты расширяются на 100 долларов, то 39 долларов будут изъяты из резервов (кассовой наличности) коммерческих банков.

Заметим, что и числитель, и знаменатель уравнения 10.2 отличаются от числителя и знаменателя в уравнении 10.1. В уравнении 10.2 параметр C представляет собой наличность, находящуюся вне банка. Параметр R равен сумме кассовой наличности и резервов, вложенных в Федеральные Резервные банки. Числитель $R + C$ дает величину денежной базы. Денежная база состоит из общего количества денег в экономике, которые можно использовать в качестве банковских резервов. Наличность, находящуюся в обращении вне банка, нельзя использовать в качестве банковских резервов, но можно использовать в качестве денежной базы.

В уравнении 10.2 покупки ФРС, проводимые на открытом рынке, увеличивают, а продажи, производимые на открытом рынке, уменьшают величину денежной базы. Выбор, сделанный населением относительно того, хранить им наличность или депозиты, воздействует на пропорцию разделения денежной базы между ее двумя компонентами. Например, как раз перед Рождеством население обменивает на наличность большое количество чеков, повышая количество наличности, обращающейся вне банка (C) и понижая количество банковских резервов (R). Изъятие наличных денег не только истощает кассовую наличность банка, но и заставляет банк заказывать больше наличных денег в ФРС, уменьшая тем самым свои резервные депозиты.

Если уровень обязательных резервов в уравнении 10.2 составляет 5%, а отношение наличности к чековым депозитам составляет 39%, то покупки на открытом рынке размером 1000 долларов увеличат денежную базу до 1000 долларов и расширят депозиты до 2273 долларов.

$$2273 \text{ доллара} = \frac{1000 \text{ долларов}}{0,05 + 0,39}$$

Это гораздо меньше, чем расширение размером в 20 000 долларов, основанное на допущении, что оттока наличности нет. Из 1000-долларового увеличения величины денежной базы лишь 114 долларов — 5% увеличения чековых депозитов размером 2273 доллар — остается в качестве банковских резервов. Сумма оттока в наличность, которая находится на руках у населения, составляет 886 долларов — 39% увеличения чековых депозитов.

Избыточные резервы

Второй тип утечек из процесса создания чековых депозитов имеет место, когда расширяются избыточные резервы. Банки склоняются к тому, чтобы держать на постоянном уровне соотношение избыточных резервов к чековым депозитам. Эти избыточные резервы делают процесс инкассации чека более удобным; поэтому очевидно, что банки желают держать все большее количество избыточных резервов по мере того, как возрастает долларовая сумма инкассируемых чеков. После Второй мировой войны вместо увеличения произошло уменьшение общего количества избыточных резервов банков по отношению к их чековым депозитам. (Мы обсудим такое снижение в последней части этой главы.) Однако на краткосрочных временных интервалах ожидается, что банки будут продолжать держать большее количество избыточных резервов

в тех случаях, когда их чековые депозиты расширяются. Это приводит к сокращению резервов, пригодных для расширения банковских кредитов, инвестиций и депозитов. Используя символ (e) для обозначения процентной доли тех чековых депозитов, которые банки желают держать в качестве своих избыточных резервов, получим уравнение расширения чековых депозитов:

$$\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{r + c + e} \quad (10.3)$$

Если банк поддерживает отношение избыточных резервов к чековым депозитам на уровне 1% (то есть желает держать 1 доллар дополнительных избыточных резервов в расчете на каждые 100 долларов дополнительных чековых депозитов), то расширение общего количества чековых депозитов в результате операции на открытом рынке на сумму в 1000 долларов доведет общую сумму прироста чековых депозитов до 2222 долларов:

$$2222 \text{ доллара} = \frac{1000 \text{ долларов}}{0,05 + 0,39 + 0,01}$$

Резервы, обеспечивающие неличные
срочные вклады на срок
и обязательства по евровалюте

Расширение чековых депозитов обычно стимулирует увеличение в объеме как сберегательных, так и срочных депозитов, обслуживание которых требует резервов. Это обстоятельство, в свою очередь, ослабляет эффект мультипликативного расширения как чековых депозитов, так и банковского кредита. Неличные срочные депозиты со сроком погашения менее 1,5, а также пассивы в форме евровалют требуют наличия обязательных резервов, хотя это требование не распространяется на другие типы сберегательных и срочных депозитов или другие типы кредитов. Когда происходит увеличение предложения денежной массы, некоторые вкладчики предпочитают владеть именно такими типами вкладов, а не увеличивать остатки на своих чековых депозитах, так как по срочным и сберегательным вкладам выплачивается более высокий процент.

Пусть t представляет собой желаемое отношение совокупности срочных и сберегательных депозитов, которые требуют наличия обязательных резервов, к чековым депозитам. Также пусть g' — требования к уровню обязательных резервов для этих сберегательных и срочных депозитов. Уравнение для расширения чековых депозитов примет вид:

$$\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{(r + c + e) + g't} \quad (10.4)$$

В 1986 году к срочным и сберегательным депозитам применялось 3% обязательное резервное покрытие. Если отношение совокупности тех сберегательных и срочных депозитов, для которых требуются обязательные резервы, к чековым депозитам составляет в этот момент 100%, то, согласно оценке, общее расширение чековых депозитов, являющееся результатом операции на открытом рынке на сумму 1000 долларов, равно 2083 доллара:

$$2083 \text{ доллара} = \frac{1000 \text{ долларов}}{0,05 + 0,39 + 0,01 + (0,03)(1,00)}$$



Рис. 10.1 Мультипликатор M1, 1976—1986 гг.

График показывает колебания мультипликатора M1 на протяжении последнего десятилетия. Колебания в величине денежного мультипликатора связаны с колебаниями в массе наличных денег, находящихся на руках у населения, а также в размерах нечековых депозитов; важны также колебания избыточных резервов, находящихся в руках банков. Тот факт, что денежный мультипликатор в действительности не очень сильно колеблется от года к году, означает, что ФРС путем осуществления регулирующих мероприятий над величиной денежной массы вполне в состоянии реализовывать довольно жесткий контроль над общим количеством денег, находящихся в обращении.

Источник: Research Department, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Расширение чековых депозитов по сравнению с расширением совокупных депозитов банковской системы

Рост отношения совокупности сберегательных и срочных депозитов, требующих наличия обязательных резервов, к сумме чековых депозитов препятствует расширению чековых депозитов. Однако как увеличение совокупных депозитов банковской системы (чековых плюс сберегательные и срочные), так и увеличение общих кредитов и инвестиций банков будут возрастать в одинаковой пропорции с ростом указанного отношения. Это происходит потому, что по сберегательным и срочным депозитам должен поддерживаться уровень обязательных резервов, равный 3%, в то время как по чековым депозитам он держится на уровне, близком к 5%. Например, в уравнении 10.4 при заданном приросте денежной базы ($\Delta R + \Delta C$), равном 1000 долларов, и при допущении, что прирост сберегательных и срочных депозитов по отношению к допустимым обязательным резервам, в точности равен приросту чековых депозитов, величина прироста чековых депозитов оказывается равной 2083 доллара, величина прироста сберегательных срочных депозитов составляет 2083 доллара, а величина прироста совокупных депозитов равна 4166 долларов (2083 доллара плюс 2083 доллара). Если предположить, что отношение сово-

купности сберегательных и срочных депозитов, для которых наличие резервов обязательно, к чековым депозитам равно 200%, то знаменатель в уравнении будет равен 0,51, а не 0,48 $(0,05 + 0,39 + 0,01 + (0,03)/(2,00))$ вместо $(0,05 + 0,39 + 0,01 + (0,03))/(1,00)$. В результате произойдет расширение чековых депозитов в меньшей степени: на 1961 доллар $(1000 \text{ долларов}/0,51)$; увеличение количества сберегательных и срочных депозитов произойдет на величину, в два раза большую, чем эта сумма, то есть будет равно 3933 долларам; общее количество депозитов возрастет на 5883 доллара $(1961 \text{ доллар} + 3922 \text{ доллара})$. Вместе с большим увеличением общего количества депозитов банковские кредиты также будут расширяться более стремительно.

Мультипликатор параметра M1

Уравнение 10.4 описывает мультипликатор чековых депозитов. Преобразуя его, мы можем получить мультипликатор для параметра M1. В нашем примере чековые депозиты ΔD расширяются на 2083 доллара. Наличность, находящаяся в обращении за пределами банка, которую мы добавляем к чековым депозитам для того, чтобы вычислить M1, увеличивается до 812 долларов (39% от расширения чековых депозитов). Таким образом, M1 расширяется на 2895 долларов. Отношение увеличения M1 к увеличению денежной базы $(\Delta M1/(\Delta R + C))$ называется мультипликатором M1, или нормой расширения. В этом примере темп расширения равен 2,89. Увеличение в денежной базе рассчитывается для управления регулирования процессом мультипликативного расширения только на один месяц.¹

На рис. 10.1 показано, что в период с 1976 по 1986 год величина мультипликатора M1 для США колебалась между 2,54 и 2,86. В процессе расчета мультипликатора M1 в знаменатель коэффициента мы поместили так называемую величину скорректированной денежной базы вместо нескорректированной². Скорректированная денежная база — величина денежной базы, пересчитанная исходя из предположения о постоянстве требований к обязательным резервам. Сокращение нормы обязательных резервов, очевидно, увеличивает величину скорректированной денежной базы; увеличение нормы резервов уменьшает скорректированную денежную базу.

Изменение величины мультипликатора M1, представленное на рис. 10.1, является особенно важным, поскольку оно показывает, являются ли изменения в M1 результатом проведения определенной кредитно-денежной политики ФРС или же результатом обстоятельств, на которые ФРС повлиять не в силах. Весьма небольшие изменения в величине мультипликатора M1 в течение одного года указывают на то, что эти изменения в M1 явились преимущественно результатом кредитно-денежной политики. С другой стороны, большие по величине изменения мультипликатора M1 показывают, что они вызваны действием тех факторов, над которыми ФРС практически не имеет контроля: речь идет о коэффициенте, показывающем отношение наличности к чековым депозитам населения и о коэффициенте, показывающем отношение избыточных резервов к чековым депозитам банков.

¹ «Elements of Timing, and Response in the Balance Sheet of Banking, 1953—1955», Journal of Finance 12 (May 1957), pp. 238—255.

² Расчет мультипликатора M1 основывается на уравнении 10.4, в котором знаменатель коэффициента является нескорректированным. — *прим. автора.*

ПОВЕДЕНИЕ ИЗБЫТОЧНЫХ РЕЗЕРВОВ

Влияние денежно-кредитной политики на величину предложения денег и кредита зависит от того, держат ли коммерческие банки дополнительные резервы в качестве избыточных или, напротив, используют их для расширения кредитов и депозитов. Если дополнительные резервы аккумулируются в качестве избыточных резервов, то экспансионистская кредитно-денежная политика не предполагает увеличения предложения денег или осуществления дополнительных мер по стимулированию экономики.

Избыточные резервы в последние годы

В табл. 10.2 приведены данные об общем количестве резервов, количестве обязательных резервов и количестве избыточных резервов всех депозитных институтов США за период с 1965 года по 1986 год. Поскольку Федеральные Резервные банки увеличивали общее количество резервов, то коммерческие банки расширяли свои кредиты, инвестиции и депозиты, увеличивая таким образом и величины обязательных резервов. Процесс накопления избыточных резервов вследствие несогласия банков осуществлять их инвестирование не представляет собой особой проблемы в течение всего периода после второй мировой войны.

Данные табл. 10.2 показывают, что с 1965 по 1977 год избыточные резервы коммерческих банков США уменьшались, несмотря на произошедшее увеличение общего количества резервов. Это уменьшение спроса на избыточные резервы произошло отчасти из-за расширения рынка федеральных фондов и других источников получения займов. Как отмечено во врезке «10.1. Из практики банковского дела», потребность в хранении избыточных резервов уменьшилась потому, что получение резервов в кредит упростилось. Рост ставки процента в период с 1965 по 1981 год также содействовал падению спроса на избыточные резервы. Высокая ставка процента побуждала банки осуществлять продажу федеральных фондов (отдавать в кредит избыточные резервы, которые они держат в Федеральном Резервном банке) и инвестировать их в другие краткосрочные ценные бумаги, а не хранить избыточные резервы, которые вообще не приносят процента. Рост размеров банков, возможно, также содействовал уменьшению величины избыточных резервов. Крупные банки обычно содержат меньшую долю средств избыточных резервов по отношению к общему количеству резервов, чем мелкие банки.

В 1968 году изменение в содержании «Инструкции Д», произведенное ФРС и затрагивающее калькуляцию требований к обязательным резервам, позволило банкам сократить размеры своих избыточных резервов. Начиная с этого года, каждый банк самостоятельно рассчитывал свои обязательные резервы на текущую неделю, исходя из среднего объема депозитов, которые банк держал двумя неделями раньше. Для того, чтобы скалькулировать действительные резервы, банк брал за основу величину кассовой наличности, которую он держал две недели тому назад, вкуче со средними балансовыми остатками в Федеральном Резервном банке, приходящимися на текущую неделю. В дополнение банки имели право переносить на следующую «резервную неделю» избыток или дефицит обязательных резервов в размере до 2% от величины обязательных резервов. Ввиду того, что банкам была облегчена процедура определения обязательных резервов, эти ин-

струкции помогли осуществлять экономию на содержании избыточных резервов.

Рис. 10.2. Общие обязательные и избыточные резервы депозитных институтов США, 1965—1986 гг. (в млрд. долларов)

В таблице показано изменение избыточных резервов относительно общего количества резервов за период с 1965 по 1986 год. С 1965 по 1977 год величина избыточных резервов сокращалась, несмотря на рост общего количества резервов. Это отражало увеличение процентных ставок, которое привело к росту альтернативной стоимости содержания избыточных резервов. С 1982 года избыточные резервы возрастали отчасти потому, что упала норма процента, а отчасти вследствие изменений правил ФРС, касающихся методики подсчета резервов.

Данные на декабрь	Общие резервы	Обязательные резервы	Избыточные резервы	Доля избыточных резервов в общих резервах, %
1965	15,840	15,417	0,423	2,7
1966	15,835	15,496	0,339	2,1
1967	17,237	16,862	0,375	2,2
1968	18,136	17,710	0,426	2,3
1969	18,421	18,135	0,286	1,6
1970	19,309	19,060	0,249	1,3
1971	20,547	20,365	0,182	0,9
1972	22,614	22,331	0,283	1,3
1973	23,624	23,321	0,303	1,3
1974	24,858	24,599	0,259	1,0
1975	24,996	24,730	0,266	1,1
1976	25,544	25,270	0,274	1,1
1977	26,574	26,385	0,189	0,7
1978	27,854	27,622	0,232	0,8
1979	29,146	28,704	0,442	1,5
1980	30,990	30,476	0,514	1,7
1981	32,187	31,868	0,319	1,0
1982	34,413	33,913	0,500	1,5
1983	36,155	35,594	0,561	1,6
1984	39,509	38,657	0,852	2,2
1985	45,612	44,554	1,058	2,3
1986	55,647	54,270	1,377	2,5

Источник: *Economic Report of the President*, January 1987, p. 322.

Увеличение избыточных резервов в 1980 году отразило влияние Закона о Контроле за Денежным обращением 1980 года. Этот Закон распространил резервные требования ФРС на все депозитные институты и сократил обязательное отношение резервов к депозитам. В течение довольно продолжительного периода времени многие банки, не являющиеся членами ФРС, а также сберегательные институты открыли счета в Федеральных Резервных банках. Большинство этих счетов используются исключительно для чековых клиринговых расчетов. У некоторых банков размер вкладов, необходимых для клирингования чеков, превосходит величину их обязательных резервов, поскольку была сокращена величина обязательного соотношения резервов и депозитов. Кроме того, в течение 1980 годов произошло падение нормы ссудного процента, что снизило величину аль-

тернативной стоимости (или, что то же — определяемых вмененных издержек — *прим. пер.*) содержания избыточных резервов и содействовало увеличению суммы избыточных резервов.

Избыточные резервы во времена Великой Депрессии

Хотя избыточные резервы и не являлись основной проблемой в течение последнего времени, именно таковыми они были в 30-е годы. Во время Великой Депрессии избыточные резервы банков резко возрастали по сравнению с уровнем, который был характерен для 20-х годов. В декабре 1931 года банки содержали на 60 млн. долларов избыточных резервов. Эта сумма возросла до \$26 млн. долларов в течение следующего года. После некоторых колебаний сумма избыточных резервов возросла до уровня более 6,5 млрд. долларов на конец 1940 годов. Этот опыт служит основанием для сомнений в том, что расширение банковских резервов будет обязательно производить мультипликативное расширение банковских кредитов (или инвестиций) и депозитов. Если бы банки не накапливали избыточные резервы в 1930 годы, то банковские кредиты и депозиты расширились бы намного больше, что способствовало бы гораздо более энергичному оживлению экономики в период с 1933 по 1940 год.

Большая часть увеличения банковских резервов за период с 1933 по 1940 год приняла форму большого притока золота. Как будет далее объяснено нами в главе 13, покупки золота Казначейством США увеличивали резервы банков-членов ФРС. Приток золота был результатом увеличения Казначейством цены на золото, начавшегося с 1934 год, когда цена выросла с 20,67 доллара до 35 долларов за тройскую унцию. Нестабильная политическая ситуация в Европе также стимулировала приток капитала из Старого Света.

Первоначально существовало мнение, согласно которому банки содержали свои дополнительные резервы в 1930 годах вследствие того, что ограниченный спрос на кредиты, который был результатом Депрессии, явно не поспевал за ростом предложения денежных средств. Сейчас это объяснение представляется некорректным. В 1936 и 1937 годах, когда ФРС повысила резервные требования для банков-членов ФРС для того, чтобы поглотить «ненужные» избыточные резервы, банки ответили на это продажей ценных бумаг, которая производилась для того, чтобы поддержать и сохранить свои избыточные резервы. В это время произошло падение цен на ценные бумаги, вырос доход по государственным ценным бумагам, а рост предложения денег сперва замедлился, а потом сократился, вслед за чем и последовал спад 1937—1938 годов.

В 30-х годах банки вполне могли держать непропорционально большое количество избыточных резервов, что объяснялось исключительно низкой величиной номинальной ставки процента. Дело в том, что процентный доход по облигациям корпораций кодировки «Ааа», например, упал с 4% в 1934 году до 2,84% в 1940 году. Краткосрочные инвестиции приносили доход менее 1%. Учитывая эти обстоятельства, банки накапливали избыточные резервы, поскольку низкая норма процентного дохода тождественна высоким ценам на ценные бумаги. Банки не проявляли желания инвестировать средства в ценные бумаги, так как предполагали, что их цена в дальнейшем будет падать. Однако и это объяснение также вызывает некие сомнения. Изучив опыт США и Канады пришли к выводу, что хотя ставка процента в Канаде

снижалась так же, как и в США, банки в Канаде не накапливали большого количества избыточных резервов.

Другое объяснение большого количества избыточных банковских резервов в тридцатые годы интерпретирует эти резервы как своего рода результат массового изъятия денежных средств из банков, а также как результат банкротств, которые угрожали банкам во времена Великой Депрессии. Учитывая опыт этих лет, банки США, вероятно, желали быть исключительно ликвидными и поэтому держали для этих целей избыточные резервы. Например, банки Канады не содержали крупные избыточные резервы в те же тридцатые годы, так как они не пережили волну банковских банкротств и изъятий вкладов, которые потрясли банковскую систему США в эти годы.

)

Часть III
ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА



Глава 11

СТРУКТУРА ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Рассказать об истоках и происхождении Федеральной Резервной Системы.
- Интерпретировать различные экономические роли Совета Управляющих ФРС, двенадцати Федеральных Резервных банков и банков-членов ФРС.
- Объяснить функции Федерального Комитета Открытого Рынка (ценных бумаг) в экономической системе США.
- Обсудить значение независимости Федеральной Резервной Системы.
- Объяснить суть каждой позиции активов, пассивов и счетов движения капитальных средств в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков.

Тема, рассматриваемая в настоящей главе (равно как и в двух последующих), — это организация и функционирование Федеральной Резервной Системы (ФРС) в экономической системе США. Федеральная Резервная система по своей сути эквивалентна центральным эмиссионным банкам других стран, однако ее организация отражает дух и букву федеральной политической системы, характерной для любых проявлений общественно-экономической жизни США.

В предыдущих главах этой книги определенные аспекты деятельности ФРС уже освещались. В главе 10 рассматривались средства и методы, при помощи которых ФРС способна увеличивать общие резервы банковской системы, приобретая ценные бумаги федерального правительства США на открытом рынке ценных бумаг. В главе 9 описывались обстоятельства, сопутствующие банковским кризисам (*bank panic*), и та поддержка, которую, в условиях потери уверенности вкладчиков в прочности банков и оттока из них наличных денег, оказывают коммерческим банкам Федеральные Резервные банки.

Сегодня в качестве своей основной функции Федеральная Резервная Система формирует и претворяет в жизнь денежно-кредитную политику, то есть регулирует рост депозитов и кредитов коммерческих банков и ссудо-сберегательных институтов. Контроль над денежно-кредитными отношениями дает федеральному правительству США мощный рычаг управления экономической активностью и уровнем цен. Кроме того, спектр административной и контрольной деятельности ФРС на этом не замыкается. Он весьма широк — от действия в качестве налогового-бюджетного (фискального) агента Государственного Казначейства и управления банковскими холдинг-компаниями до осуществления клиринга чеков и обеспечения необходимого количества наличных денег.

В настоящей главе наше внимание будет сосредоточено на истории становления ФРС, описании ее административных органов и балансовой отчетности двенадцати Федеральных Резервных банков, собственно составляющих Федеральную Систему.

ИСТОРИЯ СТАНОВЛЕНИЯ И РАЗВИТИЯ ФРС

Конгресс США как высший законодательный орган страны принял Закон о Федеральной Резервной Системе (некоторые отечественные источники называют его Федеральным Резервным Актом — *прим. пер.*), знаменующий начало ее деятельности 1913 годом. Заинтересованность банковской системы США в учреждении центрального банка страны заметно возросла после банковского кризиса 1907 года. В это время несколько больших финансовых институтов были близки к банкротству и закрытию вследствие того, что банки в этот период испытывали существенные трудности в удовлетворении спроса вкладчиков, изымавших свои вклады и обращавших их в наличные деньги. Кроме того, небольшие банки в сельскохозяйственных районах страны в это

время стремились получить от своих банков-корреспондентов в крупных городах значительные средства в наличных деньгах. Во время банковского кризиса сберегательные банки обычно требовали предварительные заявки на изъятие банковского вклада, а многие банки как в Нью-Йорке, так и по всей стране искусственно ограничивали обращение вкладов в наличные деньги. В тот период в течение нескольких месяцев наличные деньги продавались выше их номинала, что принесло экономической системе дополнительные и серьезные трудности.

В 1908 году Конгресс США принял так называемый закон Олдрича-Риланда (Aldrich-Vreeland Act), в своей сути потребовавший учреждения Национальной комиссии по денежному обращению, в функции которой вменялась разработка проекта организации центрального эмиссионного банка страны. Назначенная комиссия, состоявшая из 9 сенаторов и 9 членов Палаты Представителей, провела ряд слушаний, посвященных исследуемому вопросу, а также организовала обширные специальные исследования существа банковского дела как в США, так и в зарубежных странах. Материалы этих исследований оказались настолько всеобъемлющи, что итоговый отчет этой комиссии состоял из 23 увесистых томов. В 1913 году Президент США Вудро Вильсон, несмотря на некоторую оппозицию идее учреждения центрального эмиссионного банка в США, ввел в финансово-экономическую практику США такой финансовый институт, как Федеральная Резервная Система.

В начале своей деятельности основная цель Федеральной Резервной Системы состояла в помощи банкам в период банковских кризисов и биржевых лихорадок (частично эти мероприятия отражены в главе 9). Далее было установлено, что в описываемый период времени не существовало полностью удовлетворительных механизмов, обеспечивающих потребность банков в необходимом уровне ликвидности. Первоначально контроль за величиной банковского кредита, предложением денег и нормами процента не входил в компетенцию ФРС. В эту эпоху в финансово-экономических отношениях США господствовал золотой стандарт¹, и было принято считать, что количество золота, хранящееся в недрах банковской системы США, является механизмом, регулирующим количество денег, находящееся в обращении, и банковский кредит. Отцы-основатели ФРС в своих мечтах представляли центральный эмиссионный банк, который был бы способен обеспечивать эластичное предложение наличных денег и средств дисконтирования для коммерческих банков. Исходное положение, лежащее в фундаменте организации Федеральной Резервной Системы, основывалось на некой кооперативной системе, в которой федеральное правительство США, банковская система, бизнесмены, предприниматели и рядовые потребители сотрудничали бы равноправно. Мысль о том, чтобы передать бразды правления финансово-экономической жизнью страны в руки федерального правительства, появилась несколько позже.

Первоначально Законом о Федеральной Резервной Системе 1913 года детальная разработка взаимоотношений между двенадцатью Федеральными Резервными банками и Федеральным Резервным советом (переименованным в 1935 году в Совет Управляющих Федеральной Резервной Системы) не предусматривалась. С 1914 по 1922 год официальные представители двенадцати Федеральных Резервных банков периодически проводили консультационные встречи и совещания, на которых разрабатывались направления развития денежно-кредитной политики и принимались соответствующие решения. В те далекие годы становления Федеральной Резервной Системы ряд общественно-политических факто-

¹ Подробно этот вопрос изложен в главе 22. — прим. ред.

ров позволил Федеральным Резервным банкам удержать главенствующую роль в этой организации: весьма популярное в первой четверти двадцатого века противодействие контролю и управлению страной из единого центра, изоляция Вашингтона (т. е. федерального правительства — *прим. пер.*) от важнейших финансовых рынков США, а также сама фигура Бенджамина Стронга — управляющего делами Федерального Резервного банка Нью-Йорка, сохранявшего несомненное лидерство в ФРС. До 30-х годов непрерывный конфликт и конфронтация постоянно ухудшали отношения между Федеральными Резервными Советом в Вашингтоне, округ Колумбия, и двенадцатью Федеральными Резервными банками. Затем Совет Управляющих ФРС постепенно стал решающей и наиболее авторитетной структурой в этой организации.

ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ

Федеральная Резервная Система состоит из рабочих органов трех уровней — Совет Управляющих ФРС; двенадцать Федеральных Резервных банков; приблизительно 6000 банков-членов ФРС. Кроме того, в ФРС входят как составная часть два комитета: Федеральный Комитет Открытого Рынка (ФКОР) и Федеральный Консультационный Совет. В настоящем разделе мы подробно рассмотрим каждый из компонентов этой структуры.

Совет Управляющих ФРС

Совет Управляющих ФРС состоит из семи постоянных членов, назначаемых Президентом США с одобрения Сената. Обеспечивается равное представительство членов Совета Управляющих от различных округов ФРС. Каждый гражданин США, занимающий пост в Совете Управляющих ФРС, может исполнять свои обязанности полный срок, составляющий 14 лет и не превышающий эту цифру, однако имеет право подать в отставку ранее, доработав текущий двух-летний семестр (*term*), либо несколько продлить свое пребывание в должности за счет «дополнительных» семестров. Семь членов Совета Управляющих — это единственные официальные лица ФРС, назначаемые и утверждаемые в должности Президентом США. Кроме того, влияние Президента США на эти вопросы несколько ограничено: в случае, если члены Совета Управляющих исчерпали сроки своего пребывания в этом органе (за исключением случаев смерти либо отставки кого-либо из них), Президент может назначить лишь двух новых членов Совета за свой четырехлетний срок пребывания у власти. Однако на практике отставки членов Совета Управляющих ФРС не столь уж редки. Дж. Картеру за первые три года своего президентства пришлось назначить четырех новых членов Совета Управляющих, а Р. Рейган, правда проведший в Белом Доме два срока, заменил шестерых из этой «великолепной семерки».

Совет Управляющих ФРС возглавляет председатель и его заместитель (вице-председатель). Президент США утверждает кандидатов на эти посты на четырехлетний срок. Своеобразный рекорд принадлежит здесь председателю совета Управляющих ФРС Вильяму Мартину, который исполнял эти обязанности с 1951 по 1970 год (!), отработав полный 14-летний срок и еще несколько семестров и утверждавшийся в этой должности Президентами США Труменом, Эйзенхауэром, Кеннеди и Джонсоном. Лишь в январе 1970 года Президент США Ричард Никсон назначил на его место Артура Бернса, чья кандидатура на этот пост не устроила Президента Картера, Артура Бернса сменил Вильям Миллер; в 1979 году В. Миллер занял пост секретаря Государственного Каз-

начейства США¹, а его заменил Пол Уолкер. С августа 1987 года пост председателя Совета Управляющих ФРС занимает Алан Гринспен.

Управляющие и члены советов директоров независимых государственных агентств, таких, например, как Комитет по Межштатному транспорту и торговле или Федеральная торговая комиссия, формируются из представителей обеих политических партий (подразумевается Республиканская и Демократическая партии — *прим. пер.*). Таких ограничений в Совете Управляющих ФРС нет, и, вследствие этого, политические пристрастия либо антипатии членов этого органа могут сильно влиять на выбор между непопулярной в массах жесткой денежно-кредитной политикой, сколь необходимой она бы ни была, и гибкой политикой в сфере денежного обращения, что всегда вызывает симпатию. Существует вероятность того, что члены Совета Управляющих ФРС могут сознательно и в ущерб экономическим интересам страны уклоняться от проведения жестких денежно-кредитных мероприятий, если это способно сильно повредить репутации и популярности их политических единомышленников и товарищей по партии.

Члены Совета Управляющих ФРС в своей деятельности опираются на очень значительный штат сотрудников — экономистов, юристов, инспекторов и администраторов. Два департамента Совета Управляющих поглощены исследованием лишь только процессов развития финансовых отношений в США и за рубежом; материалы этих работ, а также последние статистические данные, затрагивающие финансово-кредитные сферы, публикуются в ежемесячном периодическом издании «Федеральный Резервный Бюллетень».

Только Совет Управляющих Федеральной Резервной Системы обладает необходимыми полномочиями для установления уровня обязательных резервов депозитных учреждений, а также, как мы вскоре объясним, разделяет с Федеральными Резервными банками всю полноту ответственности по проведению операций на открытом рынке ценных бумаг и определению наиболее приемлемых банковских учетных ставок.

За последние годы Совет Управляющих ФРС расширил масштабы своей деятельности по регулированию денежно-кредитных отношений в США за счет принятия таких законов, посвященных финансовой деятельности, как Закон о предоставлении достоверной информации в кредитовании, Закон о правильном погашении кредита и Закон о реинвестировании. Ранее они были рассмотрены в главе 6. Хотя контроль за нормами процента, распространяющимися на сбережения и срочные депозиты, все годы существования ФРС входил в прерогативу Совета Управляющих, знаменитый Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 года избавил Совет Управляющих от выполнения большинства контрольных функций в этой сфере. Другой аспект контрольной деятельности Совета Управляющих ФРС — наблюдение за пределами требованиями по выдаче ссуд для приобретения ценных бумаг — в последнее время также утратил свою актуальность. В 1985 году Совет Управляющих ФРС рекомендовал Конгрессу США отменить подобный тип надзора за финансовой сферой.

Федеральные Резервные банки

Федеральные Резервные банки имеют в общей сложности 24 филиала в важнейших промышленных и деловых центрах США. ФРС по сравнению с центральными эмиссионными банками других стран сильно децентрализована, что отражает сильнейшее противодействие любой концентрации эко-

¹ Министра финансов, согласно принятому в России табелю о рангах. — *прим. пер.*

номической власти в едином центре в то время, когда закладывались основы Федеральной Резервной Системы. Кстати, заметим, что даже сам термин «центральный банк» ни разу не фигурирует в первоначальном тексте Закона о Федеральной Резервной Системе.

Роль и значение Федеральных Резервных банков. Каждый отдельно взятый Федеральный Резервный банк сам по себе играет важную роль в проведении и воплощении в жизнь определенной денежно-кредитной политики, несмотря на то, что руководство этими процессами в целом принадлежит Совету Управляющих ФРС. Во-первых, будучи членами Федерального Комитета Открытого Рынка, пять из двенадцати президентов Федеральных Резервных банков принимают самое активное участие в разработке и определении задач и тактических целей денежно-кредитной политики¹. Во-вторых, Совет директоров Федеральных Резервных банков намечает и вырабатывает определенный на конкретный момент уровень банковских учетных ставок — один из основных параметров экономической системы, который представляется на рассмотрение и утверждение совета Управляющих ФРС.

Кроме того, Федеральные Резервные банки сделали важный вклад в разработку концепций денежно-кредитных отношений, регулирующих деятельность Федерального Комитета Открытого Рынка. Большинство Резервных банков публикуют статьи и ежесменные отчеты по текущим проблемам финансово-экономической жизни, причем ряд этих работ получает весьма широкое распространение. Участие всех федеральных банков в разработке основных направлений денежно-кредитной политики обеспечивает равное представительство в решении этих вопросов от различных округов, а также поставляет в Совет Управляющих ФРС разнообразную информацию с мест, которая в ином случае вряд ли была бы доступна такому централизованному органу, как Совет Управляющих ФРС. Например, в конце шестидесятых—начале семидесятых годов Федеральный Резервный банк Сент-Луиса сыграл важную роль, оказав соответствующее влияние на всю Федеральную Резервную Систему, и способствовал тем самым переходу от гибкой денежно-кредитной политики к более жесткой. В конце семидесятых годов Федеральный Резервный банк Миннеаполиса сумел своими действиями убедить заинтересованный круг лиц в ФРС обратить повышенное внимание на значение и влияние эффектов ожидания в финансово-экономических сферах определенной денежно-кредитной политики, проводимой Федеральной Резервной Системой. В 1980—1982 годах экономическая модель денежного рынка, разработанная в Федеральном Резервном банке Сан-Франциско, внесла существенный вклад в понимание всей Федеральной Резервной Системой значения отклонения величины параметра $M1$ на краткосрочных временных интервалах от пределов роста, рассматриваемых в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики.

Федеральные Резервные банки оказывают решающее влияние на управление всей банковской сферой США. Эти функции включают в себя контроль и инспекцию деятельности 1000 банков-членов ФРС, 6000 банковских холдинговых компаний, корпораций, чья деятельность подпадала под юрисдикцию Закона Эджа², филиалов и представительство иностранных банков в США. Кроме того, Федеральные Резервные Банки предоставляют кредиты банкам, испытывающим финансовые затруднения. Цель подобных мероприятий (вспомним

¹ Подробности о высших задачах, промежуточных и тактических целях денежно-кредитной политики рассказано в главах 16 и 20. — *прим. ред.*

² Закон Эджа от 1919 года уполномочил Совет Управляющих ФРС выдавать корпорациям разрешения на право ведения международных банковских операций. Подробно эти вопросы изложены в книге Э. Рида и др. *Коммерческие банки*. — М.: Прогресс, 1983. — *прим. ред.*

предоставление кредитов ряду коммерческих банков Нью-Йорка, Оклахомы и Спитла) состоит в обеспечении стабильного финансового окружения и изоляции банков, испытывающих трудности, дабы предотвратить возможный в этих обстоятельствах кризис доверия.

Последней областью ответственности Федеральных Резервных банков является обеспечение целого ряда финансовых услуг. Они включают в себя обработку чеков, выпуск в обращение и прием наличных денег, продажу и хранение ценных бумаг федерального правительства США, телеграфные переводы денежных средств. Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением от 1980 года предписывает Федеральным Резервным банкам взыскивать стоимость оказанных ими услуг, однако эти услуги ныне распространяются не только на банки-члены ФРС, но и на все остальные депозитные учреждения.

Структура Федеральных Резервных банков. Федеральные Резервные банки можно классифицировать как некие «полугосударственные» корпорации, главным образом вследствие механизма выборов и назначений их директоров. Каждый Федеральный Резервный банк является корпорацией, обладающей чартером на право введения операций, выданным государственными органами власти, и, естественно, включающей в себя акционеров, членов совета директоров и президента. Акционерами Федерального Резервного банка являются банки-члены ФРС этого округа, однако они выбирают лишь шестерых из девяти директоров Федерального Резервного банка: троих директоров первого ранга (class A), представляющих обычно банкиров-кредиторов, и троих директоров второго ранга (class B), представляющих ведущих представителей промышленности либо сельскохозяйственных фирм, активно использующих в своей практике заемные средства. Совет Управляющих ФРС дополнительно назначает трех директоров третьего ранга (class C) в каждый Федеральный Резервный банк. По первоначальному замыслу при организации ФРС считалось необходимым, чтобы они представляли в своем лице государственные органы и широкую общественность. Кроме того, директора третьего ранга не могут занимать в банке какой-либо иной пост. Совет Управляющих ФРС выбирает и назначает председателя совета директоров и его заместителя из числа директоров третьего ранга.

Распределение прибыли, полученной каким-либо Федеральным Резервным банком в результате деятельности, также отражает отмеченный ранее характер его структуры. Каждый банк — член ФРС — обязан приобрести в Федеральном Резервном банке своего округа некое количество акций на сумму, составляющую 3% его собственного акционерного капитала и нераспределенной прибыли; на законных основаниях эта сумма по требованию может быть увеличена вдвое. По мере роста акционерного капитала и прибыли коммерческого банка, он обязан приобрести большее количество акций, чтобы поддержать регламентированный трехпроцентный уровень. Дивиденды, выплачиваемые по этим акциям, ограничены 6%, и более чем 90% общего суммарного дохода Федеральных Резервных банков возвращается в Государственное Казначейство США. Основной целью деятельности Федеральных Резервных банков является не извлечение максимальной прибыли, а воплощение в жизнь и экономическую действительность США определенной денежно-кредитной политики и руководство многогранной финансово-экономической деятельностью Федеральной Резервной Системы.

Каждый из двенадцати Федеральных Резервных банков представляет еженедельный финансовый отчет об итогах своей деятельности в Совет Управляющих ФРС, который суммирует и обрабатывает поступающую информацию, а затем публикует в конце каждой недели. Федеральные Резервные банки

субсидируют и поддерживают Межкрупной Расчетный фонд, располагающийся в Вашингтоне и призванный регулировать и удовлетворять взаимные иски и претензии Федеральных Резервных банков, возникающие в связи с перемещением банковских вкладов из одного округа ФРС в другой.

Банки-члены ФРС

Согласно принятому законодательству, все национальные банки США обязаны поддерживать свое членство в Федеральной Резервной Системе, кроме того, ряд банков штатов добровольно изъявили желание вступить в ФРС. Их просьба была удовлетворена. До 1980 года банки, принадлежащие к ФРС, имели определенные преимущества перед остальными банками и ссудо-сберегательными учреждениями. Имея статус банка-члена ФРС, соответствующий финансовый орган приобретал определенный престиж. Банки-члены ФРС имели право получать ссуды в Федеральных Резервных банках, заказывать, равно как и размещать, в этих банках наличные средства, пользоваться услугами ФРС, предоставляемыми при клиринге чеков, получать, наконец, необходимую консультацию по интересующим финансовым вопросам. Кроме того, банки-члены ФРС имели право пользоваться телетайпными линиями ФРС для перевода денежных средств. Справедливости ради надо отметить, что услуги по клирингу чеков не являлись исключительной привилегией банков-членов ФРС, так как банк, не принадлежащий к этой системе, имел право зарегистрироваться в Федеральном Резервном банке своего округа как «клиринговый банк».

Как отмечалось ранее в главе 4, Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 года снял большинство различий между банками-членами ФРС и остальными банковскими учреждениями. В семидесятые годы более 500 банков прекратили свое членство в Федеральной Резервной Системе, главным образом вследствие резкого роста рыночных норм процента в тот период. Высокий уровень рыночных норм процента резко поднял альтернативную стоимость требований к резервам банков-членов ФРС. Законодательный акт от 1980 года устранил различия в требованиях к резервам различных банков и депозитных учреждений. Переходный период, определенный на восьмилетний срок, очевидно, решит возникшую проблему членства в ФРС.

Федеральный Комитет Открытого Рынка

Федеральный Комитет Открытого Рынка (ФКОР) определяет и направляет процессы купли-продажи ценных бумаг федерального правительства США Федеральными Резервными банками, то есть контролирует наиболее важный инструмент осуществления денежно-кредитной политики. Формально ФКОР был организован в 1935 году, хотя Федеральные Резервные банки создали некий орган, координирующий операции на открытом рынке ценных бумаг, еще в начале двадцатых годов.

Ныне Федеральный комитет Открытого Рынка состоит из 12 постоянных членов: семь управляющих ФРС и пять президентов Федеральных Резервных банков. Председатель Совета Управляющих ФРС возглавляет этот орган, а президент Федерального Резервного банка поддерживает в нем постоянное членство в качестве вице-председателя. Назначения на другие должности в Федеральном Комитете Открытого Рынка ведутся по весьма непростой схеме между остальными президентами Федеральных Резервных банков. Заметим, что все 12 президентов Резервных банков обязаны присутствовать на собраниях

Комитета; они принимают участие в обсуждении возникающих проблем, а семь президентов Федеральных Резервных банков (не вошедшие в число постоянных членов ФКОР) обладают правом совещательного голоса.

Федеральный Комитет Открытого Рынка собирается на заседаниях восемь-девять раз в году для обсуждения экономического положения и принятия решений по вопросам текущей денежно-кредитной политики. На каждой встрече разрабатывается определенная стратегия текущих операций на открытом рынке ценных бумаг и директивой доводится до управляющего Системой текущих операций на открытом рынке (System Open Market Account), совмещающего этот пост с вице-президентством в Федеральном Резервном банке в Нью-Йорке. После этого Федеральный Резервный банк Нью-Йорка проводит в соответствии с принятым планом реальные закупки либо продажи ценных бумаг Федерального правительства США через дилеров, специализирующихся в этой области и имеющих свои представительства в Нью-Йорке.

Практика ФКОР по реализации принятых решений без какого-либо уведомления широких кругов общественности сразу же вызвала резкую негативную реакцию — свои решения Федеральный Комитет Открытого Рынка обнародует на следующем собрании, эта задержка составляет около семи недель. Верховный Суд США рассматривал дело, в котором Федеральную Резервную Систему, согласно Закону о Свободе Информации, пытались обязать доводить свои решения до сведения общественности немедленно после их принятия. Однако иск был отклонен. Основным аргументом такого решения Верховного Суда явилось доказанное обстоятельство того, что раскрытие подобной информации уменьшает подвижность существующих норм процента. Инвесторы должны постоянно следить и предсказывать для себя планируемый курс денежно-кредитной политики. Если только их прогнозы оказываются ложными, то резкий сдвиг процентных ставок помогает исправить допущенные ошибки.

Федеральный Консультационный Совет

Закон о Федеральной Резервной Системе предусмотрел образование некоего координационного органа для обеспечения связи между всей банковской сферой и Федеральной Резервной Системой. Этот орган получил название Федеральный Консультационный Совет. Он состоит из двенадцати членов, каждого из которых выдвигает и избирает из своей среды соответствующий Федеральный Резервный банк. Совет собирается 4 раза в год на совместное заседание с управляющими Федеральной Резервной Системы, где обмениваются мнениями о широком спектре финансово-экономических и денежно-кредитных отношений. Члены Федерального Консультационного Совета доводят эту информацию до сведения Резервных банков в своих округах. Совет Управляющих ФРС не обязан выполнять рекомендации этого органа; отсутствие реальной власти в области денежно-кредитных отношений делает Федеральный Консультационный Совет органом, не привлекающим особого внимания общественности.

НЕЗАВИСИМОСТЬ ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ

Федеральная Резервная Система функционирует как независимый орган Федерального правительства США. Законодательно установлено, что ФРС является рабочим органом Конгресса США, хотя Президент США и назначает

членов Совета Управляющих ФРС исходя из рекомендаций и заручившись согласием в Сенате. Будучи представителем Конгресса США, Федеральная Резервная Система лишь ему и подотчетна, то есть никаких обязательств перед органами исполнительной власти США не несет. Лишь Конгресс США может распустить и ликвидировать ФРС, если, конечно, сочтет такое решение целесообразным. Такое положение вещей отличает ФРС, скажем, от органов юстиции США, которые формировались на основании конституционных актов.

Члены Конгресса США ревностно охраняют свою власть над Федеральной Резервной Системой от посягательств со стороны органов исполнительной власти и не устают напоминать вновь назначенным официальным лицам ФРС об их ответственности исключительно перед Конгрессом США. Члены Конгресса США зачастую публично опротестовывают вмешательство исполнительной власти в действия Федеральной Резервной Системы. Так, например, конгрессмен Райт Пэтмеч, в бытность свою председателем комиссии Конгресса по банковскому делу и денежному обращению, организовал ряд слушаний в Конгрессе по этим поводам.

Отчеты конгрессу США

Являясь органом Конгресса США, Федеральная Резервная Система представляет в Конгресс ежегодный отчет о своей деятельности, а также, по требованию Конгресса США, регулярно передает и иную информацию. За всю историю Федеральной Резервной Системы ее отношения с Конгрессом складывались далеко не формальным образом. В 1975 году контроль со стороны Конгресса за деятельностью ФРС был усилен: председатель Совета Управляющих ФРС с этого момента на регулярной основе начал консультации с соответствующими комиссиями Конгресса для обсуждения текущих экономических проблем, тактических и промежуточных целей денежно-кредитной политики и планов ее воплощения в жизнь (House Concurrent Resolution 133, March 23, 1975). Эти мероприятия привели к более тесному контакту и сотрудничеству между Конгрессом США и Федеральной Резервной Системой. Закон о реформе Федеральной Резервной Системы 1977 года и Закон Хэмфи—Хоукинса 1978 года (Закон о Полной Занятости и Сбалансированном Росте) обязали ФРС представлять отчетные материалы Конгрессу США по ряду основных позиций и параметров денежно-кредитных отношений каждое полугодие. (см. *Federal Reserve Bulletin*, December 1977, pp. 1076—1078; and *Board of Governors of the Federal Reserve System*, 1978 Annual Report, pp. 338—340).

ОБЪЕДИНЕННЫЙ БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ ДВЕНАДЦАТИ ФЕДЕРАЛЬНЫХ РЕЗЕРВНЫХ БАНКОВ

В табл. 11.1. приведены основные виды активов, пассивов и счетов движения капитальных средств Федеральных Резервных банков по положению на 30 ноября 1986 года. Хотя каждый из двенадцати Федеральных Резервных банков как отдельная финансовая корпорация имеет свои собственные счета, в приведенной ниже таблице объединены соответствующие позиции всех Федеральных Резервных банков; каждая статья приведенного балансового отчета подробно обсуждается.

Активы Федеральных Резервных банков

Золотые сертификаты. Позиция «счет золотых сертификатов». В 1979 году несколько коммерческих банков США начали выпуск так называемых золотых сертификатов с номинальной стоимостью от 1000 долларов и выше. Несмотря на абсолютное совпадение названий, «золотые сертификаты» коммерческих банков с рассматриваемым видом активов ФРС не имеют ничего общего. По сути они являются обычными чеками на приобретение конкретного количества золота в слитках, которое некий коммерческий банк реализует для своих потребителей. Такая финансовая услуга обеспечивает клиентам удобство вложения своих средств в золото (разумеется, если они того пожелают — *прим. авт.*) и показывает количество золотых сертификатов, находящееся во владении Федеральных Резервных банков. Золотые сертификаты обеспечиваются золотым запасом Государственного Казначейства США; цена золота в этой позиции активов Федеральных Резервных банков составляет 42,22 доллара за одну тройскую унцию золота, что, естественно, значительно ниже его текущей рыночной цены. Эта официальная цена золота была установлена Конгрессом США в 1973 году и с тех пор не пересматривалась. В главе 13 будет объяснено, каким образом фиксация официальной цены золота упрощает финансовые операции ФРС. Отметим для любопытствующих, что Государственное Казначейство США хранит золотой запас в местечке Форт-Нокс, штат Кентукки. В настоящий момент Федеральные Резервные банки владеют всеми золотыми сертификатами, когда-либо выпущенными Государственным Казначейством США. В 1934 году все коммерческие банки и другие хозяйственные агенты, включая отдельных граждан, были обязаны возвратить имеющиеся у них в наличии золотые сертификаты (заметим, что серебряные сертификаты просуществовали до 1963 года — *прим. ред.*) в Федеральные Резервные банки, где их обменивали на банкноты ФРС либо размещали в соответствующий вклад.

До 1971 года Государственное Казначейство США производило куплю-продажу золота по цене 35 долларов за тройскую унцию, и величина позиции «счет золотых сертификатов» изменилась в соответствии с этими процессами. В 1971 году было объявлено, что Государственное Казначейство США прекращает операции подобного рода. С тех пор эта позиция активов Федеральных Резервных банков изменялась очень редко — в 1972 году, когда официальная цена золота поднялась до 38 долларов за унцию, и в 1973 году, когда было зарегистрировано дальнейшее повышение официальной цены золота до 42,22 доллара за одну тройскую унцию. Последние изменения этой позиции отмечались в период с 1974 по 1976 год, когда Государственное Казначейство США было вынуждено продавать с аукциона золотые слитки как гражданам США, так и иностранным представителям, фирмам и банкам, изо всех сил стараясь поддержать на фиксированном уровне обменный валютный курс доллара относительно валют ряда других государств.

До 1968 года Федеральным Резервным банкам в законодательном порядке вменялось в обязанность хранить определенное количество золотых сертификатов, причем оно не могло составлять менее 25% от суммы Федеральных Резервных банкнот, выпущенных в обращение. Затем это обязательство было отменено, причем отметим, что резервное обеспечение золотыми сертификатами депозитов в Федеральных Резервных банках перестало быть обязательным тремя годами ранее. Первоначально резервное обеспечение банкнот и депозитов в ФРС золотыми сертификатами составляло большую величину (так, например, с 1934 по 1945 год — 40% — *прим. ред.*), определяя тем самым верхний предел эмиссии банкнот и роста вкладов в Федеральных Резервных банках.

Табл. 11.1. Объединенный балансовый отчет 12 Федеральных Резервных банков (миллиарды долларов) 30 ноября 1986 года.

Балансовый отчет Федеральных Резервных банков отражает их многогранную роль как проводников денежно-кредитной политики в экономическую жизнь Америки: обеспечение финансовых услуг банковской системе США; оказание банковской помощи органам федерального правительства США; активное участие в международных валютно-кредитных операциях в процессах международной торговли. С точки зрения внутренней денежно-кредитной политики, ключевыми активами являются хранение ценных бумаг федерального правительства США и ссуды депозитным учреждениям, тогда как ключевые пассивы — это банкноты ФРС и депозиты. Функции Федеральных Резервных банков в процессе оказания финансовых услуг отражены в позициях активов «чеки и другие платежные документы на инкассо (в процессе инкассации)» и пассивов — «отложенный (неразмещенный) кредит»; обе эти позиции облегчают процесс клиринга чеков. Помощь со стороны ФРС федеральному правительству находит свое отражение в позиции «вклады Государственного Казначейства США». И, наконец, роль Федеральной Резервной Системы как активнейшего участника транснациональных валютно-кредитных отношений отражена в позициях активов «активы, номинированные в иностранной валюте», «счет сертификатов специальных прав заимствования (СДР)» и депозитов иностранных правительственных органов и центральных эмиссионных банков — в пассивах.

Активы	Кол-во (млрд. долл.)	Пассивы и счета движения капитальных средств	Кол-во (млрд. долл.)
Счет золотых сертификатов	11,084	Банкноты ФРС	190,327
Монеты	0,507		
Счет сертификатов специальных прав заимствования (СДР)	5,018	Вклады:	
		депозитные учреждения	38,296
Ценные бумаги федерального правительства США и иные обязательства федеральных институтов:		Государственное Казначейство США	2,529
покупки ценных бумаг		иностранное и прочее	0,650
хранение ценных бумаг		Отложенный (неразмещенный) кредит	3,973
согласно соглашениям	202,705	Другие пассивы и накопленные дивиденды	2,242
о продаже с обратным выкупом	1,765	Счета движения капитальных средств	4,238
Ссуды	0,557	Итого пассивов	242,255
Чеки и другие платежные документы на инкассо (в процессе инкассации)	4,721		
Активы, номинированные в иностранной валюте	9,179		
Банковские помещения и другие активы	6,719		
Итого активов	242,255		

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A10.

Монеты. Монеты — вторая позиция активов в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков — представляют собой металлические монеты, отчеканенные Государственным Казначейством США и хранящиеся в Федеральных Резервных банках. Как показано в таблице, на 30 ноября 1986 года Федеральные Резервные банки имели в своем распоряжении монет на сумму 507 млн. долларов. Федеральные Резервные банки приобретают монеты на монетных дворах Государственного Казначейства и оплачивают их,

размещая соответствующие вклады. Большинство коммерческих банков при необходимости пользуются этими запасами, но также могут помещать любое количество звонкой монеты, оказавшейся по каким-либо причинам излишним, на вклады в Федеральные Резервные банки.

Специальные права заимствования (СДР). Позиция «счет сертификатов специальных прав заимствования» появилась в активах Федеральных Резервных банков с января 1970 года в связи с начавшейся эмиссией специальных прав заимствования (*special drawing rights*), проводимой под эгидой Международного Валютного Фонда; специальные права заимствования представляют собой особый тип международной валюты, используемой лишь для межправительственных расчетов стран-участниц МВФ. Специальные права заимствования по сути своей являются активом, альтернативным золоту, либо долларам, — подробнее этот вопрос освещен в главе 13. Государственное Казначейство США вправе обменять любое количество СДР на валюту какой-либо страны.

Когда Государственное Казначейство США получает СДР от Международного Валютного Фонда или иной страны, оно вправе (если, конечно, того пожелает) выпустить соответствующие сертификаты и поместить их в Федеральные Резервные банки. В приведенной ранее таблице показано, что на 30 ноября 1986 года Государственное Казначейство США выпустило и разместило в Федеральных Резервных банках сертификатов специальных прав заимствования на сумму 5018 млн. долларов. Сертификаты СДР могут депонироваться только в Федеральных Резервных банках, а их выпуски ограничены реальным количеством СДР, находящимся в собственности Государственного Казначейства США. Обычно Казначейство США выпускает несколько меньшее количество сертификатов СДР, чем позволяет это имеющаяся возможность. Со счетами сертификатов специальных прав заимствования обращаются так же, как со счетами золотых сертификатов: расчеты и операции по ним между Федеральными Резервными банками и Государственным Казначейством США принимают форму книжной записи.

Ценные бумаги. Одной из наиболее важных позиций активов Федеральных Резервных банков являются «ценные бумаги федерального правительства США и обязательства федеральных институтов». Со стороны ФРС — это основной инструмент управления денежно-кредитной политикой; во время проведения операций на открытом рынке ценных бумаг Федеральная Резервная Система осуществляет их куплю-продажу. Ценные бумаги федерального правительства, приобретенные на основании соглашений об обратном выкупе, рассматриваются отдельно в следующей главе. Те, кто следит за денежно-кредитной политикой, внимательно изучают изменения, происходящие в этой позиции, усматривая в них скрытые тенденции развития финансовой политики, еще до официальных деклараций о ближайших намерениях ФРС. Мы уже говорили, что операции на открытом рынке ценных бумаг преследуют лишь определенные финансово-экономические и политические цели, а отнюдь не служат средством максимизировать прибыли, хотя ряд данных дают основание предположить, что действия ФРС не всегда бескорыстны и некую прибыль от операций на открытом рынке Федеральная Резервная Система извлекает. В ноябре 1986 года в Федеральных Резервных банках было сосредоточено ценных бумаг федерального правительства на огромную сумму — более чем на 204 миллиарда долларов!

Ссуды. Федеральные Резервные банки предоставляют ссуды и открывают кредит только другим банкам, но не промышленным деловым предприятиям и частным лицам. Закон о Федеральной Резервной Системе и преследовал в качестве одной из основных своих целей создать и обеспечить банковской

системе необходимые механизмы и удобства для получения займов. До недавнего времени в балансовых отчетах Федеральных Резервных банков ссуды подразделялись на «дисконтные и авансовые», причем между этими типами ссуд различие остается и по сей день. Наиболее общепринятым типом ссуд является простой вексель (долговое обязательство), подписанный управляющим банком и обеспеченный ценными бумагами федерального правительства. Кроме того, банки могут получать ссуды у Федеральных Резервных банков путем дисконтирования коммерческих ссуд и кредитов. При такой практике получения ссуд некий банк продает с дисконтом имеющуюся у него ссуду Федеральному Резервному банку на определенный период времени. В конце этого срока банк выкупает обратно свою ссуду по ее номинальной стоимости. Норма процента, которую банк выплачивает по таким займам, известна как учетная (дисконтная) ставка. Управление банковскими учетными ставками путем их повышения или понижения дает Федеральным Резервным банкам еще один мощный инструмент влияния и контроля денежно-кредитных мероприятий в экономической системе. Число депозитных учреждений, имеющих право прибегать к ссудам и кредитам в Федеральных Резервных банках, в 1980 году было существенно расширено. С этого момента к ним стали относиться банки, не являющиеся членами ФРС, ссудо-сберегательные учреждения и филиалы иностранных банков, оперирующих в США.

В основном Федеральные Резервные банки предоставляют ссуды по трем причинам: удовлетворяя потребности банков в обязательных резервах, предоставляя сезонные ссуды и поддерживая банки, оказавшиеся в затруднительных финансовых обстоятельствах. Первые два типа ссуд составляют так называемые сезонные и адаптационные займы, а третий обычно называется «продолженный кредит». Надо отметить, что вплоть до последнего времени, отличавшегося нестабильностью банковской сферы, ссуды банкам для удовлетворения их потребности в обязательных резервах составляли основную часть в общем объеме ссуд, предоставляемых Федеральными Резервными банками (см. также рис. 11.1).

Банки должны просчитывать свои потребности в обязательных резервах не реже, чем один раз в две недели. Возникающая нехватка обычно восполняется займами, хотя Федеральные Резервные банки и не поощряют практику выдачи ссуд, которые будут явно направлены на извлечение заемщиком прибыли. Этим обстоятельством объясняется столь частый дефицит банковских резервов; займы для обеспечения обязательных резервов иногда облагаются дополнительным сбором — несколько процентных пунктов выше существующей в момент предоставления займа учетной ставки. Это делается для того, чтобы не поощрять банки к займам в течение нескольких недель подряд либо на несколько недель в квартал или календарный год.

В период между 1973 и 1974 годами Федеральные Резервные банки расширили свою практику предоставления ссуд, в частности стали либеральнее относиться к сезонным займам. Теперь небольшие банки, не обладающие надежным доступом на рынки ценных бумаг федерального правительства, могут заранее организовать и получить сезонный займ.

Важность получения ссуд и кредитов для банков, попавших в сложные финансовые обстоятельства, обсуждалась ранее в главе 9. Увеличение выдачи ссуд и предоставления кредитов в 1974 и в 1984 годах (обратите внимание на рис. 11.1) объясняется именно этим фактом. Федеральные Резервные банки, проводя в жизнь такие мероприятия, рассчитывают, что по окончании кризисов эти банки погасят ссуды и выплатят кредиты, а затем прибегнут к займам на более длительные сроки, чем другие банки. Предоставление таких ссуд дает терпящим бедствие банкам достаточно

времени, чтобы без особых убытков освободиться от не приносящих доходов активов; кроме того, в этом случае ссуды выдаются по относительно низким процентным ставкам.

Чeki и другие платежные документы на инкассо (в процессе инкассации). Позиция «чеки и другие платежные документы на инкассо» в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков показывает количество чеков, полученное Федеральными Резервными банками, но еще не инкассированных с банков, на которые они были выписаны. Когда Федеральный Резервный банк получает чек, выписанный на банк, находящийся в другом федеральном резервном округе, он посылает его в Федеральный Резервный банк соответствующего округа для инкасси-



Рис. 11.1. Займы у Федеральной Резервной Системы, 1970—1986 гг.

Ссуды, предоставляемые Федеральными Резервными банками, обычно классифицируются на два основных типа: сезонные и адаптационные займы и пролонгированный кредит. Первый тип является собой займы, предоставленные банкам, для того, чтобы помочь им адаптироваться к изменениям во времени притоков и оттоков вкладов. Эти ссуды и займы обычно погашаются и выплачиваются в относительно короткие сроки. Пролонгированный кредит по своей сути — это ссуды банкам, оказавшимся в сложном финансовом положении. Эти ссуды могут не погашаться до момента разрешения возникших затруднений. Как показывает приведенный график, большую часть времени ссудная практика служила в основном сезонным и адаптационным целям. Значительный кредит, предоставленный Федеральным Резервным банком Нью-Йорка Национальному банку Франклина, позволил до финансового краха последнего, объяснить резкий пик значений пролонгированного кредита в 1974 году. Однако, начиная с восьмидесятых годов, растущие трудности в банковской сфере потребовали увеличения объемов пролонгированного кредита, несмотря на окончание в 1983 году экономического спада. Например, в 1984 году Федеральная Резервная Система предоставила огромную ссуду размером в 3,5 млрд. долларов банкам «Континентал Иллинойс Бэнк» и «Чикаго Траст», чье финансовое положение было весьма и весьма неустойчиво.

Источник: Federal Reserve Board of Governors.

рования. В течение времени, пока чеки находятся в процессе инкассации, их сумма является банковским активом.

Активы, деноминированные в иностранной валюте. Позиция «активы, деноминированные в иностранной валюте» включает в себя находящиеся на хранении в Федеральных Резервных банках иностранные дивизы в форме ценных бумаг иностранных правительственных органов либо иностранную валюту в форме кассовых остатков, деноминированных в иностранных банках. Иностранная валюта — главным образом немецкие марки, швейцарские франки и японские йены — обеспечивает возможность проведения валютных интервенций на внешних валютных рынках.

Как будет подробно объяснено в главе 22, с 1973 года творцы американской денежно-кредитной политики зачастую прибегали к валютным интервенциям на внешних валютных рынках: дело в том, что приблизительно в это время целый ряд основных индустриальных государств—участников процессов международной торговли — перешел от системы фиксированных (в определенных пределах) валютных обменных курсов к «плавающим» валютным курсам. Например, в 1979 году, когда стоимость доллара относительно немецкой марки сильно упала, Федеральный Резервный банк Нью-Йорка произвел на внешних валютных рынках огромные закупки долларов, рассчитываясь немецкими марками и пытаясь стабилизировать обменный курс доллара. В 1981 году при вступлении в должность Президента США Рональда Рейгана, а его «команды» — на ключевые административные посты, Федеральная Резервная Система на время прекратила практику осуществления валютных интервенций на внешних рынках; однако действия зарубежных центральных эмиссионных банков заставили ФРС возобновить осуществление таких мероприятий в тех случаях, когда, по мнению экспертов ФРС, «необходимо стабилизировать ситуацию и установить порядок на внешних валютных рынках».

Между 1980 и 1985 годами стоимость доллара относительно английского фунта стерлингов и немецкой марки возросла примерно на 40%. Это обстоятельство усилило растущие требования в США понизить стоимость доллара, что оказало бы существенную помощь американским отраслям промышленности, ориентированным на выпуск экспортной продукции, и уменьшение дефицита платежного баланса. В 1985 году последовало соглашение между США и еще четырьмя наиболее экономически развитыми странами о понижении стоимости доллара, осуществляемом посредством закупок Федеральными Резервными банками определенного количества иностранной валюты за доллары. Такие закупки на внешних валютных рынках имеют на банковские резервы такое же по своей сути влияние, как и закупки ценных бумаг федерального правительства США на открытом рынке ценных бумаг.

Другие активы. Позиция «банковские помещения и другие активы» включает в себя стоимость зданий и сооружений Федеральных Резервных банков и некоторые другие активы, как, например, накопленные проценты, другие счета дебиторов и премии по ценным бумагам.

Пассивы и счета движения капитальных средств Федеральных Резервных банков

Банкноты Федерального Резерва (ФРС). Первая позиция пассивов объединенного балансового отчета Федеральных Резервных банков «Банкноты Федерального Резерва» показывает общее количество банкнот, выпущенных Федеральными Резервными банками. Каждый Федеральный Резервный банк хранит

в своих сейфах большое количество этих банкнот, готовых к использованию, но, пока они действительно не выпущены в обращение, эти банкноты не рассматриваются как пассивы и не имеют никакого значения и воздействия на экономическую систему. Как ранее объяснялось в главе 9, способность выпускать банкноты, как собственные пассивы, является одной из наиболее существенных характеристик центральных эмиссионных банков. Банкноты Федерального Резерва, выпущенные в обращение на ноябрь 1986 года, составляли огромную сумму в 190 миллиардов долларов.

Вклады. Вклады депозитных учреждений представляют собой общую сумму депозитов коммерческих банков и ссудо-сберегательных учреждений в Федеральных Резервных банках. Большинство из этих вкладов — это резервные депозиты, которые коммерческие банки и ссудо-сберегательные учреждения обязаны хранить в Федеральных Резервных банках.

Часть этих вкладов состоит из депозитов, связанных с выполнением определенных финансовых услуг и превышающих поэтому обязательные резервные депозиты, которые привлекаются исключительно для обеспечения процесса клиринга чеков. Как указывалось в главе 5, клиринг чеков — это весьма важная функция Федеральных Резервных банков. Для каждого депонированного чека Федеральный Резервный банк делает соответствующую запись на кредит депонирующего банка и относит на дебет счета банка, на который этот чек был выписан.

Как объяснялось ранее, банки могут изымать с депозитных счетов наличные средства, обеспечивая этим спрос на бумажные деньги и монеты, либо они могут депонировать избыток наличности на свои счета. Изменения суммарной величины резервного баланса банка значительно влияют на его деятельность.

Депозиты Государственного Казначейства США — это основной текущий счет федерального правительства США. Хотя сначала Государственное Казначейство депонирует полученные им налоговые суммы в коммерческих банках и других депозитных учреждениях, затем оно переводит эти денежные средства в Федеральные Резервные банки и их филиалы. Такая процедура осуществляется несколько раз в неделю. Большинство чеков, которые выписывает Государственное Казначейство США для оплаты расходов федерального правительства, относится к его вкладам в Федеральных Резервных банках.

Депозиты иностранных владельцев представляют собой официальные чековые счета, принадлежащие центральным эмиссионным банкам других стран, Банку Международных Расчетов и небольшому количеству зарубежных правительственных органов. Центральные эмиссионные банки многих стран обычно размещают свои вклады за рубежом, облегчая тем самым расчеты по международным финансово-торговым операциям.

Прочие депозиты включают в себя вклады Международного Валютного Фонда и некоторых других транснациональных организаций, специальный счет секретаря Государственного Казначейства и вклады различных корпораций федерального правительства (находящиеся под государственным контролем — *прим. пер.*). Частные фирмы и корпорации, власти штатов и округов, частные лица не имеют права размещать вклады в Федеральных Резервных банках.

Отложенный (неразмещенный) кредит. Эта позиция пассивов Федеральных Резервных банков представляет собой то количество чеков, которое они уже получили, но не прибавили их к счетам банков, которые их депонировали. Кредит (для этих чеков, которые должны быть посланы в другие Федеральные Резервные банки для инкассации) может быть отложен до двух дней, в зависимости от расстояния до соответствующего банка. Задержка кредитования чеков уменьшает абсолютную величину флуктуаций банковских резервов,

возникающих в связи с изменением сумм, находящихся в процессе инкассирования. Разность между позицией активов «чеки и другие платежные документы на инкассо» и позицией пассивов «отложенный кредит» называется «флоут» (float) и подробно обсуждается в главе 13.

Прочие пассивы и накопленные дивиденды оценивают действующие, но еще не оплаченные к моменту составления балансового отчета обязательства банков.

Счета движения капитальных средств. Счета движения капитальных средств включают в себя оплаченную часть акционерного капитала (акционерный капитал), прибыль и некоторые другие счета движения капитальных средств. Банки-члены ФРС владеют всеми акциями Федеральных Резервных банков, а оплаченная часть акционерного капитала равна общей сумме выпущенных и обращающихся акций.

Принято считать, что Федеральные Резервные банки не пытаются увеличить размеры счетов движения капитальных средств, как то делают предприятия и фирмы в погоне за максимизацией своих прибылей. Так, например, закон предусматривает, что в случае ликвидации Федерального Резервного банка его резервный капитал и прибыль переходит в руки федерального правительства США, а отнюдь не его владельцам — банкам-членам ФРС. С 1964 года резервный капитал Федеральных Резервных банков равнялся оплаченной части акционерного капитала, и, по мере увеличения объемов нераспределенной прибыли, Федеральные Резервные банки сохраняют некоторую часть чистого валового дохода за вычетом текущих расходов.

Позиция «прочие счета движения капитальных средств» оценивает неразмещенный валовой доход за вычетом текущих расходов за год до момента составления балансового отчета. Получение прибыли в виде процента заставляет Федеральные Резервные банки уменьшать вклады депозитных учреждений, прибегающих к заемным средствам, и увеличивает другие счета движения капитальных средств; аналогичная процедура возможна и с ценными бумагами Государственного Казначейства. Впрочем, эти финансовые операции никак не отражаются на активах Федеральных Резервных банков.

Глава 12

ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА: МЕТОДЫ КОНТРОЛЯ И УПРАВЛЕНИЯ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Сравнить сферы ответственности Федерального Комитета Открытого Рынка и управляющего текущими операциями на открытом рынке.
- Объяснить, почему операции на открытом рынке ценных бумаг стали для Федеральной Резервной Системы основным инструментом контроля за денежно-кредитными отношениями в экономической системе.
- Обсудить поддержку Федеральной Резервной Системы банковской учетной ставки на уровне краткосрочных норм процента и объяснить, почему такое положение вещей обычно приводит к циклическим изменениям в общей практике банковских займов, предназначенных для адаптации резервов банковской системы.
- Объяснить, каким образом снижение требований к уровню обязательных резервов депозитных учреждений увеличивает предложение денег и банковский кредит, а повышение этих требований приводит к обратным результатам.
- Описать уменьшающуюся в современном финансовом мире роль избирательных механизмов контроля, имеющих в распоряжении ФРС (предельный уровень ссуд, предоставляемых с целью приобретения ценных бумаг, регулирование процентных ставок по вкладам, контроль за банковским кредитом).

В настоящей главе описываются основные механизмы контроля и управления денежно-кредитными отношениями, имеющиеся в распоряжении Федеральной Резервной Системы: операции на открытом рынке ценных бумаг, изменение банковских учетных ставок, изменения требований к уровню обязательных резервов коммерческих банков и ссудо-сберегательных учреждений. Рассмотрен и ряд менее значительных мероприятий, влияющих на денежно-кредитную политику. Далее, в главе 13, мы обратимся к уравниванию банковских резервов, включающему в себя все основные факторы, воздействующие на денежную базу. Федеральная Резервная Система может контролировать многие (но не все!) из этих процессов.

ОПЕРАЦИИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

Когда Федеральная Резервная Система делала свои первые шаги в экономической практике США, никто всерьез не рассматривал операции на открытом рынке в качестве искомого инструмента контроля экономических отношений. В это время ФРС приобретала ценные бумаги федерального правительства главным образом для того, чтобы заполучить достаточное количество приносящих прибыль активов, если доход от предоставленных Федеральными Резервными банками кредитов и ссуд оказывается по каким-либо причинам недостаточным. Большинство Федеральных Резервных банков сочло, что наиболее удобным местом проведения таких сделок является Нью-Йорк, и именно здесь в двадцатые годы неформальный комитет, составленный из представителей всех двенадцати Федеральных Резервных банков, начал координировать свои действия по ценным бумагам федерального правительства. Хотя практически сразу же после начала своей деятельности этот орган начал влиять на состояние экономической системы, компенсируя посредством соответствующей купли-продажи ценных бумаг обращение золота в экономике и создавая дополнительные резервы для системы коммерческих банков, законодательная деятельность Федерального Комитета Открытого рынка (ФКОР) была оформлена и легализована лишь после принятия Закона о Банках 1935 года.

Директивные распоряжения ФКОР

Федеральный Комитет Открытого Рынка руководит операциями на открытом рынке ценных бумаг. На своих собраниях члены ФКОР рассматривают сложившиеся экономические условия и определяют наиболее подходящую по их мнению денежно-кредитную политику и направления ее развития. После этого Федеральный Комитет Открытого Рынка готовит директивное распоряжение для Управляющего текущими операциями на открытом рынке, который одновременно является и вице-президентом Федерального Резервного банка Нью-Йорка. Это распоряжение не конкретизирует его дальнейшие действия, и Управляющий

текущими операциями на открытом рынке сам принимает решение, где, как и сколько приобретать либо продавать ценных бумаг федерального правительства. Директивное распоряжение лишь очерчивает предлагаемое направление развития денежно-кредитной политики и устанавливает значения и уровни ключевых параметров банковской системы, таких как уровень свободных резервов, нормы продажи федеральных резервных фондов и ряд других параметров денежно-кредитных отношений. В свою очередь управляющий текущими операциями на открытом рынке предпринимает необходимые закупки либо продажи ценных бумаг федерального правительства, необходимые для достижения поставленных в директивном распоряжении целей.

Управляющий текущими операциями на открытом рынке

Штат сотрудников Управляющего текущими операциями на открытом рынке совместно с группой хорошо зарекомендовавших себя дилеров, специализирующихся на торговле ценными бумагами федерального правительства, проводят операции на открытом рынке. Естественно, что являясь полугосударственным учреждением, ФРС стремится извлечь из своих финансовых операций небольшую выгоду. Положим, что Управляющий текущими операциями на открытом рынке принимает решения о покупке либо продаже ценных бумаг. Обычная процедура этой простой форвардной сделки выглядит так: Управляющий уведомляет штат своих служащих о принятом конкретном решении, его персонал одновременно обзванивает дилеров, предлагая к реализации ценные бумаги либо узнавая предложения на них. После завершения контактов с дилерами отбираются наиболее выгодные предложения и варианты, которые затем и реализуются. Вся операция занимает около 30 минут.

Объединенный балансовый отчет двенадцати Федеральных Резервных банков отдельно выделяет позицию «хранение ценных бумаг федерального правительства согласно соглашениям о продаже с обратным выкупом». Осуществляя подобную сделку, Федеральный Резервный банк Нью-Йорка приобретает ценные бумаги у дилера по контракту, который обязывает продавца выкупить эти ценные бумаги обратно по той же самой цене в заранее определенный срок в будущем, обычно составляющем 15 дней. Контракт обычно предусматривает возможность его пролонгирования¹. Обе стороны вправе прекратить действия соглашения об обратном выкупе практически без предупреждения, хотя ФРС никогда не испытывала в этом необходимости. Норма процента, взимаемая при заключении соглашения об обратном выкупе, соответствует существующим процентным ставкам федеральных резервных фондов. Технически заключение таких сделок выглядит следующим образом: Управляющий текущими операциями на открытом рынке связывается с дилерской сетью, выясняя, кто из них продает ценные бумаги на этих условиях, а затем размещает общую сумму средств, затраченных на это приобретение. Такие соглашения помогают дилерам в обеспечении финансовых средствами их запасов ценных бумаг, часть из которых временно продается Федеральным Резервным банком.

Информация по текущим операциям на открытом рынке

В конце каждой недели ведущие финансовые периодические издания публикуют сведения по балансовым отчетам Федеральных Резервных банков

¹ Как мы видим, в этой процедуре заложен механизм обычного опционного контракта, подробно рассматриваемого в любом общем курсе микроэкономического анализа. — *прим. ред.*

в разделах «Материалы ФРС» либо «Федеральный Резервный отчет». Закон обязывает ФРС предоставлять информацию и сведения для подобных публикаций. Для определения объема операций на открытом рынке достаточно сравнить балансовые отчеты за две недели. Заметим, что в отчетах не приводятся никакие комментарии о происходящих переменах.

Защитные и динамические операции на открытом рынке

Как показано на Т-счете 12.1, приобретение ценных бумаг на сумму 100 000 долларов определенным образом влияет на балансовые отчеты Федеральных Резервных банков. Как ранее указывалось в главе 10, первоначально операции на открытом рынке увеличивают банковские резервы и депозиты на равную величину; после того как банки используют вновь приобретенные резервы, предоставляя кредиты и ссуды, депозиты увеличиваются относительно первоначальной закупки на открытом рынке в соответствии с эффектом мультипликативного расширения. В рассматриваемом примере (Т-счет 12.1) задается 10% уровень обязательных резервов.

12.1 Т-счет
ФРС

		Банковская система (первоначально)	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Ценные бумаги + \$100 000	Резервные депозиты + \$100 000	Резервы + \$100 000	Депозиты + \$100 000

Банковская система (итоговое положение)

Активы		Пассивы и собственный капитал	
Резервы	+ \$100 000	Депозиты	+ \$1 000 000
Ссуды	+ \$900 000		

Чаще всего ФРС предпринимает на открытом рынке ценных бумаг защитные операции, направленные не на изменения денежно-кредитных отношений, а для компенсации нежелательных изменений в структуре банковских резервов. При проведении динамических операций на открытом рынке ценных бумаг Федеральная Резервная Система покупает и продает ценные бумаги федерального правительства США, стремясь обеспечить стабильность функционирования экономической системы либо инспирировать экономический рост.

Например, до 1971 года потребовалось провести ряд защитных операций на открытом рынке, чтобы компенсировать наблюдавшийся с 1957 года отток золота из США. В 1957 году золотой запас Государственного Казначейства США составлял 22,9 млрд. долларов, а к 1971 году его объем сократился более чем наполовину. Если бы закупки ценных бумаг на открытом рынке не смогли бы компенсировать эти негативные явления, отток золота сократил бы денежную базу и всемерно ужесточил бы денежно-кредитные отношения. В следующей главе рассматривается и ряд других факторов (например, изменения «флоута» или депозитов Государственного Казначейства в ФРС), которые в определенных случаях могут повлечь неприятные последствия для денежной базы, если их вовремя не нейтрализовать соответствующими операциями на открытом рынке.

Каждый год Федеральная Резервная Система предпринимает комбинированные защитные и динамические операции на открытом рынке. Их размеры достигают огромных величин, например, в 1984 году общий валовой объем

покупок и продаж ценных бумаг федерального правительства достиг астрономической величины в 800 млрд. долларов, а чистый рост ценных бумаг федерального правительства, находящихся в распоряжении ФРС, составил 9 млрд. долларов.

ИЗМЕНЕНИЯ БАНКОВСКОЙ УЧЕТНОЙ СТАВКИ

Закон о Федеральной Резервной Системе 1913 года уполномочил Федеральные Резервные банки изменять по необходимости банковскую учетную ставку, взимаемую с предоставляемых ими ссуд и использующуюся в качестве инструмента контроля за денежно-кредитными отношениями. В двадцатые годы банки-члены ФРС регулярно обращались к Федеральным Резервным банкам за предоставлением ссуд, однако вслед за Великой Депрессией и второй мировой войной они резко сократили подобную практику. В 1955 году Федеральная Резервная Система пересмотрела условия предоставления ссуд банкам-членам ФРС (в так называемой «инструкции «А»»), вновь пытаясь заинтересовать кредитоваться в Федеральных Резервных банках.

Влияние изменений учетных ставок на резервы и депозиты

Понижение учетной ставки способствует увеличению кредита банковской сферы у Федеральных Резервных банков. В этом случае, рассматривая балансовый отчет какого-либо Федерального Резервного банка, естественно ожидать, что на стороне активов цифры против позиции «ссуды» возрастут, причем на стороне пассивов будет отмечен аналогичный рост позиции «резервные депозиты». Т-счет 12.2 иллюстрирует воздействие на балансовые отчеты Федеральных Резервных банков и банковской системы увеличения ссуд, предоставленных Федеральными Резервными банками банкам коммерческим, на 100 000 долларов. Очевидно, что уменьшение учетной ставки влияет на банковские резервы аналогично покупкам ценных бумаг федерального правительства на открытом рынке, вызывая мультипликативное расширение депозитов. Естественно, что повышение учетных ставок вызывает к жизни противоположные явления в экономической системе, уменьшая объемы предоставления ссуд и резервных депозитов, — этот процесс соответствует продаже ценных бумаг на открытом рынке.

12.2 Т-счет

ФРС		Банковская система	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Ценные бумаги +\$100 000	Резервные депозиты +\$100 000	Резервы +\$100 000	Займы у ФРС +\$1 00 000

Банковская система (итоговое положение)

Активы		Пассивы и собственный капитал	
Резервы	+\$100 000	Депозиты	+\$1 000 000
Ссуды	+\$1 000 000	Займы у ФРС	+\$100 000

Несмотря на все внешнее сходство результатов и последствий изменения учетных ставок и операций на открытом рынке, между ними существует

значительное различие. Дело в том, что изменение учетных ставок, используемое как инструмент контроля за денежно-кредитными отношениями в экономической системе, — очень неточное и неконкретное средство. Не очевидно, какое понижение учетной ставки может в итоге привести к росту потребности в кредите у Федеральных Резервных банков; равным образом практически невозможно спрогнозировать величину уменьшения кредита при более высоких учетных ставках.

Банковская учетная ставка изменяется не чаще, чем несколько раз в год. Формально совет директоров каждого Федерального Резервного банка должен либо подтверждать, либо изменять существующую учетную ставку один раз в 14 дней. Рекомендуемые изменения немедленно доводятся до сведения Совета Управляющих ФРС, который может либо утвердить их или наложить на этот проект вето.

Банковская учетная ставка и рыночные нормы процента

Федеральные Резервные банки стремятся поддержать соответствие банковской учетной ставки нормам процента федеральных резервных фондов и курсу казначейских векселей Государственного Казначейства США путем повышения учетных ставок в период экономического роста и экспансии и их понижения в периоды спада. Если бы банковская учетная ставка в периоды экономического роста оставалась на постоянном уровне (ведь необходимо учитывать, что в такой период времени нормы процента по другим краткосрочным ценным бумагам несомненно бы возрастали), то займы у Федеральных Резервных банков стали бы невероятно прибыльным мероприятием. Наоборот, во время экономических спадов постоянство учетной ставки привело бы к тому, что большинство банков — на фоне общего понижения существующих норм процента — не смогло бы прибегнуть к займам у Федеральных Резервных банков, необходимых для обеспечения ликвидности.

Политика Федеральной Резервной Системы, направленная на регулирование банковских учетных ставок, часто становится удобной мишенью для критики, поскольку процесс корректировки банковских учетных ставок менее мобилен, нежели практически мгновенная реакция рыночных норм процента. Зачастую наблюдается картина, когда в периоды экономического роста банковская учетная ставка поднимается в числе последних, а при спадах другие нормы процента понижаются намного раньше, чем учетная ставка. Это происходит по ряду причин. Во-первых, официальные лица, от которых зависит принятие конкретного решения, обычно колеблются, когда речь идет об изменении учетной ставки, опасаясь возможных негативных последствий в сферах не банковских, но политических. Кроме того, предсказание норм процента в будущем — дело малоблагодарное и ему не хватает необходимой точности. Поэтому официальные лица обычно избегают вносить немедленные изменения в действующие учетные ставки при временном изменении курса рыночных норм процента.

Подобная тенденция изменений учетных ставок приводит к тому, что в периоды экономического роста и экспансии общий объем займов у Федеральных Резервных банков возрастает, соответственно уменьшаясь в периоды зстоя и экономического спада. Таким образом, практика займов у Федеральных Резервных банков подвержена циклическим изменениям, поскольку зависит от дифференциации между краткосрочными рыночными процентными ставками и банковской учетной ставкой. Поскольку для банковской практики вполне обычно последующее вложение средств, полученных в виде ссуд, займы коммерческих банков в Федеральной Резервной Системе увеличиваются, когда

учетная ставка низка относительно нормы прибыли по кредиту и ценным бумагам, и уменьшаются, когда банковская учетная ставка относительно высока. Кроме того, коммерческие банки могут прибегать к займам на рынке федеральных резервных фондов у других банков либо путем дисконтирования у ФРС. Если нормы процента федеральных фондов повышаются относительно банковских учетных ставок, коммерческие банки предпочитают обращаться в Федеральные Резервные банки. Соответственно наблюдается обратный процесс при понижении норм процента федеральных фондов относительно учетных ставок.

В периоды экономического роста и экспансии рыночные нормы процента растут относительно учетных ставок, что привлекает коммерческие банки к увеличению объема займов у ФРС. Это приводит к тому, что ФРС пересматривает и повышает учетную ставку. Это в какой-то степени уменьшает количество займов, однако этот процесс не способен полностью компенсировать отставание учетной ставки от рыночных норм процента; аналогично в периоды экономического спада рыночные нормы процента понижаются быстрее учетных ставок, что сокращает объем займов у ФРС, затем банковская учетная ставка уменьшается, однако эта мера редко приводит к компенсации отставания банковской учетной ставки от остальных норм процента. Подобная цикличность в практике займов у Федеральной Резервной Системы подробно будет обсуждаться в рамках теоретической модели спроса и предложения денег в главе 16.

Дабы избежать цикличности заимствования средств у Федеральной Резервной Системы, некоторые эксперты рекомендовали прибегнуть к автоматической коррекции учетной ставки относительно курса векселей Государственного Казначейства США, сохраняя разницу между ними на неизменном уровне. С 1980 года в Канаде банковская учетная ставка автоматически менялась каждую неделю таким образом, что сохранялось ее неизменное превышение на 1/4% последней средней процентной ставки по трехмесячным казначейским векселям. Вообще говоря, начало подобной практики пришлось на 1956 год, однако во время валютного кризиса 1962 года на внешних валютных рынках от этих мероприятий пришлось отказаться.

ИЗМЕНЕНИЯ ТРЕБОВАНИЙ К УРОВНЮ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Временами Федеральная Резервная Система пересматривает свои требования к уровню обязательных банковских резервов (понимаемому как отношение резервных депозитов в ФРС плюс кассовые остатки к общей величине их депозитов), который является еще одним инструментом контроля и управления денежно-кредитными отношениями.

За время своего существования Федеральная Резервная Система несколько раз меняла свое отношение к кассовым остаткам, рассматриваемым в качестве банковских резервов. Первоначальный Закон о Федеральной Резервной Системе позволял банкам-членам ФРС рассматривать в качестве своих резервов половину имеющихся у них в наличии кассовых остатков плюс их резервные депозиты в Федеральных Резервных банках. Затем с 1917 по 1959 год в качестве резервов квалифицировались только депозиты в Федеральных Резервных банках, а начиная с шестидесятых годов, банкам-членам ФРС было позволено рассматривать все свои кассовые остатки в качестве резервов.

**Изменения уровня обязательных резервов согласно Закону
о Дерегулировании Депозитных Учреждений и Контроля за Денежным
обращением 1980 года**

Это известное постановление внесло целый ряд коррективов в рассматриваемом вопросе. Во-первых, контроль за уровнем обязательных резервов со стороны ФРС был распространен на банки, не являющиеся членами ФРС, и ссудо-сберегательные учреждения. Во-вторых, требования к резервам были установлены только для трех типов вкладов: транзакционным счетам, неличным вкладам на срок и обязательствам по евровалюте; одновременно были сняты существовавшие ранее требования к уровню обязательных резервов по личным сбережениям и срочным вкладам.

Личные сбережения и срочные вклады. Принимая решение об устранении требований к уровню обязательных резервов по личным сбережениям и срочным вкладам, Конгресс США рассматривал таким образом поощрить практику увеличения сбережений. Уровень сбережений в США по сравнению с рядом зарубежных стран, например Японией, крайне мал. Это обстоятельство, наряду с усилением конкуренции в области промышленности со стороны других стран, и привело к попытке стимулировать процессы сбережения. Произшедшее вследствие этого сокращение не приносящих прибыли резервов, потребных для обслуживания личных сбережений и срочных вкладов, позволяет банкам увеличить нормы процента, которые они выплачивают по этим типам вкладов, делая тем самым сбережения более привлекательным типом помещения средств.

Упразднив вышеописанные требования, Конгресс США освободил тем самым коммерческие банки от тяжелого бремени сохранения резервов по более чем половине находящихся в них вкладов.

Транзакционные счета. Транзакционные счета (депозиты), обеспечение которых обязательными резервами сохраняется, включают в себя следующее: вклады до востребования, нау-счета, расчетные тратты кредитных союзов, АТС-счета, счета автоматического перечисления средств (САПС-счета) и вексельные (bill-paying) счета.

Как это следует из табл. 12.1, в 1987 году уровень обязательных резервов какого-либо банка для первых 36,7 млн. долларов, находящихся на его транзакционных счетах, составлял 3%. Вклады сверх указанной цифры обеспечиваются 12-ти процентным резервным покрытием, причем это правило действует на все без исключения депозитные учреждения. Федеральная Резервная система своей властью может изменять уровень обязательных резервов по сумме вкладов сверх 36,7 млн. долларов от 8 до 14%, поднимая его в исключительных обстоятельствах до отметки 18%. Пониженные нормы резервного покрытия транзакционных депозитов, не превышающих 36,7 млн. долларов, обеспечивают небольшим банкам независимость и политическое влияние, так как такая мера увеличивает их доходность как меру средней нормы прибыли по активам.

В табл. 12.1 показано, что уровень обязательных резервов по неличным (принадлежащим учреждениям) вкладам на срок равен 3% по депозитам со сроком погашения менее полутора лет. Наличие обязательных резервов для депозитов этого типа с более длительными сроками выплат не требуется.

Установленный низкий уровень обязательных резервов для неличных вкладов на срок относительно транзакционных депозитов представляет собой концептуально важное понятие, являющееся еще отражением еще в Законе о Федеральной Резервной Системе. В банковской системе США, действовавшей с Гражданской Войны вплоть до 1914 года, требования к уровню обязательных резервов для вкладов до востребования и срочных вкладов совпадали. Хотя в дальнейшем сбережения и срочные вклады приобрели для коммерческих

банков весьма важное значение, к 1913 году они составляли всего около $1/3$ от общей величины банковских депозитов. Установление более низких требований к резервному покрытию сбережений и срочных вкладов основывалось на существовавшем тогда мнении, что сбережения и срочные вклады для своего обслуживания требуют меньшей ликвидности, поскольку по закону они не подлежат оплате по первому требованию. Однако, как объяснялось в предыдущих главах, дело обстоит далеко не так просто. Банки удовлетворяют потребность в ликвидности отнюдь не за счет обязательных резервов, а в основном управлением пассивами и вторичными резервами.

Табл. 12.1 Требования к уровню обязательных резервов до и после принятия Закона о Дерегулировании Депозитных Учреждений и Контроля за Денежным Обращением 1980 года.

Настоящий закон значительно сократил количество категорий, на которые подразделялись требования к резервному покрытию, и добавил в этот список лишь обязательства по евровалюте. Резервное покрытие личных срочных вкладов и неличных вкладов на срок более полутора лет было отменено. Кроме того, Закон 1980 года распространил полномочия ФРС по контролю и регулированию уровня резервов на все депозитные учреждения.

Тип депозита и интервал сумм	до 1980 года требования к резервному покрытию банками-членами ФРС (% от депозитов)	Тип депозита и интервал сумм	после 1980 года требования к резервному покрытию всеми депозитными учреждениями (% от депозитов)
Чистый спрос		Чистые трансакционные депозиты	
0—2 млн. долларов	7	0—36,7 млн. долларов	3
2—10 - - -	9 1/2	свыше 36,7 млн. долларов	12
10—100 - - -	11 3/4		
100—400 - - -	12 3/4		
свыше 400 млн. долларов	16 1/4		
Срочные и сбережения		Неличные вклады на срок со сроками погашения менее 1,5 года	3
Срочные	3	свыше 1,5 года	0
0—5 млн. долларов со сроками погашения 30—179 дней	3		
180 дней—4 года	2 1/2		
более 4 лет	1		
Срочные		Обязательства по евровалюте все типы	3
Свыше 5 млн. долларов со сроками погашения 30—179 дней	6		
180 дней—4 года	2 1/2		
свыше 4 лет	1		

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A7.

В дополнение, коммерческие банки не избегали практики увеличения и расширения сбережений и срочных вкладов; подобные явления отмечаются

и сегодня. При относительно низких требованиях к уровню обязательных резервов национальные банки и банки-члены ФРС оказались способны конкурировать со сберегательными банками и банками, не являющимися членами Федеральной Резервной Системы и получившими чартер от властей того или иного штата. Отметим в скобках, что законы штатов устанавливали очень низкие требования к уровню обязательных резервов этих финансовых институтов, а иногда такие требования вовсе не устанавливались и не регламентировались¹.

Обязательства по ссудам. Уровень обязательных резервов для обязательств по ссудам (займам банками США у иностранных банков или их филиалах в других странах) составляет 3%. Впервые ФРС выдвинула требования резервного покрытия для этого источника средств в 1969 году. Временные такие требования снимались в 1978 году (это обстоятельство было вызвано стремлением укрепить обменный валютный курс доллара), но известный Закон о Контроле за Денежным Обращением 1980 года недвусмысленно обязал ФРС вводить требования к резервному покрытию по ссудам и обязательствам и другим подобным источникам средств.

Расчет уровней обязательных резервов

Для транзакционных счетов обязательное резервное покрытие исчисляется из чистых банковских транзакционных счетов — общей суммы на транзакционных счетах за вычетом депозитов в других коммерческих банках и чеков и других платежных документов в процессе инкассации. Исключение из расчетных сумм межбанковских депозитов оказывает существенную услугу небольшим банкам, поскольку в их практике характерно держать значительные остатки на своих корреспондентских счетах по сравнению с их депозитами. Обязательное резервное покрытие для неличных вкладов на срок исчисляется из их общей суммы.

С целью регулирования предложения денег и банковского кредита Федеральная Резервная Система иногда прибегает к практике изменения требований к уровню обязательных резервов. Например, тогда как проведенные закупки на открытом рынке ценных бумаг расширяют денежную базу, уменьшение требований к уровню обязательных резервов позволяет банкам хранить более значительный объем депозитов, сохраняя денежную базу неизменной. Уравнение 12.1 для параметра M1 (ранее оно уже приводилось в главе 10) показывает, каким образом понижение уровня обязательных резервов приводит к увеличению параметра M1

$$\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{[r + c + e + (r')(1)]} \quad (12.1)$$

где r — средний уровень обязательных резервов по транзакционным счетам во всех депозитных учреждениях, а r' — средний уровень обязательных резервов, необходимый для всех сбережений и срочных вкладов, которые обязаны иметь резервное покрытие. Если все остальные переменные, входящие в уравнение 12.1, остаются неизменными, то уменьшение r или r' увеличивает параметр M1.

Влияние изменений уровня обязательных резервов. На Т-счете 12.3 приведено влияние изменения требований к уровню обязательного резервного покрытия с 10 до 11% для некоего банка «А». В рассмотренном примере пред-

¹ Так происходит, например, в штате Иллинойс — прим. ред.

полагается, что банк хранит обязательные резервы, ссуды и инвестиции в качестве активов и имеет в своем распоряжении лишь один тип вкладов. В ответ на это новое требование банк способен обеспечить требуемый уровень обязательных резервов, сократив ссуды на 5000 долларов, либо продавая на ту же сумму инвестиции. Например, если этот банк продает на 5000 долларов ценных бумаг, он скорее всего получит за это чек, выписанный на другой банк, а его резервы возрастут на требуемые 5000 долларов, как только он депонирует этот чек в Федеральном Резервном банке.

Т-счет 12.3

Банк «А»

Банк «А»
(уровень обязательных резервов 10%)

Активы	Пассивы и собственный капитал
Обязательные резервы \$50.000 Ссуды и инвестиции \$450 000	Депозиты \$500 000

Банк «А»

(уровень обязательных резервов 11%)

Активы	Пассивы и собственный капитал
Обязательные резервы \$55 000 Ссуды и инвестиции \$445 000	Депозиты \$500 000

Т-счет 12.4

Банк «В»

Активы	Пассивы и собственный капитал
Обязательные резервы — \$500 Ссуды и инвестиции + \$4500	Депозиты — \$5000

Подобная финансовая деятельность банка «А» окажет существенное влияние и на другие банки, требования к резервным покрытиям которых не пересматриваются. Эти операции банка «А» уменьшают как резервы, так и депозиты банка «В» — банка, на который покупатель ценных бумаг банка «А» выписывает чек для оплаты. Если банк «А» уменьшает ссуды, не продавая ценные бумаги и обязательства, заемщик выпишет чек на вклад в банке «В», предназначенный для оплаты отозванной ссуды. После того как банк «А» депонирует чек, выписанный на депозит в банке «В», в Федеральном Резервном банке, резервы банка «В» уменьшаются. Потеря 5000 долларов уменьшает обязательные резервы банка «В» на 500 долларов. Таким образом, этому банку также приходится сократить свою ссудную практику либо портфель ценных бумаг.

Влияние роста требований к уровню обязательных резервов до 11% для всей банковской системы представлено на Т-счете 12.5 в предположении, что вся банковская система состоит из 11 банков и каждый из них первоначально хранит 500 000 долларов в виде депозитов и 50 000 долларов в обязательных резервах. Рост требований к уровню обязательного резервного покрытия с 10 до 11% не изменит объем резервов банковской системы; и хотя каждый банк по отдельности предпринимает в этом направлении определенные усилия, банковская система в целом не увеличивает совокупность своих резервов. Однако в процессе увеличения обязательных резервов банки сокращают предоставляемые ссуды и инвестиции, что, в свою очередь, уменьшает объем банковских депозитов. По мере того, как объем банковских депозитов сокращается, уровень обязательных резервов подходит к вновь установленной отметке. Заметим в скобках, что в рассмотренном примере исключается вполне вероятная в реальной финансово-экономической жизни утечка резервов из банковской системы на другие цели

и нужды. Представленное на Т-счете 12.5 сокращение депозитов — максимально возможное при заданном объеме резервов банковской системы и изменении уровня требуемого резервного покрытия.

Т-счет 12.5

Все банки 10%-ный уровень обязательных резервов		Все банки 11%-ный уровень обязательных резервов	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Обязательные резервы \$350 000	Депозиты \$5 500 000	Обязательные резервы \$550 000	Депозиты \$5 000 000
Ссуды и инвестиции \$4 950 000		Ссуды и инвестиции \$4 450 000	

Использование изменений уровня обязательных резервов. Потенциально вариации уровня обязательных резервов являются одним из наиболее мощных инструментов контроля и регулирования денежно-кредитных отношений. В отличие от операций на открытом рынке ценных бумаг и изменений банковских учетных ставок, эти меры способны оказывать самое непосредственное воздействие на банковские отчеты огромного количества банков. Кроме того, объявления о грядущих изменениях уровня обязательных резервов (в отличие от операций на открытом рынке) сопровождается широкомасштабной кампанией в средствах массовой информации и оказывает значительный психологический эффект. По этим причинам Федеральная Резервная Система часто прибегала к сокращению уровня обязательных банковских резервов в периоды экономического спада, пытаясь таким образом стимулировать развитие деловой активности. В послевоенный период так было в 1953, 1954, 1958, 1970, 1974—1975 годах. Наоборот, в целях обуздания инфляционных процессов в 1973—1974 годах Федеральная Резервная Система временно подняла уровень обязательных резервов на половину процентного пункта.

Надо отметить, что этот механизм контроля и регулирования денежно-кредитных отношений используется значительно реже и более осторожно, нежели операции на открытом рынке и изменения банковских учетных ставок. Так повышение уровня обязательных резервов в периоды экономической экспансии грозит тем, что банковская система может не выдержать возрастающий в этих условиях спрос на ликвидность. Кроме того, такие изменения, затрагивающие основы банковской системы, способны оказать сильнейшее воздействие на финансово-экономическую систему в целом — небольшое изменение требований к уровню обязательных резервов может привести к катастрофическим переменам в объеме депозитов и величине банковского кредита.

Закон о Контроле за Денежным Обращением 1980 года уменьшил число вкладов, для которых вводилось требование обязательного резервного покрытия, устранил различия в требованиях к резервам депозитных учреждений, являющихся членами ФРС, так и не принадлежащих к Федеральной Резервной Системе, а, кроме того, сохранил за ФРС право изменять уровень обязательных резервов. Новое законодательство предполагало, что вследствие этих перемен ФРС будет активно использовать этот инструмент контроля за денежно-кредитными отношениями, однако на самом деле произошло обратное. С 1980 года Федеральная Резервная Система вообще не пересматривала свои требования к уровню обязательных резервов, за исключением небольшой корректировки в конце 1990 года.

Ряд наблюдателей и экспертов считают, что отныне изменения в требованиях к уровню обязательных резервов как инструмент контроля и регулирования денежно-кредитных отношений в значительной степени потеряли свою актуальность и отложены до лучших времен.

ИЗБИРАТЕЛЬНЫЙ КОНТРОЛЬ ЗА КРЕДИТОМ

Различные виды избирательного контроля за кредитом главным образом направлены на контроль за его размещением, а отнюдь не на ревизию общего количества предоставленных кредитов и ссуд. В последние годы значение такого вида контроля и регулирования денежно-кредитных отношений резко снизилось, так как подобные механизмы регулирования очень сложны в реализации на практике. Кроме того, эти мероприятия носят локальный характер и проигрывают в этом смысле более мощным и всеобъемлющим инструментам контроля за денежно-кредитными отношениями, обсужденными нами ранее.

Предписываемая маржа

Закон о Ценных Бумагах 1984 года наделил Совет Управляющих Федеральной Резервной Системы правом устанавливать предписываемую маржу с целью обеспечения регулирования выдачи ссуд, производимого с целью приобретения ценных бумаг. Собственно маржа — это процент рыночной стоимости акции или облигации, который обязан заплатить инвестор в момент совершения соответствующей сделки; оставшаяся часть стоимости ценной бумаги может рассматриваться в виде ссуды инвестору. Так, например, при предписываемой марже, равной 80%, некий хозяйственный агент может получить ссуду лишь в 200 долларов при покупке 1000-долларовой акции. Заметим, если цена приобретенной ценной бумаги в дальнейшем после состоявшейся покупки падает либо ФРС повышает предписываемую маржу, то заемщик не обязан делать дополнительный взнос в связи с новыми обстоятельствами, но соответствующий финансовый институт имеет право пересмотреть условия дальнейшей выдачи ссуд.

На табл. 12.2 представлены изменения предписываемой маржи за период с 1955 по начало 1986 года. Заметим, что с 1974 года предписываемая маржа стабилизировалась на уровне 50%. Само по себе повышение предписываемой маржи затрудняет получение ссуд, направленных на приобретение ценных бумаг, и, таким образом, способствует уменьшению спроса на ценные бумаги. Как это явствует из приведенной таблицы, Федеральная Резервная Система дважды резко повысила предписываемую маржу: в 1958 и 1968 годах, которые были отмечены небывалой деловой активностью на фондовой бирже. Кроме того, в 1968 году была расширена сфера финансовых агентов, на которых распространялись эти требования, — помимо банков, брокерских и дилерских фирм в нее были включены и другие кредиторы. Несмотря на эти изменения, Совет Управляющих ФРС вскоре счел, что эффективное управление денежно-кредитными отношениями путем вариаций предписываемой маржи обеспечить весьма сложно. Наконец, в 1985 году Совет Управляющих ФРС рекомендовал Конгрессу США рассмотреть возможность снять контроль за предписываемой маржей, возлагавшийся все эти годы на Федеральную Резервную Систему.

Табл. 12.2 Предписываемая маржа

Федеральная Резервная Система в качестве инструмента локального контроля за денежно-кредитными отношениями использует предписываемую маржу при приобретении акций и конвертируемых (т. е. свободно обменивающихся на акции — прим. пер.) облигаций. При предписываемой марже, равной 60%, для приобретения акций стоимостью 1000 долларов ссуда не может составлять более 400 долларов. Первоначально эти требования были призваны ограничить спекуляцию ценными бумагами на фондовой бирже и избежать использования банковского кредита в этих целях. Ныне Федеральная Резервная Система считает этот инструмент контроля за денежно-кредитными отношениями изжившим и, более того, запросила Конгресс США об его отмене.

Срок	Акции, %	Конвертируемые облигации, %
23 апреля 1955 г.	70	—
16 января 1958 г.	50	—
5 августа 1958 г.	70	—
16 октября 1958 г.	90	—
28 июля 1960 г.	70	—
10 июля 1962 г.	50	—
6 ноября 1963 г.	70	—
11 марта 1968 г.	70	50
8 июня 1968 г.	80	60
6 мая 1970 г.	65	50
6 декабря 1971 г.	55	50
24 ноября 1972 г.	65	50
3 января 1974 г.	50	50

* — с этой даты без изменений

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, 72nd Annual Report, 1985, p. 228; Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A25

Этот тип денежно-кредитного регулирования был узаконен в 1934 году по «горячим следам» развернувшейся в экономической системе США Великой Депрессии и последовавшего фиаско фондовой биржи. Это постановление преследовало ряд целей: предотвращение использования коммерческого кредита от использования в качестве финансового инструмента спекуляций на фондовой бирже; защиту малоопытного инвестора от рискованных и необдуманных помещений денежных средств; и, наконец, прекращение широко распространенной в двадцатые годы практики спекуляции обычными акциями. С точки зрения высшего руководства ФРС, наилучший способ защиты малоопытных вкладчиков — это помощь со стороны Комиссии по Ценным Бумагам и Биржам. Кроме того, существует весьма ограниченное число доказательств того, что приобретение акций с маржей отодвигает сбережения от их использования в других целях, а регулирование предписываемой маржи со стороны Федеральной Резервной Системы способно существенно повлиять на биржевые курсы акций.

Регулирование процентных ставок по депозитам

Регулирование процентных ставок по депозитам со стороны Федеральной Резервной Системы (так называемая инструкция «Q») возникло в финансово-экономической практике США в 1933 году. Согласно принятому тогда постановлению¹ устанавливались верхние нормы процента, которые могли выплачиваться по сбережениям (сберегательным вкладам) и срочным вкладам,

¹ Закону о банках 1933 года — прим. пер.

размещенным в коммерческих банках. В то время казалось, что подобные мероприятия ограничат межбанковскую конкуренцию за привлечение вкладов и предупредят вложение коммерческими банками средств в очень рискованные активы (ссуды и инвестиции). Сегодня вряд ли найдется хотя бы один здравомыслящий экономист, который предложит бороться с конкуренцией и попытается оградить банки от чрезмерно рискованных проектов таким способом. Естественно, что установление верхних пределов процентных ставок по вкладам не мешает банкам предоставлять ссуды либо проводить инвестиции, ориентируясь на более высокие нормы процента, и максимизировать тем самым свою прибыль.

После второй мировой войны инструкция «Q» способствовала понижению стоимости денежных средств, привлекаемых в виде вкладов банкам и ссудо-сберегательными учреждениями. При низкой стоимости денежных средств финансовые институты могли предоставлять их в качестве кредитов и ссуд по относительно невысоким процентным ставкам. Сложилось парадоксальное положение: низкая заинтересованность вкладчиков компенсировалась высокой заинтересованностью в получении займа; никогда норма прибыли, выплачиваемая вкладчикам, не была столь низкой.

До 1957 года банки-члены ФРС имели право выплачивать не более 2 1/2% годовых по сберегательным и срочным вкладам. В это время многие коммерческие банки руководствовались в своей деятельности инструкцией «Q», что позволяло получать необходимые им денежные средства с относительно невысокими затратами. Однако, по мере роста рыночных процентных ставок, они стали отходить от этой практики, так как ссудо-сберегательные учреждения (для которых не существовало подобных ограничений вплоть до 1966 года) получили заметное преимущество в конкуренции за сберегательные и срочные вклады. Когда подобный контроль был введен, нормы процента ссудо-сберегательных учреждений устанавливались на уровне, незначительно превышающем процентные ставки коммерческих банков.

Как уже указывалось в главах 7 и 8, большинство правил, регламентировавших нормы процента по вкладам, с 1973 по 1986 год постепенно исчезали с финансово-экономической арены. Резкий скачок рыночных норм процента 1965—1981 годов вынудил федеральные власти пересмотреть установленные для банковской сети нормы процента, обеспечивая ее конкурентоспособность с другими финансовыми институтами.

Регулирование потребительского кредита

Во время Второй мировой войны, а также войны в Корее, Совет Управляющих Федеральной Резервной Системы получил право устанавливать минимальные начальные взносы и максимальные сроки погашения кредитов, предоставленных для приобретения автомобилей и других товаров длительного пользования, а в период с 1950 по 1952 год такая практика распространялась и на приобретение жилых домов и квартир. Эти правила были направлены на сокращение потребительского спроса на эти виды товаров. В действительности оказалось, что контролировать неукоснительное соблюдение этих правил чрезвычайно сложно ввиду широко распространявшейся практики обходить установленные требования. Мягко говоря, эти мероприятия не пользовались у потребителей особой популярностью и вскоре после прекращения военных действий были отменены.

Последний тип контроля кредитных отношений был введен в 1969 году. Просуществовал он недолго — до 1982 года. Принятые в законодательном порядке решения позволяли Президенту США наделять Федеральную Резер-

вную Систему исчерпывающими полномочиями для осуществления контроля за любым видом кредитования в любой момент времени, когда Президент США сочтет это целесообразным. Президент Картер в 1980 году согласно этому закону регламентировал рост ссуд в 1980 году на уровне 6—9%, установил предельный пятнадцатипроцентный уровень увеличения общих активов взаимных фондов денежного рынка и роста задолженности по кредитным карточкам и автоматически возобновляемым кредитам. Цель такого решения обуславливалась необходимостью остановить рост инфляции. Эти меры не смогли решить проблему инфляции и лишь способствовали экономическому спаду в январе-июне 1980 года.

Глава 13

УРАВНЕНИЕ БАНКОВСКИХ РЕЗЕРВОВ И ДЕНЕЖНАЯ БАЗА

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Обсудить и истолковать каждый из компонентов, входящих в уравнение банковских резервов.
- Объяснить, каким образом увеличение «флоута» способно увеличить общий объем резервных депозитов.
- Объяснить, как ранее практиковавшаяся закупка золота Государственным Казначейством США влияла на общий объем резервных депозитов и денежную базу.
- Объяснить, почему увеличение вкладов Государственного Казначейства США в Федеральные Резервные банки поглощает резервные депозиты банковской системы.
- Проанализировать изменения денежной базы с течением времени и указать методы их контроля, находящиеся в распоряжении Федеральной Резервной Системы.

В главе 10 было показано, что две основные части нескорректированной денежной базы — банковские резервы (депозиты в Федеральных Резервных банках плюс наличные средства) и денежная масса, обращающаяся вне банковской системы, — определяют изменение предложения денег и обеспечивают его сбалансированность. В настоящей главе эта тема углубляется введением в рассмотрение уравнения банковских резервов. Понятие уравнения банковских резервов включает в себя все основные факторы, которые влияют на состояние нескорректированной денежной базы, а понимание их сути чрезвычайно важно, поскольку Федеральная Резервная Система контролирует в процессе своей деятельности создание банковских депозитов и кредитов, управляя денежной базой. Кроме того, возможные изменения в предложении денег и предоставлении кредитов способны самым серьезным образом повлиять на всю экономическую систему в целом.

В табл. 13.1 приведены сводные данные (взяты из «Федерального Резервного Бюллетеня») уравнения банковских резервов по состоянию на 31 октября и 30 ноября 1986 года. В таблице представлены семь позиций (за каждой из которых стоит определенный финансово-экономический фактор), предлагающих резервные депозиты, и шесть — их поглощающих. Разность между общей суммой позиций, предлагающих резервы банковской сфере, и общей суммой позиций, их поглощающих, равна общему объему резервных депозитов в Федеральных Резервных банках. Заметим, что обращающиеся денежные средства поглощают резервные депозиты Федеральной Резервной Системы. Структурно они состоят из двух компонент — наличных денег в расходной банковской кассе, которые рассматриваются как банковский резерв, и денежной массы, обращающейся вне банков. Сумма обращающихся платежных средств и общих резервных депозитов в Федеральной резервной Системе и составляет денежную базу.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ РЕЗЕРВНЫХ ДЕПОЗИТОВ

Финансово-экономические факторы, которые обеспечивают предложение резервных денежных средств, изменяются в прямой зависимости с общими резервными депозитами в Федеральных Резервных банках, то есть их рост способствует увеличению общих резервных депозитов, а уменьшение приводит к соответствующему снижению. В основе изучения уравнения банковских резервов лежат два вопроса: какие обстоятельства способны изменить каждый из этих факторов и каким образом вероятное изменение каждого из них способно повлиять на резервные депозиты? В качестве инструмента, используемого для анализа этих процессов, будут привлечены Т-счета Федеральных Резервных и коммерческих банков. Первые четыре фактора, обеспечивающие

предложение резервных депозитов, относятся к области Федерального Резервного кредита — каждый из них рассматривается как актив Федеральных Резервных банков.

Ценные бумаги федерального правительства США

Ценные бумаги федерального правительства США, а также ценные бумаги иных федеральных органов, которыми владеют Федеральные Резервные банки, — это самый важный фактор в уравнении банковских резервов. Как представлено в таблице 13.1, с октября по ноябрь 1986 года количество ценных бумаг федерального правительства США, принадлежащее Федеральной Резервной Системе, возросло на сумму в 6,5 млрд. долларов, чему соответствовало увеличение денежной базы на 5,7 млрд. долларов. Никакой иной фактор не может сравниться с рассматриваемым по своему влиянию на уравнение банковских резервов. Изменения количества ценных бумаг федерального правительства США, принадлежащих ФРС, происходят в результате осуществления операций на открытом рынке ценных бумаг, ранее подробно рассмотренных в главах 10 и 12. Купля-продажа ценных бумаг федерального правительства США на открытом рынке полностью зависит от инициативы руководства ФРС и отражает его стремление достичь той или иной цели финансово-экономической политики.

Посредством защитных операций на открытом рынке ценных бумаг Федеральная Резервная Система может оказывать противодействие нежелательным изменениям других 12 позиций, входящих в уравнение банковских резервов, и стабилизировать тем самым денежную массу. Динамические операции на открытом рынке ценных бумаг также способны изменить количество денег, находящихся в обращении.

Способ, согласно которому закупки ценных бумаг федерального правительства на открытом рынке увеличивают резервы банковской системы, ранее уже был рассмотрен. Т-счет 13.1 иллюстрирует, каким образом продажа ценных бумаг уменьшает банковские резервы. Предположим, что Федеральный Резервный банк продает небанковскому дилеру ценные бумаги федерального правительства США на сумму в 1000 долларов, тем самым сокращая их количество, находящееся в распоряжении ФРС. Дилер осуществляет платеж по этой сделке через коммерческий банк, который заплатит Федеральному Резервному банку посредством телеграфного перевода. Банк уменьшает вклад дилера на 1000 долларов, а телеграфный перевод уменьшит резервные депозиты этого коммерческого банка в Федеральном Резервном банке на ту же сумму.

Т-счет 13.1

Федеральный Резервный банк		Коммерческий банк	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Ценные бумаги Федерального правительства США — \$1000	Резервные депозиты — \$1000	Резервы в Федеральном Резервном банке — \$1000	Депозиты — \$1000

Примечание: представлена ситуация реализации ценных бумаг небанковскому дилеру.

Табл. 13.1 Уравнение банковских резервов и денежная база 31 октября и 30 ноября 1986 года.

Позиции в представленном ниже уравнении банковских резервов взяты из объединенных балансовых отчетов двенадцати Федеральных Резервных банков и отчетов Государственного Казначейства США. Последние включают в себя три позиции: платежные средства, выпущенные в обращение Государственным Казначейством США; обращающиеся платежные средства; авуары Государственного Казначейства. Ныне золотой запас Государственного Казначейства США обычно равняется общей сумме счета золотых сертификатов, находящегося в распоряжении Федеральных Резервных банков. Балансовый отчет Федерального Резервного банка включает в себя как резервные депозиты, так и балансовые отчеты депозитных учреждений, относящиеся к оказанию банковских услуг.

Факторы, предлагающие резервные депозиты в Федеральных Резервных банках:	Сумма (миллиарды долларов)	
	30 ноября 1986 г.	31 октября 1986 г.
Федеральный резервный кредит:	204,470	197,949
Ценные бумаги федерального правительства США и других федеральных органов		
Ссуды	0,557	0,808
Флоут	0,748	0,441
Другие Федеральные Резервные активы	15,898	16,797
Золотой запас	11,084	11,084
Счет сертификатов специальных прав заимствования	5,018	5,018
Платежные средства, выпущенные в обращение Государственным Казначейством США	17,549	17,488
Итого:	255,318	249,583
Факторы, поглощающие резервные депозиты в Федеральных Резервных банках:		
Обращающиеся платежные средства	206,904	202,517
Авуары Государственного Казначейства США	0,459	0,485
Депозиты в Федеральных Резервных банках: Государственное Казначейство США	2,529	2,491
Иностранные и другие	0,650	0,782
Балансовые остатки депозитных учреждений, относящиеся к оказанию банковских услуг	1,744	1,744
Другие обязательства Федеральной Резервной Системы в счета движения капитальных средств	6,480	6,342
Итого:	218,766	214,361
Денежная база:		
Резервные депозиты в Федеральных Резервных банках	36,522*	35,222
Обращающиеся платежные средства	206,904	202,517
Итого:	243,456	237,739

* — Характеризует разность между общей суммой факторов, предлагающих и поглощающих резервные депозиты в Федеральных Резервных банках
 Источник: Federal Reserve Bulletin, February, 1987, p. A4.

Заметим, если бы ФРС продала эти ценные бумаги банку, который также специализируется на операциях с ценными бумагами, результат, представленный на Т-счете, был бы несколько иным. В этом случае коммерческий банк, приобретая дополнительные ценные бумаги федерального правительства

СПИА, уменьшил бы свои резервы в Федеральном Резервном банке на сумму, равную объему сделки. При этом его обязательства по депозитам (пассивы) остались бы без изменений.

Ссуды депозитным учреждениям

Другой важный фактор предложения банковских резервов — это общая сумма займов банков и ссудо-сберегательных учреждений у Федеральных Резервных банков. Механизм того, как увеличение этих ссуд инициирует увеличение резервов банковской системы, подробно разобран в предыдущей главе. Изменения в объеме ссуд, предоставляемых Федеральными Резервными банками, во многом зависят от инициативы депозитных учреждений, хотя Федеральные Резервные банки способны вмешаться в этот процесс, варьируя банковские учетные ставки. Как указывалось ранее, величина займов, используемых для корректировки банковских резервов и сезонных потребностей в средствах, имеет тенденцию к росту в те периоды времени, когда учетная ставка низка по отношению к другим рыночным нормам процента, и, соответственно, величина этих займов уменьшается при относительно высоком уровне банковских учетных ставок.

Флоут

В табл. 13.1 третий фактор, способствующий предложению резервных депозитов, — это так называемый «флоут» Федеральной Резервной Системы — разность между двумя позициями в балансовом отчете Федерального Резервного банка: чеками и другими платежными документами в процессе инкассации и неразмещенным (отложенным) кредитом (см. главу 11). Флоут всегда представляет собой сугубо положительную величину, так как процесс инкассации чеков отдаленных банков занимает гораздо больше времени, нежели тот короткий срок, на который кредит для чеков может быть отложен. Общий объем «флоута» ФРС возрастает в тех случаях, когда Федеральный Резервный банк кредитует чек, проходящий через ФРС в банк, депонирующий его ранее, чем инкассирует сумму по этому чеку у другого банка.

«Флоут» играет весьма значительную роль в уравнении банковских резервов, поскольку еженедельные изменения этого параметра могут значительно повлиять на объем резервных депозитов самым нежелательным образом с точки зрения управления этим процессом в нужном русле.

Так, например, в табл. 13.1 отмечен рост этой позиции с 441 млн. долларов до 748 млн. за период с 31 октября по 30 ноября 1986 года. Более того, можно утверждать, что «флоут» возрастет к концу каждой недели и в начале большинства месяцев. Эта закономерность отражает сложившиеся схемы оплаты счетов хозяйственными агентами и деловыми предприятиями. В дополнение отметим, что все обстоятельства, задерживающие перевод чеков — будь то поломка компьютера либо снежный шторм, нарушивший работу авиалиний, — приводят к увеличению «флоута».

С целью иллюстрации того обстоятельства, каким образом «флоут» влияет на резервные депозиты Банковской системы, рассмотрим инкассирование отдаленно взятого чека на 1000 долларов, полученного Федеральным Резервным банком Бостона и выписанного на коммерческий банк, расположенный в Федеральном Резервном округе Сан-Франциско. Как показано на Т-счете 13.2а в этом случае в балансовом отчете Федерального Резервного банка Бостона немедленно произойдут следующие изменения, а именно: позиция «чеки и дру-

гие платежные документы в процессе инкассации» увеличится на 1000 долларов. На период, скажем, двух дней это обстоятельство обеспечит увеличение позиции «неразмещенный кредит» на ту же самую величину. Таким образом, до настоящего момента разность между этими двумя позициями — и, следовательно, «флоут» — не увеличится.

Однако к исходу этого срока Федеральный Резервный банк Бостона (все еще располагая добавочной суммой в 1000 долларов на позиции «чеки и другие платежные документы в процессе инкассации») обязан кредитовать банк, который депонировал чек на 1000 долларов. Произшедшие при этом изменения в балансовых отчетах представлены на Т-счете 13.2. В этом случае «флоут» возрастает. Такая процедура увеличивает общие резервы банковской системы, поскольку резервы Федерального Резервного банка Бостона в этот момент уже увеличились, а резервы банка Сан-Франциско еще не уменьшились.

Т-счет 13.2

Изменение «флоута» Федеральной Резервной Системы при инкассации чека в 1000 долларов Федеральным Резервным банком Бостона у Федерального Резервного банка Сан-Франциско

а. Федеральный Резервный банк Бостона получает чек, выписанный на банк, находящийся в Федеральном Резервном округе Сан-Франциско.

Федеральный Резервный банк Бостона

Активы	Пассивы и собственный капитал
Чеки и другие платежные документы в процессе инкассации + \$1000	Неразмещенный кредит + \$1000

б. «Флоут» возрастет, когда Федеральный Резервный банк Бостона кредитует банк, который депонировал чек.

Федеральный Резервный банк Сан-Франциско

Активы	Пассивы и собственный капитал
Без изменений	Неразмещенный кредит — \$1000 Резервные депозиты + \$1000

с. Воспоследовавшее уменьшение позиции «чеки и другие платежные документы в процессе инкассации» Федерального Резервного банка Бостона возвращает «флоут» в исходное состояние, а Федеральные Резервные банки осуществляют взаиморасчеты, внося соответствующие изменения в свои счета золотых сертификатов.

Федеральный Резервный банк Бостона

Активы	Пассивы и собственный капитал
Чеки и другие платежные документы в процессе инкассации — \$1000 Счет золотых сертификатов	Без изменений

Федеральный Резервный банк Сан-Франциско

Активы	Пассивы и собственный капитал
Счет золотых сертификатов — \$1000	Резервные депозиты — \$1000

«Флоут», возникающий в результате движения единичного чека в рассматриваемом примере, существует от силы день-два. Когда процесс клиринга чека завершается, резервные депозиты банка, на который был выписан чек, и счет золотых сертификатов Федерального Резервного банка Сан-Франциско уменьшаются; одновременно с этим счет золотых сертификатов Федерального Резервного банка Бостона растет. За этим процессом следит Межкрупной расчетный фонд, который ведет учет перевода золотых сертификатов в форме книжной записи, избегая излишних сложностей при осуществлении подобных трансакций.

Принимая в 1980 году новые законы, регулирующие финансово-кредитные отношения, Конгресс США обязал ФРС всемерно снизить объем «флоута» либо взимать с банков пени за него. Дело в том, что в период с 1975 по 1980 год статья «флоут» увеличилась более чем в три раза. С 1980 года ФРС ввела обязательную одностороннюю обработку чеков и иных платежных документов, получившую название «корректировка флоута». Вводя эти новшества, конгресс США надеялся сократить правительственные расходы на выплату процентов по займам у населения. Эти, казалось бы малосвязанные на первый взгляд вещи, на самом деле тесно зависимы. Дело в том, что поддержка заданного уровня банковских резервов при их уменьшении благодаря снижению объема флоута потребует компенсации в виде увеличения покупок ценных бумаг на открытом рынке Федеральной Резервной Системой. Таким образом, выплаты Государственного Казначейства процентов частным владельцам ценных бумаг сокращаются.

Другие Федеральные Резервные активы

Понятие «другие Федеральные Резервные активы» включает в себя активы, деноминированные в иностранной валюте, помещения, сооружения и здания, принадлежащие Федеральным Резервным банкам, а также прочие активы, не выделенные отдельной строкой в балансовых отчетах Федеральных Резервных банков. Наиболее важны из них активы, деноминированные в иностранной валюте. Покупка иностранной валюты Федеральными Резервными банками увеличивает объем резервных депозитов ФРС аналогично тому, как это происходит при покупке у коммерческих банков ценных бумаг федерального правительства на открытом рынке. Технически это мероприятие осуществляется следующим образом: какой-либо Федеральный Резервный банк телеграфирует дилеру, специализирующемуся на валютных операциях (обычно этим дилером является отдел крупного коммерческого банка), что он увеличивает резервные депозиты этого банка в качестве платы за приобретенную иностранную валюту. Количество иностранной валюты, находящейся в распоряжении этого банка, уменьшается, а его резервные депозиты в ФРС увеличиваются. Диапазон изменений этих активов временами может быть весьма велик, особенно в периоды осуществления Федеральными Резервными банками валютных интервенций на внешних валютных рынках.

Счет золотых сертификатов

Пятым фактором, способствующим предложению резервных депозитов, является общая величина золотого запаса Государственного Казначейства США. Золотой запас Казначейства оценивается исходя из установленной цены: 42 доллара 22 цента за одну тройскую унцию. С 1972 года счет золотых сер-

тификатов (см. главу 11) в балансовых отчетах Федеральных Резервных банков практически полностью соответствовал тому количеству золота, которым владело Государственное Казначейство США в качестве одного из своих активов.

С тех пор как в 1971 году Государственное Казначейство США прекратило покупку и продажу золота, этот фактор не оказывает какого-либо существенного влияния на объем резервных депозитов, поскольку величина золотого запаса Государственного Казначейства практически неизменна. До этого времени объем резервных депозитов ФРС возрастал при приобретении Государственным Казначейством США золота, и, соответственно, уменьшался при его продаже. Таким образом продажа золота Государственным Казначейством США уменьшает резервные депозиты, размещенные в Федеральных Резервных банках, представлено на Т-счете 13.3. Покупатели золота обычно платят за товар, выписывая чеки на свои вклады до востребования в коммерческих банках (в описываемый период времени платежи посредством чеков были более распространены, нежели телеграфные переводы). Как представлено на Т-счете 13.3а, когда Государственное Казначейство депонирует в Федеральном Резервном банке чек, который оно получило в уплату за проданное золото, сумма на соответствующем счете Казначейства увеличивается, а резервные депозиты коммерческого банка в Федеральном Резервном банке уменьшаются. Затем Федеральный Резервный банк возвращает чек в коммерческий банк, который снимает соответствующую сумму со вклада клиента, который приобрел золото.

Т-счет 13.3

Уменьшение резервных депозитов при продаже золота Государственным Казначейством США

а. Государственное Казначейство США получает платеж за проданное золото

Федеральный Резервный банк		Коммерческий банк	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Без изменений	Депозиты Государственного Казначейства + \$1000	Резервы в Федеральном Резервном банке — \$1000	Депозиты — \$1000

б. Государственное Казначейство США уменьшает свой счет золотых сертификатов

Федеральный Резервный банк

Активы	Пассивы и собственный капитал
Счет золотых сертификатов — \$1000	Депозиты Государственного Казначейства — \$1000

Кроме того, продажа золота требовала добавочной корректировки. Если Государственное Казначейство США продавало золотые слитки, то счет золотых сертификатов в банках ФРС уменьшался, так как величина этого счета находится в прямо пропорциональной зависимости от количества золота, которым обладает Государственное Казначейство. Уменьшение счета золотых сертификатов уменьшает депозиты Казначейства в Федеральных Резервных банках. Это

обстоятельство отражено на Т-счете 13.3в. Таким образом результат продажи золота таков: уменьшение счета золотых сертификатов и резервных депозитов коммерческих банков в Федеральных Резервных банках.

Специальные права заимствования

Изменения счета сертификатов специальных прав заимствования (см. главу 11) — следующего фактора, предлагающего резервные депозиты, — зависит от общего количества специальных прав заимствования (СДР), находящегося в распоряжении Государственного Казначейства США. («SDRs in Federal Reserve Operations and Statistics», Federal Reserve Bulletin, May 1970, p. 421—424.) Государственное Казначейство США приобретает СДР через Международный Валютный Фонд, а также посредством разнообразных операций на внешних валютных рынках на межправительственном уровне. Получив в свое распоряжение дополнительное количество СДР, Государственное Казначейство США может выпустить больше сертификатов специальных прав заимствования, хотя оно вправе и не поступать таким образом. Например, в ноябре 1986 года Государственное Казначейство США выпустило сертификатов специальных прав заимствования на сумму в 5 млрд. долларов, хотя располагало количеством СДР, существенно превосходящим указанную цифру — 8,3 млрд. долларов. Хотя изменения в счете сертификатов специальных прав заимствования возникают нечасто и обычно они весьма невелики по объему, существенные изменения в этом счете могут возыметь обширные последствия на уровень банковских резервов. Когда Государственное Казначейство получает СДР из Международного Валютного Фонда (об этом процессе подробно рассказано в главе 22 — прим. пер.), а затем выпускает сертификаты специальных прав заимствования, то счет сертификатов специальных прав заимствования и специальный счет Государственного Казначейства США увеличиваются; при этом происходит рост уровня резервных депозитов. Те хозяйственные агенты, которые получают чеки, выписанные на специальный счет Государственного Казначейства, депонируют их в свои банки, которые затем осуществляют аналогичную процедуру, размещая их на своих счетах в Федеральных Резервных банках.

Операции с привлечением СДР на внешних валютных рынках также оказывают определенное воздействие на банковские резервы. Когда Государственное Казначейство обменивает специальные права заимствования на иностранную валюту, а затем пускает ее в продажу, резервные депозиты уменьшаются. Государственное Казначейство обычно прибегает к продаже специальных прав заимствования и иностранной валюты для проведения валютных интервенций на внешних валютных рынках с целью оказания воздействия на обменный курс доллара¹. Аналогично закупки иностранной валюты с последующим обменом ее на СДР расширяют резервные депозиты. Государственное Казначейство обычно приобретает специальные права заимствования, обеспечивая какое-либо иное государство необходимым количеством потребной ему валюты для покрытия дефицита внешнеторгового платежного баланса либо осуществления валютной интервенции. На Т-счете 13.4 показано, каким образом уменьшаются банковские резервы, когда Государственное Казначейство продает дилеру иностранную валюту, которую оно выручило от реализации СДР. Дилер, специализирующийся на операциях с иностранной валютой (обычно это специальное подразделение большого коммерческого банка), оплачивает сделку, телеграфируя в Федеральный Резервный банк о переводе, к примеру,

¹ Механизм валютных интервенций подробно изложен в главе 22. — прим. пер.

1000 долларов с его резервного депозита на специальный счет Казначейства в Федеральном Резервном банке. Эта ситуация проиллюстрирована на Т-счете 13.4а.

Если затем Государственное Казначейство решает уменьшить счет сертификатов специальных прав заимствования и специальный счет Казначейства в Федеральных Резервных банках в соответствии с имеющимся в его распоряжении количеством СДР, то счет сертификатов специальных прав заимствования и специальный счет Казначейства в Федеральных Резервных банках также уменьшаются. Ситуация представлена на Т-счете 13.4в. Результат этой финансовой операции (представленный на Т-счете 13.4а и 13.4в) уменьшает как счет сертификатов специальных прав заимствования, так и резервные депозиты.

Если Государственное Казначейство покупает иностранную валюту, а затем использует ее для приобретения СДР у зарубежного партнера, итоговый результат будет противоположен представленному. В этом случае Государственное Казначейство приобретает у банков, имеющих специализированные отделы, иностранную валюту, которую затем обменивает на СДР. Банк-продавец получит телеграфный перевод от Казначейства на 1000 долларов со специального счета Государственного Казначейства на свой резервный счет. Если затем Казначейство решает расширить счет сертификатов специальных прав заимствования, приводя его в соответствие с увеличившимся количеством СДР, то счет сертификатов специальных прав заимствования (рассматриваемый как актив Федеральных Резервных банков) и специальный счет Государственного Казначейства (рассматриваемый как пассив) возрастут.

Т-счет 13.4

Уменьшение резервных депозитов, вызванное продажей иностранной валюты, полученной от реализации СДР

а. Государственное Казначейство США
получает платеж за иностранную
валюту

Федеральный Резервный банк		Коммерческий банк	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Без изменений	Специальный счет Казначейства + \$1000 Резервные депозиты — \$1000	Резервы в Федеральном Резервном банке — \$1000 Иностранная валюта + \$1000	Без изменений

б. Государственное Казначейство США уменьшает свой счет сертификатов специальных прав заимствования

Федеральный Резервный банк	
Активы	Пассивы и собственный капитал
Счет сертификатов специальных прав заимствования — \$1.000	Специальный счет Казначейства — \$1.000

Результат этой финансовой операции в его чистом виде увеличивает как счет сертификатов специальных прав заимствования в Федеральных Резервных

банках, так и резервные депозиты. Заметим, что на специальном счете Государственного Казначейства в этом случае не будет зафиксировано никаких изменений.

Платежные средства Государственного Казначейства

Общее количество платежных средств Государственного Казначейства состоит главным образом из монет, небольшого числа банкнот США и некоторого количества иных бумажных денег в процессе изъятия из обращения. Монеты в настоящее время — это единственный вид платежных средств Государственного Казначейства, выпускаемый в обращение. Как указано в главе 2, платежные средства Государственного Казначейства — суть средства Казначейства США, и их общий объем платежных средств Государственного Казначейства постоянно, хотя и в малой степени, возрастает по мере того, как монетный двор Государственного Казначейства чеканит и пускает в оборот новые монеты, обеспечивая тем самым нужды и потребности экономической системы в процессе ее развития. Этот фактор, естественно, оказывает относительно скромное, но все же существующее, влияние на расширение резервных депозитов.

Т-счет 13.5

Рост резервных депозитов при увеличении общего объема платежных средств Государственного Казначейства

а) Государственное Казначейство депонирует вновь выпущенные монеты в Федеральном Резервном банке

Федеральный Резервный банк

Активы	Пассивы и собственный капитал
Монеты + \$1000	Депозиты Государственного Казначейства + \$1000

в) Использование Государственным Казначейством полученных средств увеличивает резервные депозиты

Федеральный Резервный банк

Коммерческий банк

Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Без изменений	Депозиты Государственного Казначейства — \$1000 Резервные депозиты + \$1000	Резервы в Федеральном резервном банке + \$1000	Депозиты + \$1000

Т-счет 13.5 иллюстрирует вышеуказанное обстоятельство. Когда монетный двор Государственного Казначейства депонирует вновь выпущенные монеты в Федеральном Резервном банке, депозиты Государственного Казначейства в ФРС возрастают (см. Т-счет 13.5а). Затем Государственное Казначейство использует этот вклад, а некий хозяйственный агент, получивший соответствующий платеж от Казначейства, депонирует чек в коммерческом банке; далее коммерческий банк депонирует эти средства в Федеральном Резервном банке своего округа, при этом депозиты банка в ФРС возрастают, а депозиты Казначейства — уменьшаются (см. Т-счет 13.5в). Конечный

результат этой финансовой операции приводит к увеличению резервных депозитов. Однако Государственное Казначейство будет вынуждено истратить часть приобретенных средств на оплату производства новых монет. Напомним, что прибыль, полученная Казначейством и составляющая разность между номинальной стоимостью выпущенных монет и издержками их эмиссии, называется сеньораж (см. главу 2). Сеньораж является важным источником дохода, который в итоге направляется на нужды федерального правительства.

ПОГЛОЩЕНИЕ РЕЗЕРВНЫХ ДЕПОЗИТОВ

Далее мы обратимся к другой стороне уравнения балансовых резервов — а именно к факторам, способствующим поглощению резервных депозитов; их рост приводит к уменьшению резервных депозитов и наоборот — уменьшение способствует росту резервных депозитов.

Обращающиеся платежные средства

Наиболее важный фактор, поглощающий резервные депозиты, — это обращающиеся платежные средства; они состоят из общего объема банкнот ФРС и платежных средств Государственного Казначейства США, за исключением находящихся на хранении в Государственном Казначействе и Федеральных Резервных банках.

Т-счет 13.6

Уменьшение резервных депозитов при увеличении объема обращающихся
платежных средств

а. Коммерческий банк обменивает депозиты в Федеральном Резервном банке, увеличивая тем самым свои кассовые остатки.

б. Увеличение количества банкнот ФРС при потребности в них, возникшей у коммерческого банка

Коммерческий банк		Федеральный Резервный банк	
Активы	Пассивы в собственный капитал	Активы	Пассивы в собственный капитал
Кассовые остатки + \$1000	Без изменений	Без изменений	Резервные депозиты — \$1000
Резервы в Федеральном Резервном банке — \$1000			Банкноты ФРС + \$1000

с. Денежные активы Федерального Резервного банка уменьшаются при потребности в монетах, возникшей у коммерческого банка

Федеральный Резервный банк

Активы	Пассивы в собственный капитал
Монеты — \$1000	Резервные депозиты — \$1000
	Банкноты ФРС + \$1000

Рост величины обращающихся платежных средств уменьшает объем резервных депозитов в Федеральных Резервных банках.

Как представлено на Т-счете 13.6а, в тот момент, когда банк получает наличные суммы (монеты и бумажные деньги) от Федерального Резервного банка, его резервы в ФРС уменьшаются. Банкноты ФРС и платежные средства Государственного Казначейства, находящиеся в виде кассовых остатков в коммерческих банках, составляют часть обращающихся платежных средств. Если абсолютное увеличение объема обращающихся платежных средств состоит из выпущенных в обращение банкнот ФРС, то соответствующее сокращение резервных депозитов иллюстрируется на Т-счете 13.6б. С другой стороны, если абсолютное увеличение объема обращающихся платежных средств приходится на долю монет, выпущенных Государственным Казначейством, то это обстоятельство уменьшит их количество в Федеральных Резервных банках (см. Т-счет 13.6с).

Заметим, что рост и увеличение объемов обращающихся платежных средств, снижая уровень резервных депозитов, не уменьшает при этом денежную базу. Вспомним, что денежную базу составляет сумма резервных депозитов и общий объем обращающихся платежных средств (кассовые остатки в банках и наличные деньги, обращающиеся вне банковской сферы). Рост обращающихся платежных средств в точности равняется в этом случае уменьшению резервных депозитов, то есть денежная база не претерпевает каких-либо изменений.

Т-счет 13.7

Уменьшение резервных депозитов банковской системы при увеличении авуаров Государственного Казначейства

а. Государственное Казначейство обменивает депозиты в Федеральном Резервном банке на банкноты ФРС

Федеральный Резервный банк

Активы	Пассивы и собственный капитал
Без изменений	Депозиты Государственного Казначейства — \$1000 Банкноты ФРС + \$1000

б. Государственное Казначейство обменивает депозиты в Федеральном Резервном банке на монеты

Федеральный Резервный банк

Активы	Пассивы и собственный капитал
Монеты — 1000	Депозиты Государственного Казначейства — 1000

с. При пополнении депозитов Государственного Казначейства происходит уменьшение резервных депозитов банковской системы

Федеральный Резервный банк

Коммерческий банк

Активы	Пассивы и собственный капитал
Без изменений	Депозиты Государственного Казначейства + \$1000 Резервные депозиты — \$1000

Активы	Пассивы и собственный капитал
Резервы в Федеральном Резервном банке — \$1000	Депозиты — \$1000

Авуары Государственного Казначейства США

Авуары Государственного Казначейства США — второй фактор, способствующий поглощению резервных депозитов, — включают в себя монеты и банкноты ФРС, являющиеся в этот момент собственностью федерального правительства и хранящиеся в Государственном Казначействе. В качестве

основного типа денег Государственное Казначейство открывает вклады до востребования в Федеральных Резервных банках и иных депозитных учреждениях, однако некоторое количество денежных средств в виде монет и бумажных денег для обеспечения определенных финансовых операций также находится в распоряжении Государственного Казначейства. Кроме того, продукция монетных дворов США первоначально также оседает в подвалах Казначейства. Изменения этой позиции уравнивания банковских резервов весьма незначительны по своему объему и, следовательно, влиянию на финансово-экономическую систему.

Если Государственное Казначейство решает увеличить свои авуары, депозиты Государственного Казначейства в Федеральных Резервных банках уменьшаются (см. Т-счет 13.7а и б). Хотя сама по себе эта финансовая операция прямо не повлияет на резервные депозиты, обычно Государственное Казначейство восполняет свои вклады в Федеральных Резервных банках, обеспечивая тем самым их на уровне, достаточном для удовлетворения потребностей этого федерального органа. Когда Государственное Казначейство депонирует в ФРС налоговые поступления, полученные в виде чеков, выписанных на коммерческие банки, резервные депозиты уменьшаются (см. Т-счет 13.7с).

Депозиты Государственного Казначейства США

Еженедельные изменения депозитов Государственного Казначейства США в Федеральных Резервных банках — третий важный фактор, способствующий поглощению резервных депозитов. Зачастую он играет весьма существенную роль при рассмотрении уравнивания банковских резервов. Заметим, что в табл. 13.1 разница в депозитах Государственного Казначейства на 31 октября и 30 ноября 1986 года весьма незначительна. Несколько раз в неделю денежные средства переводятся на этот счет в ФРС со вкладов Государственного Казначейства в иных депозитных учреждениях. Такие операции воздействуют на объем резервных депозитов следующим образом: когда депозиты Казначейства в Федеральных Резервных банках возрастут, резервные депозиты коммерческих банков уменьшатся на ту же самую величину (см. Т-счет 13.8).

Т-счет 13.8

Уменьшение резервных депозитов банковской системы при
увеличении депозитов Государственного Казначейства
США в Федеральных Резервных банках

Федеральный Резервный банк		Коммерческий банк	
Активы	Пассивы и собственный капитал	Активы	Пассивы и собственный капитал
Без изменений	Депозиты Государственного Казначейства + \$1000 Резервные депозиты	Резервы в Федеральном банке — \$1000	Депозиты Федерального правительства США — \$1000

Когда Государственное Казначейство расходует свои средства, выписывая чеки на свои депозиты в Федеральных Резервных банках, резервные депозиты, наоборот, увеличиваются, а суммы на счетах Государственного Казначейства в ФРС уменьшаются. Любой хозяйственный агент, получивший от Государственного Казначейства чек, депонирует его в ком-

мерческом банке. Следовательно, резервные депозиты возрастают после того, как этот чек будет представлен коммерческим банком в ФРС для инкассирования.

Депозиты иностранных правительственных органов

Депозиты иностранных правительственных органов, некоторые другие депозиты и балансовые остатки депозитных учреждений, относящиеся к оказанию банковских услуг, размещенные в Федеральной Резервной Системе, обычно проявляют тенденцию к весьма постепенным изменениям.

В балансовом отчете двенадцати Федеральных Резервных банков, приведенном в табл. 11.1, вклады депозитных учреждений составили 38,296 млрд. долларов, из которых 36,552 млрд. долларов приходилось на долю резервных депозитов, а 1,744 млрд. долларов являлись балансовыми остатками депозитных учреждений, относящимися к оказанию банковских услуг. Эти последние принадлежат, как правило, небольшим депозитным учреждениям, акцентирующим внимание в своей деятельности на неличные вклады на срок, сберегательные вклады, вклады в евровалюте, которые по своему объему столь невелики, что не требуют соответствующего обязательного резервного покрытия. Наличие этих балансовых остатков обеспечивает возможность осуществления клиринга чеков, выписанных на эти вклады, и телеграфных переводов.

Изменения объемов депозитов иностранных правительственных органов и балансовых остатков депозитных учреждений, относящихся к оказанию банковских услуг, оказывают то же воздействие на резервные депозиты, что и изменения депозитов Государственного Казначейства. Например, иностранные правительственные органы увеличивают свои вклады в Федеральных Резервных банках, депонируя в ФРС чеки, выписанные на коммерческие банки США. Таким образом, депозиты иностранных правительственных органов в ФРС возрастают, а резервные вклады депозитных учреждений уменьшаются. Противоположный эффект имеет место, когда некое иностранное правительственное учреждение выписывает чек на свой вклад, размещенный в ФРС. Когда коммерческий банк, получивший этот платежный документ, депонирует его в Федеральном Резервном банке, его резервные депозиты в ФРС возрастают, а иностранные депозиты уменьшаются.

Аналогичная взаимосвязь сохраняется и между резервными депозитами и балансовыми остатками депозитных учреждений, относящихся к оказанию банковских услуг. Чеки, депонированные на эти балансовые остатки, могут, к примеру, их увеличивать и уменьшать резервные депозиты коммерческих банков, на который они были выписаны. Поскольку Федеральная Резервная Система своей властью исключает некоторые виды этих балансовых остатков из резервных депозитов, то их общие изменения не всегда оказывают влияние на величину резервных депозитов.

Другие обязательства ФРС

Другие обязательства ФРС и счета движения капитальных средств — последний из факторов, поглощающий резервные депозиты, включает в себя в первую очередь счета движения капитальных средств Федеральных Резервных банков плюс ряд текущих обязательств. Сам по себе этот фактор оказывает небольшое влияние на уравнение банковских резервов. Рост счетов движения капитальных средств уменьшает резервные депозиты;

соответственно наблюдается и обратная зависимость. Например, когда коммерческий банк приобретает какие-либо капитальные средства, принадлежащие ФРС, он оплачивает сделку, выписывая чек на вклад этого банка в Федеральном Резервном банке. Таким образом, оплаченная часть акционерного капитала Федерального Резервного банка возрастает, а резервные депозиты коммерческого банка уменьшаются. Противоположный эффект наблюдается при выплате дивидендов через Федеральный Резервный банк: банк депонирует соответствующий чек в ФРС и, таким образом, резервные депозиты возрастают, а позиция «счет движения капитальных средств» уменьшается.

ЧАСТЬ IV
МОНЕТАРИСТСКАЯ МОДЕЛЬ:
ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА



Глава 14

ДЕНЬГИ И ЭКОНОМИКА

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Вывести и дать соответствующую интерпретацию уравнению обмена.
- Объяснить, исходя из классической количественной теории денег и цен, соотношение между денежной массой, находящейся в обращении, и абсолютным уровнем цен.
- Описать типичный деловой цикл.
- Объяснить на примере экономики США взаимные зависимости между стадиями делового цикла и количеством денег, находящихся в обращении.
- Обсудить проблемы современной количественной теории денег и цен, монетаристской школы и кейнсианского подхода как инструментов денежно-кредитной политики.

В предыдущих главах мы познакомились с природой денег, способами их создания в недрах банковской системы и теми механизмами, с помощью которых Федеральная Резервная Система (ФРС) контролирует и регулирует количество денег. Начиная с настоящей главы, мы обратимся к монетаристской теории, изучающей влияние денег и определенной денежно-кредитной политики на состояние экономики в целом. Изучение и обсуждение монетаристской теории в дальнейшем строится на описанных ранее концептуальных понятиях коммерческой и государственной банковских систем. Деньги как таковые влияют на экономику согласно правилам, которыми руководствуются банки, создавая деньги и проводя в жизнь соответствующую финансовую политику. Однако в главах, посвященных изложению концепций монетаристской школы, мы несколько расширим принятый ранее круг понятий. Мы попытаемся заглянуть дальше — за финансовые рынки и процентные ставки — и обратимся к таким общим вопросам, как инфляция, безработица и экономический рост.

Настоящая глава начинается обсуждение монетаристской теории с краткого исторического экскурса. Следующая группа глав исследует влияние денег на уровень затрат, выпуск продукции и уровень цен. Заключительные главы переносят рассмотрение монетаристской теории в транснациональные сферы.

КЛАССИЧЕСКАЯ КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ТЕОРИЯ

Представление о том, что деньги влияют на уровень внутренних цен, достаточно архаично. Европейцы поняли это обстоятельство еще в 16 веке, когда поток награбленного серебра и золота, хлынувший из Нового Света в Европу, резко увеличил количество денег, находящихся в обращении. Рост количества серебра и золота совпал с ростом уровня цен, и многие усмотрели в этом событии прямую причинно-следственную связь. (см. раздел 14.1 «Из истории денег»). В 1630 году английский историограф и толкователь Томас Мун написал следующее: «Существует единое всеобщее мнение, что наличие большого количества денег в Королевстве делает английские товары дороже». Этот пассаж часто цитируют в качестве первого упоминания о доктрине, которая в течение следующих трех столетий стала известна как классическая количественная теория денег и цен.

Классическая количественная теория денег и цен оптимальным образом может быть истолкована в рамках анализа уравнения обмена, введенного ранее в главе 1, хотя само по себе это уравнение было выражено в современной форме только в нашем столетии. Уравнение обмена записывается следующим образом:

$$MV = Py, \quad (14.1)$$

где M — количество денег, находящихся в обращении; V — скорость обращения денег; P — уровень цен; y — уровень реального объема производства.

Уравнение обмена в данной форме выражает некое отношение учета, остающееся справедливым в любых условиях, что достигается введением в него скорости обращения денег в движении доходов. Например, при реальном объеме производства, равном 1 триллиону долларов, и обращении каждого доллара из общей денежной массы в среднем 4 раза в год для поддержания абсолютного уровня цен на единичном уровне очевидно потребуется 250 млрд. долларов денежной массы, находящейся в обращении. Однако, вводя ряд дополнительных соображений, уравнение обмена и его следствия возможно трансформировать в теорию абсолютного уровня цен.

В частности, многие сторонники классической школы полагали, что скорость обращения денег в движении доходов и реальный объем производства (выпуск продукции) имеют тенденцию стремиться к некоему естественному уровню и не зависят от воздействия денег и денежной политики (следовательно, могут рассматриваться как константы). Они считали, что реальный объем производства определяется состоянием трудовых ресурсов государства, его производственными мощностями и так далее, а скорость обращения определяется факторами, схожими с количеством ежегодных выплат жалования рабочим. Следуя этой теории, уравнение обмена может быть переписано следующим образом (учитывая, что V — скорость обращения и y — реальный объем производства не зависят от количества денег, находящихся в обращении):

$$P = M \frac{V}{y}, \quad (14.2)$$

откуда следует, что изменение абсолютного уровня цен приводит к пропорциональному изменению номинального количества денег и наоборот.

Согласно вышеприведенным постулатам количественной теории денег и цен, удвоение одной из переменных должно вести к удвоению другой, при условии достижения скоростью обращения и реальным объемом производства своих «естественных» уровней по истечении некоего временного интервала. Именно такую ортодоксальную теорию и имел в виду Томас Мун, когда утверждал, что на эту тему «существует единое всеобщее мнение».

Уравнение обмена можно выразить и в единицах приращений входящих в него параметров (проще говоря, в дифференциальной форме — *прим. пер.*):

$$\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta y}{y}, \quad (14.3)$$

Здесь изменения в проведении денежной политики определяются вариацией темпов роста количества денег, находящихся в обращении $\left(\frac{\Delta M}{M}\right)$, а не изменением их общего количества в обращении. Параметр $\left(\frac{\Delta P}{P}\right)$ характеризует годовой темп инфляции $\left(\frac{\Delta y}{y}\right)$ — годовые темпы роста реального объема производства, а параметр $\left(\frac{\Delta V}{V}\right)$ — ускорение обращения денег за рассматриваемый период времени.

От подобной теории нельзя, разумеется, ожидать универсальности и равнозначности. Частично это происходит вследствие появления непредвиденных обстоятельств в краткосрочные временные интервалы, частично из-за роста реального объема производства с течением времени. Кроме того, факторы,

влияющие на скорость обращения денег, также не остаются неизменными. Тем не менее, даже грубая количественная теория, которая не учитывает вышеописанные процессы, считая входящие в них параметры на определенном уровне анализа фиксированными, весьма отчетливо иллюстрирует тесную взаимосвязь количества денег, находящихся в обращении, и абсолютного уровня цен. Никогда не существовала быстрая инфляция без быстрого роста денежной массы, быстрый рост денежной массы в течение продолжительного периода времени никогда не сопровождался стабильностью цен.

ДЕНЬГИ И ДЕЛОВОЙ ЦИКЛ

Классическая количественная теория акцентирует свое основное внимание на долгосрочных временных интервалах, учитывая, что реальный объем производства определяется такими долгосрочными факторами, как численность населения и производственные мощности. Конечно, экономисты классической школы прекрасно понимали, что реальный объем производства не остается постоянным на краткосрочных временных интервалах, и признавали, что тем-

14.1 Из истории денег

РЕВОЛЮЦИЯ ЦЕН В 16 СТОЛЕТИИ

Начиная с 1500 года, после периода относительной стабильности, уровень цен в Европе начал стремительно расти. Приблизительно к 1600 году — насколько точно позволяют утверждать нижеследующие имеющиеся фактические данные — уровень цен по сравнению с началом века повысился в 3—5 раза. Затем инфляционные процессы ослабели, темпы инфляции замедлились и стабильные цены просуществовали до середины 18 века. Современники не оставили это событие без внимания и пытались комментировать его. Позднее этот период получил название у классиков экономики как период революции цен.

Основной вопрос экономической истории описываемого периода — это взаимосвязь между революцией цен и притоком серебра и золота из Нового Света. В 1928 году Эрл Гамильтон опубликовал статью, связывающую динамику цен в испанской провинции Андалузия с притоком богатств из Америки. Севилья — портовый город в Андалузии — был первым пунктом на европейском континенте, куда прибывало американское серебро и золото. Государственный монетный двор чеканил из них монету и пускал в оборот. Можно было ожидать, что местная экономика сильнее

и быстрее всех почувствует воздействие на цены интенсивного увеличения предложения денег. На графике, представленном ниже, Э. Гамильтон показал корреляцию между импортом серебра и золота и уровнем цен в Андалузии.

Гамильтон считал, что данные, приведенные на графике, подтверждают классическую теорию уровня цен. Графический материал иллюстрирует взаимную связь между движением цен и притоком золота, хотя нельзя не отметить, что классическая теория постулирует связь между уровнем цен и количеством золота в обращении, а отнюдь не уровнем цен в скоростью поступления дополнительного золота, как приведено в исследовании Гамильтона. Однако позднейшие исследования показали, что увеличение количества денег и цен, происходящее с постоянной скоростью при соответствующем учете реальных доходов, не скрывают истинное положение вещей, характерное для «революции цен».

За пределами Испании ситуация, связанная с «революцией цен», привлекала наибольшее внимание в Англии. Как было отмечено критиками, следующие два обстоятельства, характерные для английской экономики в тот период, не

укладывались в строгую классическую интерпретацию происходящих явлений. Во-первых, скачок вверх уровня цен около 1500 года, то есть в то время, когда основной приток серебра и золота был еще неведом в Испании, не говоря уже об Англии. Во-вторых, революция цен в Англии отнюдь не подняла все цены равным образом. Наоборот, динамика относительных цен и высветила основные изменения; цены на продукты питания и продовольствие возросли резко, цены на продукцию мануфактур (промышленные товары) увеличились весьма умеренно, а реальная заработная плата упала. Эти изменения в уровнях цен могут быть разумно истолкованы лишь при учете таких факторов, как рост населения, деятельность Британского монетного двора, международ-

ные торговые связи и т. д. Короче говоря, оказывается, что ни реальный доход, ни скорость обращения денег в продолжении революции цен 16 века не оставались неизменными величинами. Тем не менее, догматики классической школы до сих пор рассматривают поток серебра и золота Нового Света в качестве основного фактора, послужившего причиной одной из первых инфляций в истории мировой экономики.

Источник: Earl J. Hamilton, «American Treasure and Andalusian Prices, 1503—1660», *Journal of Economic and Business History* 1 (November 1928), Chart 6, reprinted in Peter H. Ramsey, ed., *The Price Revolution in Sixteenth Century England* (London: Methuen & Co., 1971), p. 180.



пы экономического роста ускоряются и замедляются в соответствии с некоей нерегулярной схемой, известной как деловой цикл. Однако только в 30-е годы нашего столетия новое поколение экономистов сконцентрировало свои аналитические способности на исследовании поведения экономики на краткосрочных временных интервалах. Классическая школа экономической мысли, оперирующая в своем анализе столетиями, давала слабое утешение в годы Великой Депрессии, когда реальный объем производства сократился на треть, а одна четверть трудоспособного населения не имела работы. Многие экономисты того времени соглашались с саркастическим замечанием Джона Мейнарда Кейнса, утверждавшего, что «на долгосрочных временных интервалах мы давно бы вымерли».

Форма делового цикла

Между 1854 и 1886 годами экономика США прошла через 30 деловых циклов, из которых Великая Депрессия тридцатых годов (в действительности — два жесточайших совместных цикла с незначительным улучшением ситуации на границе их раздела) была наихудшим. Хотя рассматриваемые циклы

сильно изменялись по своей продолжительности и глубине, представляется возможным определить общие характеристики «типичного» делового цикла, как это сделано на рис. 14.1.

Типичный деловой цикл проходит в своем развитии 4 фазы. Во время фазы сжатия реальный объем производства падает, а сжатие, продолжающееся более полугода, принято называть спадом. В среднем после 18 месяцев цикл достигает своей нижней точки, называемой дном цикла. В фазе расширения, которая в среднем длится 33 месяца, темпы экономического роста увеличиваются. И, наконец, цикл достигает своего пика, после которого фаза сжатия начинается новый цикл.

Роль денег

Вероятно, наиболее серьезная работа, исследующая роль денег и денежного обращения в деловом цикле, — это труд Милтона Фридмана и Анны Шварц «История денежного обращения в США, 1867—1960 гг.». Фридман и Шварц обнаружили закономерность, согласно которой темпы роста денежной массы, находящейся в обращении, идут по циклической схеме, упреждая общие тенденции развития делового цикла. Схема роста денежной массы, находящейся в обращении, определяющая дальнейшее развитие делового цикла, констатирует, что количество денег, находящихся в обращении, достигает своего пика и начинает падать до высшей точки делового цикла; равным образом количество денег, находящихся в обращении, достигает низшей точки и начинает увеличиваться до того момента, как деловой цикл достигает дна. Рис. 14.2 показывает, что эта схема справедлива как для экспрессивных, так и для вялых деловых циклов на период с 1908 по 1961 год, исходя из имеющихся помесечных данных.

Фридман и Шварц обнаружили взаимную связь денег и деловых циклов, причем наиболее тесной она оказывается при замене реального объема производства на номинальный ВВП. В пределах одного делового цикла взаимная связь денежной массы и абсолютного уровня цен не является столь тесной, как при рассмотрении долгосрочных временных интервалов, на которых сосредоточивали свое внимание представители классической количественной теории денег и цен. Наоборот, события в пределах одного делового цикла можно описать следующим образом: начавшееся изменение в темпах роста денежной массы, находящейся в обращении, после некоторой задержки, обычно составляющей несколько месяцев, вызывает изменение в темпах роста номинального ВВП. Сначала значительная часть изменения в номинальном ВВП отражает изменения в реальном ВВП, то есть изменения в реальном количестве товаров и услуг, производимых в рассматриваемой экономической системе. После воследовавшей задержки все более существенная часть изменений в номинальном ВВП, как оказывается, является изменением абсолютного уровня цен. В конце концов цены поглощают все большую часть влияния на экономику, обусловленного изменением темпов роста денежной массы.

Обратимся к конкретному примеру и предположим, что темпы реального экономического роста составляют 3% в год, что соответствует их средним значениям на долгосрочных временных интервалах. Количество денег, находящихся в обращении, и номинальный ВВП соответствуют трехпроцентному реальному росту и, естественно, инфляционные процессы не наблюдаются. Затем экспансионистская политика ФРС увеличивает темп роста количества денег, находящихся в обращении, на 10% в год. После непродолжительной — в несколько месяцев — задержки, темпы роста номинального ВВП также начинают ускоряться, приближительно соответствуя десятипроцентному росту

денежной массы. Сначала практически все ускорительные процессы в росте номинального ВВП приобретают форму возрастающего реального объема производства, сопровождающееся уменьшением безработицы. Однако по мере продолжения фазы расширения рассматриваемого делового цикла темп роста реального объема производства вновь замедляется. Это означает, что в этом случае начинает расти абсолютный уровень цен, обеспечивая дальнейшее увеличение ВВП. Это положение легко проиллюстрировать следующим образом: если темпы роста реального ВВП падают до стандартных 3%, характерных для долгосрочных временных интервалов, тогда как номинальный ВВП продолжат расти на уровне 10% в год, то уровень цен будет повышаться на 7% в год.

Если темпы роста денежной массы, находящейся в обращении, замедляются, то соответствующие реакции номинального и реального ВВП, а также абсолютного уровня цен поменяются местами. Более низкий темп роста номинального ВВП сначала повлияет на реальный объем производства, а затем — с некоторой задержкой — и на темпы изменения абсолютного уровня цен.

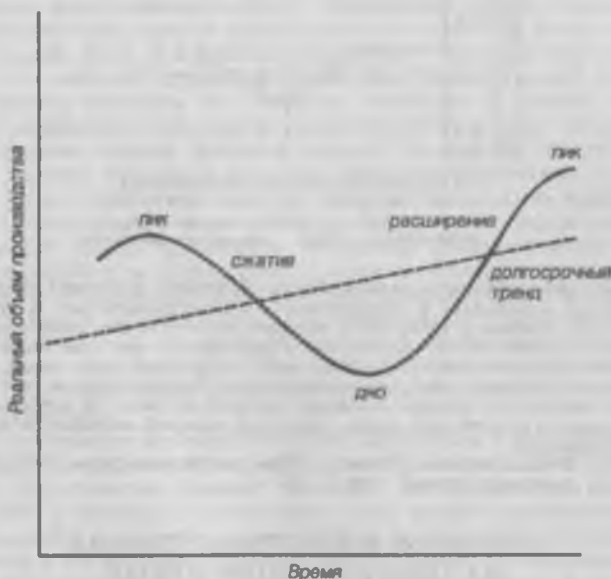


Рис. 14.1. Форма делового цикла

Между 1854 и 1985 годами экономика США прошла через 30 деловых циклов. Хотя сами по себе деловые циклы сильно различаются по длительности и жесткости воздействия, их структура подчиняется определенной схеме, как это показано на рис. 14.2. В первой фазе цикла, называемого сжатием, падает реальный объем производства. Национальное бюро экономических исследований — неправительственная частная организация, — которое следит за состоянием экономической активности, считает, что сжатие, продолжающееся менее полугода, не является спадом. Особенно жесткие спады — как, например, спад 1929—1933 годов, — часто называют депрессиями. Низшая точка спада получила название дня делового цикла. После прохождения дня цикла реальный объем производства начинает возрастать, отмечая этим начало фазы расширения. Экономическая активность увеличивается, пока не достигает своей высшей точки, пика цикла, после которого новая волна сжатия начинает новый цикл.

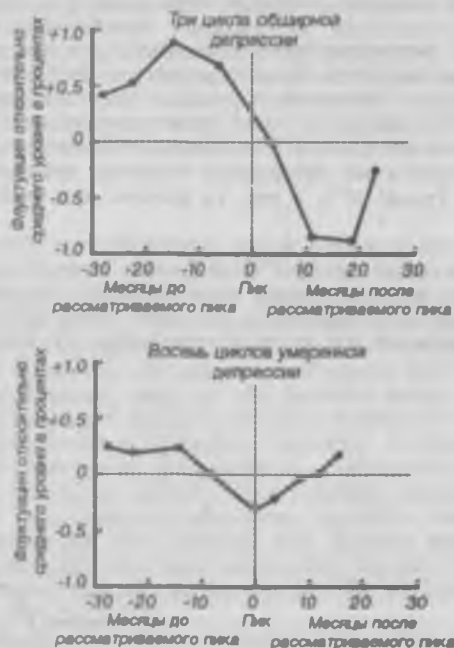


Рис. 14.2. Рост денежной массы, находящейся в обращении, и деловой цикл. Основопологающие исследования М. Фридмана и А. Шварц проливают свет на существующую взаимосвязь между изменением темпов роста денежной массы и точками экстремумов в деловом цикле. В период с 1908 по 1961 год как при экспрессивных, так и при вялых по степени воздействия на экономику деловых циклов, рост предложения денег начал уменьшаться приблизительно за 12 месяцев до наступления пиков циклов. Подобным образом, рост предложения денег начинал возрастать до момента достижения дна делового цикла. На рисунках представлен усредненный характер развития трех циклов, отмеченных обширной депрессией, и восьми циклов с умеренной депрессией.

Источники: Milton Friedman and Anna J. Schwartz, «Money and Business Cycles», *Review of Economics and Statistics* 45, Supplement (February 1963), p. 36.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ТЕОРИЯ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ

Монетаризм и современная количественная теория

Вышеприведенный анализ денежного обращения и деловых циклов весьма недвусмысленно подчеркивает недостатки и ограничения классической количественной теории. Они очевидны при рассмотрении современной экономики на краткосрочных временных интервалах (по крайней мере в той степени, в которой поддается анализу уравнение 14.2). Такая трактовка классической теории постулирует взаимную независимость реального объема производства и скорости обращения денег. Учет изменений темпов роста денежной массы, находящейся в обращении, и их влияние на реальный объем производства на

краткосрочных временных интервалах — как это показано в трудах М. Фридмана и А. Шварц — означает развитие новых подходов и тенденций в теории денежного обращения. Как было показано ранее, изменения в реальном объеме производства в некоторой своей части обусловлены тем, что изменения темпов роста денежной массы, находящейся в обращении, влияют на реальный объем производства быстрее, нежели чем на абсолютный уровень цен. Разумеется, здесь мы не оспариваем положения классической количественной теории, справедливой для долгосрочных временных интервалов, тем более, что существует весьма и весьма ограниченное число подтверждений влияния роста денежной массы, находящейся в обращении, на рост реального производства на долгосрочных временных интервалах.

Изменения темпов роста денежной массы, находящейся в обращении, может также повлиять на скорость обращения денег. Мы уже видели, что в процессе делового цикла скорость обращения денег меняется, поскольку точки экстремумов роста денежной массы, находящейся в обращении, не совпадают с точками экстремумов номинального ВВП в пределах рассматриваемого цикла. (Рисунок 14.3 иллюстрирует изменения скорости обращения денег в движении доходов в послевоенной экономике США).

Признание ограниченности метода классической количественной теории краеугольным камнем легло в основу одного из основных направлений современной теории денег и денежного обращения — школы монетаризма. Несомненно, что наиболее крупной фигурой среди представителей этой школы является Милтон Фридман. М. Фридман совместно со своими единомышленниками разработал современную количественную теорию, модернизирующую классические каноны двояким образом. Во-первых, эта теория рассматривает скорость обращения денег как переменную величину, а отнюдь не константу. Далее, предлагаемая теория позволяет предсказать поведение этой переменной. Современная количественная теория также рассматривает процентную ставку (норму процента) и ожидаемый темп инфляции в качестве двух основных факторов, определяющих скорость обращения денег. Во-вторых, современная количественная теория допускает асинхронность взаимосвязи между денежной массой, номинальным ВВП, реальным ВВП и абсолютным уровнем цен. Ниже в главе 15 будет рассмотрено влияние изменений роста денежной массы, находящейся в обращении, на скорость обращения денег, а в главе 17 излагается связь между реальными и номинальными параметрами денежного обращения.

Труды представителей монетаристского направления в экономической мысли дали ключ к пониманию влияния денежной политики ФРС на состояние экономики. Монетаристы вскрыли тот факт, что экономическая денежная политика ФРС в военные и послевоенные годы явилась причиной инфляции, нанесшей сильный удар по экономике США во время первой и второй мировых войн, а также в послевоенные периоды. Они указывали на неспособность ФРС предотвратить нежелательные изменения денежной массы, находящейся в обращении, в первые три года Великой Депрессии, что лишь углубило и продолжило ее течение.

От этого исторического экскурса нетрудно перейти к основной рекомендации в стратегии денежно-кредитной политики последователей монетаристской школы: с целью смягчения негативных моментов в течение делового цикла ФРС обязана проводить в жизнь постоянную предсказуемую денежную политику, свободную от алогичных изменений курса. Постоянный рост денежной массы, находящейся в обращении, приблизительно равный трехпроцентному уровню роста реального объема производства, характерному для долгосрочных временных интервалов, представляет собой наилучшую, с точки

зрения большинства монетаристов, денежную политику. Мы еще вернемся к этому предложению. Оно будет подробно изучено в главе 20.

Кейнсианская модель денежного хозяйства

Монетаризм представляет собой лишь одно из направлений экономической мысли, развивавшей современную денежную теорию. Важный вклад в развитие этих вопросов внесло учение Джона Мейнарда Кейнса и его последователей (см раздел 14.1 «Кто сказал? Кто сделал?»). Кейнс, как уже отмечалось ранее, обнаружил, что классическая количественная теория денег и цен, оперирующая на долгосрочных временных интервалах, оказалась неспособной разрешить проблемы, вызванные кризисом в период Великой Депрессии. Он предложил собственный подход к экономическим процессам в известнейшей своей работе «Общая теория занятости, процента и денег», датированной 1936 годом.

Как подсказывает название книги, в ней частично рассматриваются вопросы, так или иначе связанные с денежной теорией, но общее ее содержание много шире. Главы 18 и 19 настоящей работы дают подробный обзор кейнсианского анализа, но некоторые его черты необходимо упомянуть немедленно. Во-первых, Кейнс рассматривал скорость обращения денег в движении доходов как переменную величину, изменяющуюся совокупно с изменениями доходов, нормы процента и других параметров экономики. Во-вторых, Кейнс рассматривал влияние нормы процента на инвестиционную политику как рычаг,

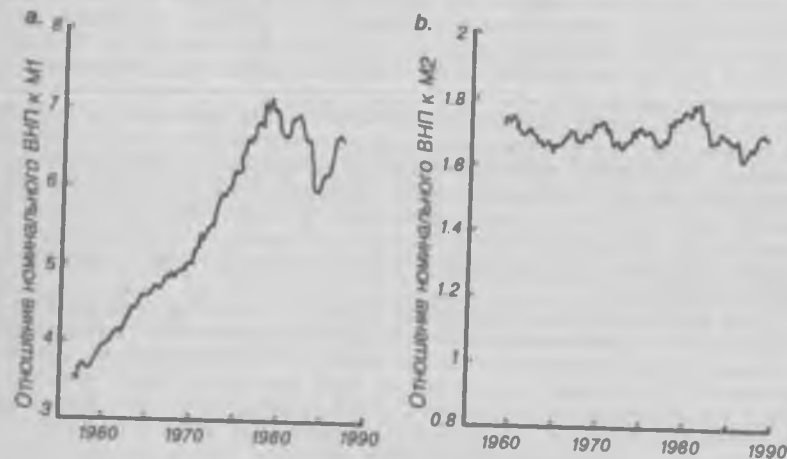


Рис. 14.3 Скорость обращения денег в экономике США

На этом рисунке представлена скорость обращения денег в движении доходов в экономике США, рассматриваемая здесь как отношение номинального ВНП к М1 (а) и отношение номинального ВНП к М2 (б). Из рассмотрения рисунка видно, что скорость обращения денег в послевоенной экономике США (часть (а) рисунка) не оставалась постоянной, устойчиво увеличиваясь вплоть до начала 80-х годов. Затем наблюдался некоторый спад и хаотичность изменений, обусловленных введением нового банковского законодательства. В пределах указанного магистрального роста скорости обращения денег величина этого параметра значительно варьировалась от года к году. Современная количественная теория принимает во внимание изменение как скорости обращения денег, так и реального объема производства. Скорость обращения денег в экономике США, рассматриваемая как отношение номинального ВНП к М2, изменялась в более узком диапазоне.

14.1 Кто сказал? Кто сделал? ВЕЛИКИЙ ТЕОРЕТИК

Вероятно, Джон Мейнард Кейнс — наиболее известный экономист двадцатого столетия. Его отец — Джон Невилл Кейнс — был одним из выдающихся экономистов Британии. Молодой Джон М. Кейнс учился в Кембридже, общался с наиболее знаменитыми умами в этой области. Он приобрел широкую известность в британских общественных, политических и финансовых кругах. Удачно играя на бирже, он приобрел значительное состояние, часть которого потратил на организацию собственного колледжа, фонды которого находились в его распоряжении.

Кейнса интересовало не только обогащение, но и теоретические вопросы денег и денежного обращения. В своей книге «Экономические последствия мира», увидевшей свет в конце первой мировой войны, Джон М. Кейнс определял важную роль стабильности валюты в экономической системе. В частности он писал: «Ульянов-Ленин утверждал, что наилучший способ уничтожить капиталистическую систему — это ослабить и разложить ее валюту посредством инфляции. ...Ленин был абсолютно прав. Нет более тонкого и верного способа переворота существующих основ общества».

Необходимо отметить, что Кейнс написал свою самую знаменитую работу «Общая теория занятости, процента и денег» в годы господства депрессии, а не инфляции. В этой книге исследо-

вались каналы, по которым фискальная (термин традиционный для Кейнсианской школы) и денежно-кредитная политика правительства воздействуют на состояние экономики. Исходя из своих теоретических предпосылок, Кейнс сделал вывод о том, что в условиях депрессии методы монетаристского подхода по регуляции и стимулированию экономики потерпели крах. Изменение налоговой системы и структуры государственных расходов показали Кейнсу более эффективным способом стабилизации экономики.

После Второй Мировой войны последователи Кейнса попытались преуменьшить роль монетаристской теории в степени еще более существенной, чем это делал сам Дж. Кейнс. Однако основной тезис кейнсианской школы — «деньги не имеют значения» — потерял свою популярность в период инфляции семидесятых годов. Тем не менее, более общие идеи, высказанные Дж. Кейнсом в работе «Общая теория занятости, процента и денег», весьма актуальны и по сей день. Как утверждал Милтон Фридман — монетарист до мозга костей — «С одной стороны все мы сегодня — кейнсианцы; с другой — никто из нас кейнсианцем не является. Все мы пользуемся языком и аппаратом Джона Кейнса, но никто из нас не разделяет его первоначальные выводы и убеждения».

посредством которого условия денежного обращения воздействуют на выпуск продукции и занятость в экономике в целом. Взгляды Кейнса на связь между деньгами и финансовыми рынками с одной стороны и рынками рабочей силы и рынками товаров с другой и дали название его знаменитой книге.

Теория Кейнса изобилует рекомендациями и рецептами проведения экономической политики. Некоторые из них весьма неконкретны, другие концентрируются на специфических условиях Великой Депрессии. Одним из выводов Кейнса (к нему мы вернемся в главе 19) состоит в том, что в бездне депрессии монетаристская политика может потерять свои могучие возможности влияния на общеэкономическую ситуацию. Этот вывод привел последователей Кейнса к известному тезису «деньги не имеют значения». Подобные взгляды о неэффективности денежной политики и необходимости регуляции и стимулирования экономики посредством изменения налоговой системы и струк-

туры государственных расходов привели к длительному конфликту между кейнсианцами и монетаристами, который продолжается и по сей день.

Современное состояние денежной теории

Долгие годы дебаты между монетаристами и кейнсианцами изображались с целью подчеркнуть конфликт, обусловленный двумя различными конкретными подходами к теории денег, — современной количественной теорией с одной стороны и модернизированными версиями общей теории Кейнса с другой. Однако на сегодняшний день теоретические модели приобрели синтетические формы, включающие общие для обеих элементы. Именно этот современный синтез теории денег и будет представлен в последующих главах настоящей книги. Как мы увидим, кейнсианско-неоклассический синтез рассматривается как весьма широкое понятие и включает в себя разнообразные точки зрения по ряду вопросов теории и практики. Кейнсианско-неоклассический синтез базируется не только на кейнсианских и монетаристских подходах в их обновленных формах, но и на изысках современной научной мысли, как-то: неоклассические экономические модели и модели «экономики предложения», с которыми нам придется поближе познакомиться при дальнейшем чтении этой книги.

Согласно современному кейнсианско-неоклассическому синтезу, денежно-кредитная и фискальная политика, проводимые федеральным правительством, предоставляют ему значительные возможности в области контроля за номинальным ВВП. Однако необходимо учитывать, что влияние изменений в номинальном ВВП на изменения в реальном объеме производства, с одной стороны, и в абсолютном уровне цен, с другой, практически свободны от контроля со стороны власти предержащих. Современная теория синтеза настраивает экономистов на менее оптимистический лад, лишая прежней уверенности в их способности обеспечить процветание экономики и победить инфляционные процессы. Но в то же время предлагаемая модель вселяет надежду избежать прежних ошибок в проведении макроэкономической политики, совершенных малоискусственными предшественниками.

Глава 15

СПРОС НА ДЕНЬГИ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Объяснить, почему люди стремятся хранить часть своего индивидуального портфеля активов в форме денег.
- Сформулировать теорию спроса на деньги исходя из классической количественной теории денег и цен.
- Перечислить мотивы хранения денег в портфеле активов, выдвигаемые кейнсианской моделью теории спроса на деньги.
- Написать уравнение и нарисовать график, иллюстрирующие современную теорию спроса на деньги.
- Обсудить проблемы, связанные со стабильностью спроса на деньги, в свете экономического опыта США за последние двадцать пять лет.

Понятие спроса является фундаментальным для всех разделов экономики. Закон спроса — это первый урок для начинающих студентов. Согласно самым общим положениям этого закона при прочих равных условиях, люди проявляют большой спрос на товар по мере того, как цена на этот товар падает. Доказательства этого положения мы встречаем в нашей повседневной жизни на каждом шагу. Супермаркет объявляет о распродаже фасоли по сниженным ценам и количество проданной фасоли возрастает. Инновационные процессы уменьшают стоимость видеомэгнитофонов, и эти бытовые приборы появляются практически во всех жилых помещениях.

Эта глава преломляет хорошо известный закон спроса по отношению к товару, который мы называем деньги. С точки зрения здравого смысла очевидно, что существует «спрос» на деньги, и деньги — это нечто входящее в сферу людских вожделений, и ради этого «нечто» люди пожертвуют многими другими вещами. Но в данном случае мы рассматриваем понятие спроса в более узком, если не сказать — техническом, его значении (например, когда мы говорим о кривой спроса). Не так уж очевидно, как применять закон спроса в этом смысле к такому специфическому понятию как деньги. Например, что же понимать под «ценой» денег? Как мы должны измерять величину спроса на деньги: в некоей величине, измеренной в фиксированный момент времени или в приращении потока как оборота за период времени? А какие существенные факторы попадают под определение «при прочих равных условиях», когда мы говорим о спросе на деньги? На последующих страницах мы рассмотрим эти и ряд других вопросов. Только ясно представив сумму факторов, побуждающую людей стараться обладать деньгами, мы сможем понять, как изменения в количестве денежной массы, находящейся в обращении, влияют на состояние экономики.

ПОЧЕМУ СУЩЕСТВУЕТ СПРОС НА ДЕНЬГИ?

Почему существует спрос на деньги? Это знает каждый — только стоит подумать, что можно сделать за деньги. Можно уехать на длительный отдых на Гавайи, ездить на «Мерседесе» или «БМВ», жить на шикарной вилле с очаровательной супермоделью... Разве это не объясняет спрос на деньги?

И пусть экономист ответит «нет», вы уже знаете правильный ответ на этот простой вопрос... К сожалению, в своем ответе вы смешиваете понятие денег и богатства. Понятие богатства во всей своей широте включает в себя все, чем обладает конкретный индивид, включая акционерный капитал, облигации и недвижимую собственность. Деньги, как они понимаются в рамках параметра M_1 , — наличные деньги и вклады до востребования — это только одна из многообразных форм, которые может принимать богатство.

Вам необходимо именно богатство, чтобы проводить время на Гавайях и управлять роскошным автомобилем. Деньги — всего лишь актив, который предлагает преимущества ликвидности. Как мы видели в главе 2, деньги могут служить средством платежа при покупке необходимых вам товаров. Деньги служат единицей учета, позволяя измерять цены и доходы. Они служат средством сбережения в качестве одного из способов хранения части вашего богатства до того момента, пока вы не определите его дальнейшую судьбу. Также деньги являются средством платежей при расчетах по контрактам.

Признание денег лишь одной из форм богатства дает ключ к пониманию современной теории спроса на деньги. Экономисты используют концептуальное понятие портфеля (которое вводилось нами и раньше при обсуждении управления банком своими активами и пассивами) для обозначения совокупности активов, составляющих богатство отдельного индивида. Вопрос спроса на деньги таким образом трансформируется в следующий: какую часть своих портфелей люди хотят сохранить в ликвидной форме, а не в других видах активов, как-то: акции, облигации, недвижимое имущество, производственное оборудование, потребительские товары длительного пользования и т. д. Среди прочего это означает, что мы должны рассматривать спрос на деньги как спрос на запас денег, измеренный в определенный фиксированный момент времени, а не спрос на поток, измеряемый как оборот за период (например в долларах в неделю или год¹).

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

Спрос на деньги и количественная теория

В первом своем приближении количественная теория денег и цен, рассмотренная в главе 14, является теорией спроса на деньги. Вспомним, что современная трактовка количественной теории была основана на понятии скорости обращения денег в движении доходов, которая в аналитической форме определяется как:

$$V = \frac{P \cdot y}{M}, \quad (15.1)$$

где M — количество денег, находящихся в обращении, V — скорость обращения денег в движении доходов, P — абсолютный уровень цен, а y — реальный объем производства (реальный доход, реальный выпуск продукции). В качестве первого шага в приложении уравнения (15.1) к проблеме спроса на деньги эквивалентно преобразуем его к виду:

$$\frac{M}{P \cdot y} = \frac{1}{V}. \quad (15.2)$$

Форма уравнения (15.2) ясно иллюстрирует, что отношение количества денег, находящихся в обращении, к номинальному доходу (произведению ре-

¹ Различие этих двух понятий наполнено важным концептуальным смыслом. Переменная запаса может быть измерена лишь в определенный момент; ее величина не имеет временной протяженности. Переменная потока может быть измерена только как оборот за период (хотя этот период может быть весьма мал); ее величина имеет временное измерение. — *прим. пер.*

ального дохода у на абсолютный уровень цен P — *прим. пер.*) есть величина, обратная скорости обращения денег.

Теперь, домножив обе части уравнения (15.2) на $P y$ — номинальный доход, — и получим:

$$M = \frac{P \cdot y}{V} \quad (15.3)$$

Отсюда следует, что количество денег, находящихся в обращении, равно отношению номинального дохода к скорости обращения денег. Все вышеприведенные выводы сделаны только лишь в результате эквивалентных преобразований исходного уравнения. Последний шаг в нашем анализе уже не носит характер простого манипулирования, а требует пояснений. Мы заменим M — количество денег, находящихся в обращении, — в левой части уравнения (15.3) на параметр MD — величину спроса на деньги, то есть количество денег, потребное деловым предприятиям, фирмам и частным лицам, которое они хотят сохранить как часть своих портфелей активов в существующих условиях. Эта замена даст:

$$MD = \frac{P \cdot y}{V} \quad (15.4)$$

Из (15.4) явно следует, что величина спроса на деньги зависит от следующих трех факторов:

— во-первых, величина спроса на деньги зависит от абсолютного уровня цен. При прочих равных условиях более высокий уровень цен требует больше денег, поскольку покупателям потребуется больше денег, чтобы купить некое необходимое количество произведенной продукции — скажем, десяток буханок хлеба.

— во-вторых, спрос на деньги зависит от уровня реального объема производства. По мере его повышения также растут реальные доходы, поскольку рабочие тратят на свой труд больше времени, фирмы и предприятия получают больше прибыли и т. д. При прочих равных условиях людям понадобится больше денег при условии роста их реальных доходов, поскольку наличие более высоких реальных доходов подразумевает больший объем сделок.

— в-третьих, спрос на деньги зависит от скорости обращения денег в движении доходов (количество оборотов в год, которое в среднем совершает каждый доллар из общей денежной массы на приобретение товаров и услуг, составляющих реальный ВВП). Соответственно все параметры, влияющие на скорость обращения денег, будут влиять и на спрос на деньги. Экономисты классической школы склоняются к мнению, что скорость обращения денег постоянна и определяется такими институциональными факторами, как количество ежегодных выплат жалования рабочим. Но как мы уже видели в предыдущей главе, теоретики современной количественной теории рассматривают скорость обращения денег как величину переменную, которая зависит среди прочих факторов и от нормы процента. Вскоре мы вернемся к этому тезису.

Теория спроса на деньги в кейнсианской модели

В своей книге «Общая теория занятости, процента и денег» Джон Мейнард Кейнс отверг классическую количественную теорию спроса на деньги, отдав предпочтение собственным теоретическим построениям, в которых главную роль играет понятие нормы процента (ставки процента, процентной ставки —

прим. пер.). Кейнс рассматривал деньги как один из типов богатства и утверждал, что та часть портфелей активов, которую хозяйственные агенты желают сохранять в форме денег, зависит от того, насколько высоко они ценят свойство ликвидности. Вспомним, что активы обладают ликвидностью, если их можно использовать как средство платежа, а их обладатель уверен, что номинальная стоимость таких активов не изменится. Деньги, рассматриваемые как параметр M_1 , являются абсолютно ликвидными активами. Говорить, что люди предпочитают относительно ликвидный портфель — то же самое, что сказать об относительно большом спросе на деньги с их стороны. По этой причине Дж. Кейнс назвал свою теорию спроса на деньги теорией предпочтения ликвидности.

Как считал Дж. Кейнс, три причины побуждают людей хранить по крайней мере часть их богатства в форме ликвидных денежных активов, таких как наличные деньги, текущие счета до востребования, а не в качестве менее ликвидных, но приносящих доход активов, как облигации. Во-первых, люди держат некоторую часть своих активов в форме денег для использования их в качестве средств платежа. Кейнс называл это обстоятельством транзакционным мотивом хранения денег. Во-вторых, хранение части портфеля активов в форме денег может инспирироваться желанием обеспечить в будущем возможность распорядиться определенной частью своих ресурсов в форме наличных денег. Например, возникает потребность в деньгах на ремонт автомобиля или возникает непредвиденная возможность приобрести много полезных вещей за очень умеренную цену при распродаже, вызванной ликвидацией местной мебельной фирмы. Эти обстоятельства Кейнс называл мотивом предосторожности сохранения части активов в форме денег. Кейнс считал, что количество денег, необходимое индивиду для осуществления сделок купли-продажи, и отложенное, исходя из мотива предосторожности, примерно пропорционально его доходу. Таким образом, рассмотрение транзакционного мотива и мотива предосторожности в свете спроса на деньги делают кейнсианскую теорию предпочтения ликвидности весьма похожей на классическую количественную теорию.

Однако в дополнение к сказанному, необходимо отметить, что Дж. Кейнс увидел третий мотив сохранения части активов в форме денег, несколько отличный от двух предыдущих. Кейнс считал, что хозяйственные агенты будут держать часть портфеля своих активов в ликвидной форме, если они считают, что владение активами в иной форме сопряжено со значительным риском. Положим, следуя формальной кейнсианской модели, что индивиды могут держать свое богатство в двух видах активов — либо деньги (наличные деньги и счета до востребования), либо долгосрочные облигации¹. Преимущества облигаций перед деньгами состоит в том, что они приносят проценты. С другой стороны, вероятность того, что процентная ставка на рынке ценных бумаг может измениться, несет в себе риск того, что изменится и рыночная цена облигаций. Снижение нормы ссудного процента означает повышение курса облигаций, что обеспечивает держателям облигаций доход, обусловленный приростом капитала. И наоборот, повышение нормы ссудного процента означает снижение их курса, что вызывает потерю капитала держателей облигаций. Кейнс называл хранение части портфеля активов в форме денег спекулятивным мотивом, возникающим из желания избежать потерь капитала, вызываемых хранением активов в форме облигаций в периоды ожидаемого повышения норм ссудного процента.

Согласно трудам Дж. Кейнса спекулятивный мотив формирует обратную

¹ Акции и казначейские векселя рассматриваются в формальной кейнсианской модели как совершенные субституты облигаций и отдельно не учитываются. — прим. пер.

связь между величиной спроса на деньги и нормой ссудного процента. Естественно, что каждый хозяйственный агент, инвестирующий свои активы, будет стараться перевести их из облигаций в деньги, по мере того как норма ссудного процента снижается относительно уровня, который он по своему пониманию считает «нормальным» на долгосрочных временных интервалах и к которому норма ссудного процента вероятно всего вернется. Перейдя в этот момент на деньги, он сможет счастливо избежать убытков от своего пакета облигаций в случае неожиданного повышения нормы ссудного процента. Поскольку различные инвесторы очевидно расходятся в своих оценках относительно «нормальной» нормы ссудного процента на долгосрочных временных интервалах и поскольку они не могут в один миг поменять в своем портфеле активов облигации на деньги, Кейнс усматривал следующую тенденцию: величина спроса на деньги постепенно растет с падением нормы ссудного процента на рынке ценных бумаг.

Резюмируя, можно утверждать следующее. Кейнс рассматривал спрос на деньги как функцию двух переменных величин. При прочих равных условиях увеличение номинального дохода вызывает увеличение спроса на деньги, обусловленное существованием транзакционного мотива и мотива предосторожности. Также, опять при прочих равных условиях, снижение нормы ссудного процента увеличивает спрос на деньги, обусловленный существованием спекулятивного мотива (то есть наличных денег, используемых для покупки облигаций — *прим. пер.*).

Современная теория спроса на деньги

Со времен Кейнса экономисты всех без исключения школ и направлений признавали важность понятий «норма доходности» и «норма процента» (процентная ставка) как переменных величин в функции спроса на деньги. Однако современная теория спроса на деньги отличается от теоретических моделей Кейнса в целом ряде особенностей. Во-первых, современная теория спроса на деньги рассматривает более широкий диапазон активов, нежели беспроцентное хранение денег и долгосрочные облигации. В настоящее время вкладчики могут обладать портфелями как с приносящими проценты формами денег (например, на-счета), так и с беспроцентными формами (наличные деньги и вклады до востребования). В дополнение они могут обладать альтернативными формами ликвидных активов: сбережения, вклады на срок (срочные депозиты), взаимные фонды денежных рынков и соглашения об обратном выкупе, которые включаются в понятие M2, далее — краткосрочные ценные бумаги, такие как казначейские векселя и обязательства крупных компаний, не имеющие специального обеспечения; долгосрочные правительственные облигации и облигации корпораций, акции корпораций; активы в форме недвижимости — производственное оборудование предприятий и пр.; и наконец товары длительного пользования — например, мебель и автомобили. И все, что влияет на предпочтение обладания каким-нибудь из вышеназванных активов относительно денег, в принципе может повлиять на величину спроса на деньги.

Во-вторых, современная теория отвергает разделение спроса на деньги на основании мотивов предосторожности, транзакционных и спекулятивных мотивов. Ныне вызывает сомнение и более не кажется реалистичной точка зрения Дж. Кейнса на деньги как ликвидный актив, обеспечивающий спекулятивное уклонение от потери капитала в моменты низких норм ссудного процента. По-видимому, процентная ставка все же влияет на спрос на деньги, обусловленный наличием спекулятивного мотива, но лишь вследствие того,

что норма процента представляет собой альтернативную стоимость хранения денег (понятие, обсужденное ранее в главе 10).

В-третьих, современная теория рассматривает богатство как один из определяющих факторов спроса на деньги. Это обстоятельство становится очевидным при портфельном анализе теории спроса на деньги. Заметим, исходя из самых общих соображений, что при увеличении богатства индивида, он, вероятнее всего, захочет увеличения каждого из типов принадлежащего ему богатства, включая и деньги.

В-четвертых, современная теория включает в себя и другие условия, влияющие на желание хозяйственных агентов предпочесть ликвидный портфель. Например, в качестве такого условия могут выступать изменения в ожиданиях (исходя из теории рациональных ожиданий — *прим. пер.*). Так при пессимистическом прогнозе на будущую конъюнктуру величина спроса на деньги имеет тенденцию расти. И наоборот: хозяйственный агент при оптимистическом прогнозе предпочтет иные виды активов, и спрос на деньги упадет.

И последнее. Современная теория спроса на деньги учитывает наличие инфляции. Эта теория четко разграничивает такие понятия, как реальный и номинальный доход, реальную и номинальную норму процента, реальные и номинальные величины денежной массы. Эти вопросы в дальнейшем получат более полное истолкование.

Цены, инфляция и спрос на деньги

Рост номинального национального дохода¹ может отражать в себе следующие изменения в структуре экономики: рост уровня цен при фиксированном реальном национальном доходе или некий симбиоз этих двух явлений. В любом случае изменение в номинальном национальном доходе повлияют на величину спроса на деньги. Если наблюдается рост реального национального дохода при неизменном уровне цен, то увеличится объем сделок, что вызовет дополнительный спрос на деньги для обеспечения этих операций. Это характеризует следующее простое обстоятельство: для проведения большего объема сделок требуется большее количество денег с целью сохранения привычного для хозяйственных агентов *status quo*. Увеличение уровня цен без изменения уровня реальной экономической активности в свою очередь также увеличивает количество денег, необходимое для осуществления планируемых актов купли-продажи на новом, более высоком уровне цен. И опять спрос на деньги повысится. Это отражает стремление хозяйственных агентов оставлять постоянным реальное количество денег в своем портфеле при условии фиксированного реального объема сделок, но сопутствующего изменению уровня цен.

Таким образом, при обсуждении взаимной связи между выпуском продукции (соответственно — национальным доходом) и спросом на деньги необходимо учитывать уровень цен. Существует два способа осуществить это мероприятие. Первый из них состоит в выражении и денег, и национального продукта в реальных единицах. Реальный национальный продукт рассчитывается путем деления номинального национального продукта на индекс (показатель) уровня цен — например, на дефлятор ВВП. Количество денег, находящихся в обращении, также может быть выражено в реальных единицах путем деления на тот же индекс уровня цен. В этом случае спрос на реальные денежные остатки

¹ Национальный доход по принятому в современной теории определению равен национальному продукту. — *прим. пер.*

выражается в виде функциональной зависимости от реального выпуска продукции (реального дохода):

$$\frac{MD}{P} = f\left(\frac{Y}{P}\right). \quad (15.5)$$

В уравнении (15.5) MD обозначает спрос на номинальные денежные остатки, Y — номинальный национальный доход, а P — уровень цен. (Здесь мы упрощаем истинное положение вещей, игнорируя влияние нормы процента (и дохода от активов, которые можно хранить в качестве альтернативы деньгам — *прим. ред.*) на планируемый спрос на деньги.) Уравнение (15.5) в сути своей подразумевает, что изменение в уровне цен при прочих равных условиях не влияет на предполагаемый спрос на реальные денежные остатки.

И наоборот — количество денег и выпуск продукции можно увязать и в номинальных единицах:

$$MD = f(Y). \quad (15.6)$$

Отсюда видно, что пока изменения в номинальном национальном доходе доставляют одинаковое воздействие на планируемые денежные остатки, оба подхода к пониманию уравнения спроса на деньги приводят практически к одному и тому же результату. Это справедливо независимо от того, возникают ли изменения в номинальном национальном доходе из изменений реального национального дохода, изменения уровня цен или их комбинированных изменений. В настоящей книге особое внимание будет уделено записи уравнения спроса в форме, выражающей предполагаемый спрос на номинальные денежные остатки как функции уровня номинального национального дохода (т. е. 15.6).

Необходимо принять во внимание и изменение цен при анализе связи нормы процента по активам, которые хозяйственные агенты держат в своих портфелях как альтернативу деньгам, и спросом на деньги. В идеальном мире, не ведающем об инфляции, существует реальная норма процента g — то есть доход от активов, которые можно хранить в качестве альтернативы деньгам. Иначе говоря, g измеряет альтернативную стоимость хранения не приносящих процентов наличных денег. Например, если депозитные сертификаты обеспечены реальной нормой в 5% годовых, индивид, располагающий наличными в размере 1000 долларов, владеет и их альтернативной стоимостью в размере 50 долларов в год, которая эквивалентна наслаждению от преимуществ ликвидности его портфеля. Чем выше норма процента на альтернативные деньгам активы, тем выше их альтернативная стоимость. Таким образом, при прочих равных условиях, чем выше реальная норма процента, тем ниже величина спроса на деньги.

В мире, отягощенном инфляцией, реальная норма процента на альтернативные деньгам активы также представляет собой альтернативную стоимость хранения не приносящей процентов наличности, но не только ее одну. Сам по себе темп роста инфляции является дополнительной альтернативной стоимостью. Инфляция подрывает полезность денег как средства сбережения, поскольку реальное количество товаров и услуг, которое можно приобрести за определенное количество не приносящих процент наличных денег, падает с темпом, равным темпу роста уровня цен. Кроме того, изменения в темпах инфляции оказывают существенное влияние на желание индивида хранить неликвидные активы — например, недвижимость и запасы товаров. Чем выше темпы инфляции, тем быстрее возрастут цены неликвидных активов (что и наблюдается в настоящий момент в советской экономике на любом уровне — от государственного до «черного» рынка. — *прим. пер.*). Таким образом,

принимая во внимание как реальные нормы процентов, так и ожидаемый темп инфляции, можно записать функцию спроса на деньги следующим образом:

$$MD = f(y, r, p), \quad (15.7)$$

где y — как и ранее номинальный национальный доход, r — ожидаемая реальная норма процента, а p — ожидаемый темп инфляции.

Поскольку как ожидаемая реальная норма процента, так и ожидаемый темп инфляции, являются в сути своей альтернативными стоимостями не приносящих дохода в виде процентов наличных денег, то складывая вместе эти величины, мы получим некую общую альтернативную стоимость. Однако сумма ожидаемой реальной нормы процента с ожидаемым темпом инфляции будет равняться ожидаемой номинальной норме процента. (Этот вывод несколько расширяет определение реальных и номинальных норм и темпов, данное в главе 1, в их ожидаемых переменных значениях, нежели в фиксированных постоянных величинах, как считалось ранее.) Итак, используя номинальную норму процента R , обозначающую общую альтернативную стоимость хранения не приносящих доходов денег, функция спроса на деньги может быть упрощена следующим образом:

$$MD = f(Y, R). \quad (15.8)$$

В последующих главах мы чаще всего будем использовать именно эту форму уравнения спроса на деньги, в которой величина спроса на номинальные денежные остатки зависит от номинального национального дохода и номинальной нормы процента.

Графическое представление функции спроса на деньги

Функциональная зависимость спроса на деньги, приведенная в уравнении (15.8), включает в себя три переменные: величину спроса на деньги, номинальный национальный доход и номинальную норму процента. Такая функция трех переменных в декартовой системе координат может быть представлена совокупностью кривых, как это показано на рис. 15.1. По горизонтали отложено номинальное количество денег, эквивалентное планируемому спросу, по вертикали — номинальная норма процента в смысле «цены», которую приходится платить за обладание частью богатства в форме не приносящих доходов денег, а не в альтернативных активах, приносящих владельцу процент. Наклон вниз каждой из кривых спроса на деньги возрастает по мере уменьшения номинальной нормы процента при заданном уровне номинального национального дохода, что означает увеличение спроса на деньги при уменьшении номинальной нормы процента. Увеличение уровня номинального национального дохода сдвигает вправо кривую спроса на деньги, а его уменьшение, соответственно, сдвигает кривую спроса на деньги влево.

Что происходит со скоростью обращения денег?

Рассматривая развитие теории спроса на деньги от Кейнса до наших дней, заметим, что скорость обращения денег, игравшая ключевую роль в классической теории спроса на деньги, как будто исчезла из наших уравнений. Это не совсем так, просто понятие скорости обращения денег как переменной, определявшей величину спроса на деньги, ныне предстает в несколько завуа-

лированной форме. Если мы положим, что скорость обращения денег в движении доходов есть отношение номинального национального дохода к величине предполагаемого спроса на деньги, то увидим, что современная трактовка понятия спроса на деньги указывает на скорость обращения денег как зависимость от номинальной нормы процента переменной. По мере того как мы движемся по кривой спроса на деньги (соответствующей любому уровню номинального национального дохода), скорость обращения денег падает пропорционально уменьшению номинальной нормы процента и возрастает с ростом номинальной нормы процента.

Используя обозначение $V(R)$, иллюстрирующее функциональную зависимость скорости обращения денег от номинальной нормы процента, перепишем уравнение (15.4) следующим образом:

$$MD = \frac{P \cdot Y}{V(R)} \quad (15.9)$$

Это уравнение иллюстрирует понятие спроса на деньги в рамках современной количественной теории, обсуждавшейся в главе 14. Формально оно идентично уравнению (15.8) $MD = f(Y, R)$. Эти два уравнения отличаются лишь принятыми обозначениями и формой записи и несут один и тот же смысл.

В последующих главах обычно мы будем представлять зависимость спроса на деньги в форме, соответствующей уравнению (15.8). Однако запись этой зависимости в форме (15.9), как и у ряда других авторов, оказывается весьма полезной при обсуждении монетаристского подхода к теории денег.

Что происходит с деньгами, приносящими проценты?

До того момента мы обсуждали предполагаемый спрос на деньги, не приносящие сами по себе дохода, то есть на деньги, рассматриваемые как наличные средства и вклады до востребования, то, что мы называли $M1$. Однако с появлением на-счетов значительная часть активов, хранящихся в форме $M1$, приносит своим обладателям доход в виде определенного процента. Как мы видели в предыдущих главах, деловые предприятия и хозяйственные агенты иногда получают очевидный доход от ликвидных активов как плату за услуги или предоставление льготных кредитов, от остатков вкладов до востребования, включая компенсационные остатки. Еще большая доля активов, хранящихся в форме $M2$, подразумевает получение дохода в виде процента. Зададимся вопросом: каково же влияние денег, приносящих доход их владельцу, на функциональную зависимость спроса на деньги? В качестве первого шага, приближающего нас к ответу на этот вопрос, модифицируем уравнение спроса на деньги следующим образом:

$$MD = f(Y, R - R_m) \quad (15.10)$$

Здесь R_m обозначает среднюю взвешенную норму прибыли¹ на все формы денег (как приносящие проценты — на-счета, так и не приносящие дохода

¹ В ряде источников этот параметр, являющийся средней взвешенной величиной от ожидаемых на все виды ликвидных активов доходов, называется «антиципированным доходом». Например, Л. Харрис «Денежная теория». М., «Прогресс», 1990 год. — прим. пер.

— наличные деньги и вклады до востребования). R_m также включает в себя имплицитную прибыль, обеспеченную компенсационными остатками. Альтернативная стоимость хранения денег теперь равна $R - R_m$, — разности между средней нормой процента на все формы денег (R_m) и нормой процента конкурирующих ликвидных активов, таких как казначейские векселя и пр. (R).

Будет ли спрос на деньги согласно приведенной в (15.10) зависимости более или менее эластичным по сравнению с первоначальной зависимостью, выраженной уравнением (15.8)? Априори этот вопрос неразрешим. Рассмотрим сначала два крайних случая.

Сначала предположим, что нау-счета — единственная существующая форма денег, и их норма процента изменяется в полном соответствии с рыночной нормой процента на другие ликвидные активы. Поскольку банки, открывающие нау-счета, несут определенные административные затраты на выполнение этих функций (таких как клиринг чеков, обеспечение необходимых резервов) очевидно, что норма процента по нау-счетам должна быть немного меньше рыночной нормы — например нормы процента по казначейским векселям. В первом случае предположим, что разность этих двух процентных ставок остается величиной постоянной и составляет два процентных пункта. Это обстоятельство не дает повода ожидать, что изменение номинальной нормы процента вызовет сдвиг в альтернативе хранения денег или других активов, приносящих доход в виде процентов. Спрос на деньги в данном случае будет совершенно неэластичным по отношению к номинальной норме процента. (В графическом изображении кривая спроса на деньги выродится в вертикальную прямую линию.)

Во втором случае (опять считая нау-счета единственной из существующих форм денег) предположим, что номинальная норма процента для нау-счетов остается неизменной, составляя, например, 5 процентов в год. В этом случае любое изменение номинальной нормы процента по другим активам вызывает увеличение альтернативной стоимости хранения денег. Например

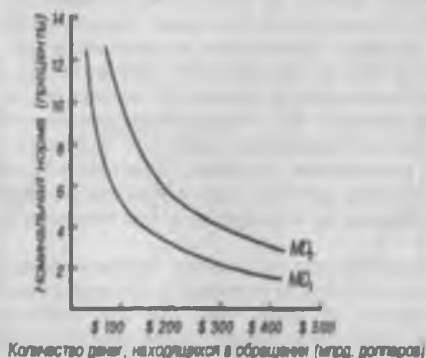


Рис. 15.1 Функциональная зависимость спроса на деньги

Функция спроса на деньги в данном контексте такова: номинальный спрос на деньги зависит от номинального национального дохода и номинальной нормы процента. На представленном графике номинальная норма процента отложена вдоль вертикальной оси, а предполагаемый спрос на деньги — вдоль горизонтальной. Функциональная зависимость этих параметров дает нам совокупность наклонных кривых, каждая из которых соответствует определенному уровню номинального национального дохода. Перемещение вдоль кривой спроса показывает изменения нормы процента, а сдвиг вправо или влево с одной кривой на другую учитывает изменения в уровне номинального национального дохода.

предположим, что процентная ставка на казначейские векселя — иной тип активов — падает с 10 до 7,5 процентов в год. 25-процентное понижение нормы процента казначейских векселей уменьшает разрыв между процентными ставками казначейских векселей и нау-счетов в два раза. Так как разность этих процентных ставок иллюстрирует альтернативную стоимость хранения денег, можно сделать вывод, что деньги, приносящие доход в виде постоянной нормы процента, делают спрос на деньги более чувствительным к изменению процентных ставок.

Какой из рассмотренных случаев — деньги, приносящие доход в соответствии с фиксированной нормой процента, и деньги, приносящие доход в соответствии с плавающей нормой процента, — точнее характеризует сегодняшние реалии банковской системы Соединенных Штатов? Имеется ряд неоспоримых доказательств: что второй вариант — по крайней мере для активов в форме M1 — точнее описывает действительные события. Вплоть до конца 1985 года федеральное законодательство ограничивало норму процента по нау-счетам пятью с четвертью процентами. Этот потолок увеличивал эластичность спроса по проценту, как во втором из только что рассмотренных случаев. В 1986 году эти ограничения были сняты, но на практике оказалось, что банки не стали подгонять норму процента по нау-счетам в соответствии с каждым изменением рыночной нормы процента. Кроме того, значительная часть M1 состоит из наличных денег и вкладов до востребования — активов, не приносящих дохода в виде процентов. На самом деле в некоторых случаях банки, располагающие компенсационными остатками, выступающими в роли оплаты фирмами и иными хозяйственными агентами банковских услуг, настаивают на их увеличении при изменении конъюнктуры. Например, при уменьшении рыночной нормы процента, приводящей к уменьшению доходов банка от оборота этих средств. Таким образом, существующий опыт продемонстрировал, что изменения существовавших финансовых институтов (такие как введение нау-счетов и невмешательства государства в установление нормы процента) увеличили эластичность спроса по процентам активов M1.

Рассматривая M2 и совокупные денежные параметры более высоких порядков, сколь-нибудь заметное изменение эластичности не наблюдается. Хотя доля параметра M1 в M2 и увеличивает эластичность, сокращение объема государственного вмешательства в экономику позволяло нормам процентов по другим активам, входящим в M2, — например, депозитным счетам денежных рынков и акциям фондов денежных рынков — свободно изменяться в соответствии с другими рыночными нормами. Эластичность спроса по процентам для этой группы ликвидных активов таким образом уменьшилась, не привнеся, однако, заметного влияния на изменение в эластичности спроса по процентам M2 в целом.

Для простоты дальнейшего изложения сделаем одно важное допущение. Будем считать во всем следующем материале, что деньги не приносят владельцу дохода в виде процента. И лишь там, где это необходимо во избежание искажения реального положения вещей, будем учитывать приносящие процент деньги, отдельно оговаривая это обстоятельство.

СТАБИЛЬНОСТЬ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

Классическая количественная теория денег и цен устанавливает стабильную взаимосвязь между денежной массой и состоянием экономики в целом. В простейшей модели этой теории постулируется, что скорость обращения денег

обусловлена практикой платежей хозяйственных агентов, а уровень реального выпуска продукции зависит от таких факторов, как уровень развития технологических процессов и численность населения. Представим себе (находясь в рамках принятых допущений), что возникает предложение денег сверх достаточного количества, удовлетворяющего существующий спрос на деньги. Естественно, люди потратят их на приобретение новых товаров и услуг, не желая хранить эти «новые» деньги. Но так как предложение товаров и услуг остается фиксированной величиной, растущая трата денег поднимет уровень цен. По мере увеличения уровня цен возрастет и спрос на деньги. И только тогда, когда уровень цен поднимется достаточно высоко, уравнив спрос на деньги с возросшим предложением, экономика вернется в состояние равновесия. Итак, мы видим, что в рамках допущений классической количественной теории денег и цен стабильность спроса на деньги подразумевает жесткую взаимосвязь между денежной массой и уровнем цен.

Современная теория денег отвергает застывшие схемы, принятые в моделях классической теории, хотя и принимает общий принцип, постулирующий, что изменения в уровне цен способны привести в равновесие предложение и спрос на деньги. В современных подходах скорость обращения денег рассматривается как переменная величина, зависящая от номинальной нормы процента, и отвергается положение о неизменности реального выпуска продукции при изменении количества денег, находящихся в обращении. И, хотя современная теория денег оперирует существенно большим числом переменных, нежели классические теоретические построения, зададимся очень важным вопросом: является ли функция спроса на деньги стабильной и предсказуемой? Если это так, то изменения количества денег, находящихся в обращении, вполне предсказуемым образом повлияют на цены и реальный объем производства. Сторонники монетаристской школы придерживаются именно этой точки зрения. С другой стороны, если спрос на деньги теряет присущую ему стабильность, то другие факторы, а отнюдь не денежная масса, возобладают в качестве



Рис. 15.2. Скорость обращения денег (параметр M2) и альтернативная стоимость хранения денег (рассматриваемых в рамках денежного параметра M2) равна разности между средней нормой процента, выплачиваемой по таким видам помещения денежных средств, и типичной нормой процента, выплачиваемой, например, по трехмесячным векселям Государственного Казначейства США. Как показывает график, приведенный на этом рисунке, изменения скорости обращения денег (параметр M2) тесно связаны с альтернативной стоимостью их хранения в этом виде. Отсюда можно сделать вывод, что в целом спрос на деньги (параметр M2) отличается относительной стабильностью.

причин изменения реального выпуска продукции и уровня цен, а изменения количества денег, находящихся в обращении, будут относительно невелики. Эту точку зрения разделяют многие кейнсианцы и сторонники немонетаристского подхода в теории денег.

На рис. 14.3 было продемонстрировано, что скорость обращения денег за последние десятилетия претерпевала существенные изменения. Оказалось, что проблема стабильности спроса на деньги в сильной степени зависит от наличия или отсутствия связи между изменениями скорости обращения денег и существующими нормами процента. Рассмотрим по очереди вопросы, связанные со скоростью обращения денег в рамках параметров M1 и M2.

Скорость обращения денег (параметр M1)

Как указывалось в предыдущих главах, в семидесятые годы и на рубеже нового десятилетия произошли существенные изменения в финансовой системе Соединенных Штатов. Эти перемены включали в себя как изменения в государственном регулировании финансовой системы (например, «Закон о Контроле 1980 года»)¹, так и рыночные инновации (возросшее использование управляемых пассивов банками и использование взаимных фондов денежного рынка фирмами, деловыми предприятиями и семейными хозяйствами). Инфляция и стремительно повышающаяся номинальная норма процента явились движущими силами этих изменений. Номинальная норма процента по трехмесячным казначейским векселям — хорошо изученная характеристика краткосрочного кредита — в 1974 году выросла до беспрецедентной величины 8 процентов. Несколько уменьшившись в течение следующих четырех лет, она достигла десятипроцентной отметки в 1979 году. Но это был не предел — в 1981 году номинальная норма процента по трехмесячным казначейским векселям составила в среднем 14 процентов. Другие рыночные процентные ставки в эти годы также достигли своих пиковых значений в исторически обозримый период. Эти обстоятельства привели к значительному увеличению альтернативной стоимости хранения денег и вкладов до востребования и даже нау-счетов, регулируемых в то время установленным верхним пределом нормы процента.

Естественно, как деловые предприятия, так и семейные хозяйства, моментально среагировали на относительно высокую альтернативную стоимость хранения своих активов в форме M1, внедряя разнообразные новшества в контроле и регулировании своих денежных операций. Фирмам пришлось пересмотреть свои ежедневные потребности в активах высокой ликвидности. Их вклады в соглашения об обратном выкупе резко возросли, что давало им прибыль в виде процента от сумм денежных остатков, причем такие операции производились на срок вплоть до одних суток. Кооперируясь со своими банками, деловые предприятия открывали «пустые» счета — транзакционные счета, остающиеся пустыми до определенного конкретного момента потребности в средствах. В то же самое время возросшее использование вычислительной и компьютерной техники в финансовом планировании и систем электронного перечисления денег позволяло предсказывать будущую потребность в наличных средствах существенно точнее, чем раньше. Это обстоятельство позволило сократить потребности фирм и предприятий в транзакционных денежных остатках.

Разовые потребители также среагировали на высокую альтернативную

¹ Этот закон, в частности, предусматривал полную отмену в течение 6 лет ограничений процента, выплачиваемого финансовыми учреждениями по депозитам. См. главу 4 — прим. пер.

стоимость транзакционных денежных остатков. Миллионы из них начали открывать счета взаимных фондов денежного рынка и покупать банковские депозитные сертификаты. Большую популярность обрели появившиеся в это время депозитные счета денежного рынка. Возросшее использование кредитных карточек позволило семейным хозяйствам консолидировать свои многочисленные мелкие платежи в один или несколько больших месячных платежей. Некоторые потребители платят ежемесячно посредством чек, адресованных на счета взаимных фондов денежного рынка и депозитные счета денежных рынков. В таких случаях эти средства платежей даже на короткий период времени не переходят в категорию, описываемую параметром M1.

Растущая норма процента вызвала к жизни вышеописанные финансовые инновации, однако они сохранили свою актуальность и после того, как процентные ставки упали снова. Установив компьютерные системы по контролю и регулированию денежных операций и оплатив связанные с этим расходы, финансисты, разумеется, не стали от них отказываться. Точно так же в жизнь и быт большинства рядовых потребителей прочно вошли кредитные карточки и фонды денежного рынка. Результатом этих процессов стал значительный инерционный эффект в спросе на деньги. Повышение процентных ставок уменьшило величину спроса на деньги, но их последующее понижение спрос на деньги не увеличило. В результате (графическая интерпретация дана на рис. 14.3) в семидесятые годы отмечался непрерывный рост скорости обращения денег (параметр M1), причем этот рост не прерывался даже в периоды кратковременных понижений номинальных норм процента.

В восьмидесятые годы — во многом благодаря произошедшим в финансовых сферах и новым законодательным актам — характер флуктуаций скорости обращения денег изменился. По мере падения процентных ставок отмечалась общая тенденция снижения скорости обращения денег (параметр M1). Влияние норм процента на этот процесс было несомненным, однако утверждать, что скорость обращения (параметр M1) полностью стабилизировалась, означало бы погрешить против истины.

Скорость обращения денег (параметр M2)

Многие эксперты и экономисты ныне приписывают нестабильность скорости обращения денег (параметр M1) тому факту, что Закон о Дерегулировании Депозитных Учреждений и Контроле за Денежным Обращением 1980 года в итоге способствовал размыванию граней между денежными параметрами M1 и M2 в их традиционной форме. После принятия этого законодательного акта процедура переводов активов, хранившихся в форме M1, в форму M2 сильно упростилась как для фирм и деловых предприятий, так и для отдельных хозяйственных агентов и семейных хозяйств. Теперь рассмотрим изменения скорости обращения денег (параметр M2).

Вернемся к хорошо знакомому нам рис. 14.3. Из анализа приведенного на нем графика скорости обращения денег (параметр M2) видно, что изменения скорости, рассматриваемые как реакция на законодательные акты 1980 года, были далеко не так разительны, как изменения скорости обращения денег (параметр M1). Тем не менее флуктуации скорости обращения денег (параметр M2) как до, так и после 1980 года, имели место. Следовательно, вопрос стабильности спроса на активы, хранящиеся в форме M2, тесно связан с альтернативной стоимостью их хранения в этом виде — то есть с отражением

связи изменения скорости обращения денег (параметр $M2$) с рыночными процентными ставками.

Из рассмотрения графика, представленного на рисунке 15.2, очевидно, что существует весьма тесная зависимость между скоростью обращения денег (параметр $M2$) и альтернативной стоимостью хранения этого вида активов, измеренной как разность между средней нормой процента, выплачиваемой по таким видам помещения денежных средств и типичной нормой процента, выплачиваемой, например, по трехмесячным векселям Государственного Казначейства США. То обстоятельство, что скорость обращения денег (параметр $M2$) и, следовательно, спрос на деньги (рассматриваемые как денежный параметр $M2$) более стабилен, заставило руководящие органы Федеральной Резервной Системы и некоторых независимых наблюдателей обратить самое пристальное внимание на денежные параметры более высоких порядков при разработке основных направлений денежно-кредитной политики.

Глава 16

РАВНОВЕСИЕ НА РЫНКЕ ДЕНЕГ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Показать, каким образом пересечение кривых спроса и предложения определяет равновесную номинальную норму процента на рынке денег.
- Указать тактические цели денежно-кредитной политики, обеспечивающие достижение вертикальных кривых предложения денег.
- Описать гибкую денежно-кредитную политику и объяснить ее сущность в рамках теории спроса и предложения денег.
- Обсудить меры денежно-кредитной политики, ведущие к формированию кривой предложения денег определенной конфигурации.

что хозяйственные агенты начали продавать свои альтернативные деньгам активы — такие как облигации и казначейские векселя — стремясь увеличить свои денежные сбережения в их чистом виде. Поступая таким образом они понижают рыночные цены на эти виды активов и, вместе с тем, увеличивают общий доход от их рыночных продаж. Однако до тех пор, пока мы допускаем наличие постоянного банковского резерва определенного размера и фиксированного денежного мультипликатора, продажа ценных бумаг не увеличивает общее количество предлагаемых денег. Подобные сделки лишь перемещают некое количество денег из портфелей одних хозяйственных агентов в портфели других фирм и семейных хозяйств. И этот процесс продолжается до повышения процентной ставки до 10% — то есть такой величины нормы процента, при которой 200 млрд. долларов, предлагаемые банковской системой, полностью удовлетворяют потребности в деньгах со стороны хозяйственных агентов. Таким образом, никакая иная норма процента в этих условиях не может создать равновесие в спросе и предложении денег на рынке денег.

Подобные рассуждения можно повторить, иллюстрируя невозможность достижения равновесия при норме процента, превышающей отметку 10%. Предположим, что норма процента вдруг подскочила бы до 12,5%. При существовании такой процентной ставки хозяйственные агенты считали бы целесообразным держать в форме денег лишь 160 млрд. долларов из общей величины своих портфелей активов, тогда как банки, располагая обеспеченными ФРС резервами, предложили им 200 млрд. долларов. Однако вся банковская система не в силах заставить хозяйственных агентов держать большее количество денег, чем они сами того пожелают. Для того, чтобы перевести их излишние резервы в приносящие доход в виде процента активы, расширяя таким образом масштабы предложения денег, банки должны обеспечить для этого условия, приемлемые для хозяйственных агентов. Одним из таких способов — самим банкам войти на рынок ценных бумаг в качестве покупателей, набавляя тем самым на них цену и понижая существующую норму процента. Или расширить масштабы своих кредитных операций, предлагая заемщикам более привлекательную норму осудного процента. В любом из рассмотренных случаев рынок денег может достичь состояния равновесия, когда хозяйственные агенты будут держать в своих портфелях активов ровно столько денег, сколько предлагают банки, тогда и только тогда, когда процентная ставка упадет до 10%.

Последствия изменений в предложении денег

Осознав суть понятия равновесия на рынке денег, нетрудно оценить влияние изменений, возникающих в спросе или предложении денег. Сначала остановимся на примере, иллюстрирующем изменения в предложении денег (рис. 16.2). Первоначально рынок денег находится в равновесии (точка E_1 на рис. 16.2) при предложении денег, равном 250 млрд. долларов, и норме процента, равной 8%. Затем ФРС производит продажу ценных бумаг на открытом рынке, истощая резервы банковской системы на 36 млрд. долларов. Учитывая, что принятый нами денежный мультипликатор равен 2,5, эта операция приведет к тому, что количество денег, находящихся в обращении, упадет на 90 млрд. долларов и составит, соответственно 160 млрд. долларов. Такая процедура сдвинет кривую предложения денег с MS_1 до MS_2 (см. рис. 16.2).

Располагая новым уровнем резервов, банки оказываются не в состоянии обеспечить предложение денег в первоначальном количестве, равном 250 млрд. долларов, которое предпочитают держать на руках хозяйственные агенты при восьмипроцентной номинальной норме процента. Чтобы избежать грядущего дефицита резервов, банки должны привести в соответствие свои балансовые



Рис. 16.2 Последствия изменений в предложении денег

Данный рисунок иллюстрирует последствия произошедшего уменьшения предложения денег. Процесс начинается с продажи Федеральной Резервной Системой ценных бумаг на открытом рынке, которая несколько истощает резервы банковской системы. Сдвиг влево кривой предложения денег демонстрирует, что в создавшихся условиях банки способны предложить лишь 160 млрд. долларов вместо 250 млрд. долларов. Банкам приходится приводить в соответствие с уменьшением суммы резервов свои балансовые отчеты путем продажи ценных бумаг, ужесточая условия кредита и отзывая представленные до востребования ссуды. По мере того, как эти мероприятия увеличивают процентные ставки на всех без исключения рынках кредитов, хозяйственные агенты адаптируются к новым условиям, уменьшая количество денег в своих портфелях активов. В новой точке равновесия рынка денег E_2 номинальная норма процента выше, а количество денег, находящихся в обращении, меньше, чем в первоначальной точке равновесия E_1 .

отчеты. Некоторые из них увеличат резервы путем продажи принадлежащих им ценных бумаг, понижая таким образом их рыночную цену. Другие банки могут увеличить свои резервы путем отзыва ссуд до востребования, а также отказываясь ссужать средства, являющиеся доходами от предоставленных ранее кредитов. Такие мероприятия ужесточают условия получения кредита на рынке ссуд и способствуют росту процентных ставок. Кроме того, некоторые банки могут попытаться увеличить свои резервы путем взятия ссуд у других банков на рынке федеральных резервных фондов¹. Однако в условиях общей для всей банковской системы нехватки резервов это подтолкнет вверх процентную ставку при совершении подобных операций. Резюмируя, можно сказать, что реакция банковской системы на уменьшение резервов приведет к увеличению и росту процентных ставок на всех без исключения рынках кредитов.

По мере роста процентных ставок хозяйственные агенты в свою очередь

¹ Один из способов продажи (предоставления) федеральных фондов — заключение контракта с банком, испытывающим нужду в средствах, о покупке у него ценных бумаг и их последующей перепродаже. В соответствии с соглашением заемщик резервов (продавец ценных бумаг) обязуется выкупить свои ценные бумаги по установленной цене в указанное время. — прим. пер.

будут приспособляться к новым условиям. Столкнувшись с увеличением альтернативной стоимости хранения денег, они начнут обмен денег на иные активы, приносящие все более высокий доход. Такие пертурбации соответствуют движению вверх и влево вдоль кривой спроса на деньги. Когда номинальная норма процента достигает отметки в 12,5%, количество денег, которое в конечном итоге хозяйственные агенты предпочтут хранить, совпадает с количеством денег, предлагаемым банковской системой. Таким образом, экономическая система достигнет нового положения равновесия в точке E_2 (рис. 16.2).

Увеличение предложения денег запускает рассмотренные процессы в противоположную сторону. Рассмотрим проводимую ФРС скупку ценных бумаг на открытом рынке, сдвигающую кривую предложения денег из положения MS_2 в положение MS_1 . Пытаясь максимально задействовать вновь поступившие резервы, банки начинают покупать ценные бумаги и облегчают условия предоставления кредитов. Уменьшение процентных ставок повышает количество денег, находящихся в портфелях активов и фирмы и семейных хозяйств. Таким образом, рынок денег движется вправо и вниз по кривой спроса на деньги к новому положению равновесия.

Последствия изменений в спросе на деньги

В предыдущем разделе мы предположили, что спрос на деньги не изменяется совокупно с изменением предложения денег на рынке. Теперь мы сделаем обратное предположение и исследуем последствия изменения спроса на деньги, допуская, что предложение денег остается на постоянном уровне.

Рассмотренные в главе 15 изменения номинального национального дохода вскрыли одну из причин изменения спроса на деньги. При прочих равных условиях и заданной номинальной норме процента люди будут хранить больше денег, если их доходы скромнее. Таким образом, увеличение номинального национального дохода сдвигает кривую спроса на деньги вправо-вверх, а уменьшение номинального национального дохода — влево-вниз. В главе 15 также показано, что другие факторы, включая изменения в промышленном развитии и уровне технологий, богатства, ожиданиях хозяйственных агентов, мерах государственного регулирования экономикой, практике платежей способны изменить спрос на деньги, и, соответственно, сдвинуть кривую его графической интерпретации. На рисунке 16.3 продемонстрировано воздействие увеличения спроса на деньги. Начнем наш анализ, считая, что рынок денег находится в состоянии равновесия (точка E_1 на рис. 16.3). Федеральная Резервная Система обеспечивает банки необходимыми резервами, что дает возможность предоставить экономической системе 200 млрд. долларов, а номинальная норма процента составляет 10%.

Далее предположим, что некие обстоятельства — скажем, увеличение номинального национального дохода — увеличивают величину спроса на деньги при существующей процентной ставке. На графике это проявится, как сдвиг вправо-вверх кривой спроса на деньги с MD_1 на MD_2 . Это приведет к тому, что при исходной номинальной норме процента, равной 10%, хозяйственные агенты захотят держать больше денег в своих портфелях активов. Любая фирма или семейное хозяйство смогут увеличить количество денег в своих портфелях активов, продавая иные виды активов — как, например, акции и облигации — за деньги или испрашивая ссуду. Когда в одно и то же время большое количество хозяйственных агентов проводят аналогичные мероприятия, понижается рыночная цена ценных бумаг и повышается общий доход от продажи на рынке ценных бумаг. Те, кто пытается приобрести деньги, испрашивая ссуду, способствуют увеличению нормы ссудного процента.

Но, несмотря на определенные усилия хозяйственных агентов увеличить количество хранящихся в их портфелях денег, банковская система не способна предложить их в ином — большем — количестве. Мы предположили, что резервы банковской системы способны предложить только 200 млрд. долларов в форме денег, что иллюстрируется на рис. 16.3 вертикальной кривой предложения денег (в этом случае по мере роста номинальной нормы процента величина предложения денег не увеличивается, обеспечивая растущий спрос на деньги). Таким образом, рынок денег может вернуться к состоянию равновесия тогда и только тогда, когда процентные ставки повысятся достаточно высоко, приводя в соответствие величину спроса на деньги с величиной их предложения. На рис. 16.3 новое положение равновесия достигается при номинальной норме процента, равной 15% (точке пересечения кривых MS и MD_2).

Уменьшение спроса на деньги запускает рассмотренные процессы в противоположную сторону. Предположим, что кривая спроса на деньги сдвинулась влево-вниз, с MD_2 на MD_1 из первоначального положения равновесия (точка E_2 на рис. 16.3). В этом случае доля денег в портфеле активов хозяйственных агентов была бы больше, чем это совпадало бы с их желаниями. Хозяйственные агенты моментально начнут структурные изменения в своих портфелях ак-



Рис. 16.3 Последствия изменений в спросе на деньги

Данный рисунок иллюстрирует последствия произошедшего роста спроса на деньги. Первоначально рынок денег находится в состоянии равновесия в точке E_1 , а номинальная норма процента составляет 10%. Рост номинального национального дохода сдвигает кривую спроса на деньги из положения MD_1 вправо-вверх в положение MD_2 . При исходной процентной ставке хозяйственные агенты хотели бы держать 300 млрд. долларов в форме денег в своих портфелях активов, несмотря на то, что банковская система в состоянии предложить лишь 200 млрд. долларов. Хозяйственные агенты предпринимают попытку приобрести больше денег, продавая ценные бумаги и испрашивая ссуды. Эти действия приводят к повышению номинальной нормы процента до 15%, что обеспечивает соответствие количества денег, находящихся в обращении, — 200 млрд. долларов, количеству денег, хранящихся в портфеле активов хозяйственных агентов, в полном соответствии с их желаниями. Рынок денег, таким образом, достигает нового положения равновесия.

тивов, либо используют деньги для погашения взятых ранее ссуд. Такие действия, предпринятые одновременно и во множестве, взвинтят цены на ценные бумаги и понизят норму ссудного процента, однако не смогут изменить количество денег, находящихся в обращении, которое предлагает им банковская система. Равновесие на рынке денег было бы достигнуто только тогда, когда процентные ставки упали бы до уровня, обеспечивающего соответствие количества денег, находящихся в обращении, количеству денег, размещенных в портфелях активов хозяйственных агентов.

СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКОЙ И ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЕНЕГ

До сего момента мы имели дело с вертикальной кривой, характеризующей предложение денег. Подобная кривая указывает на то, что количество денег, предлагаемое банковской системой, остается постоянным независимо от изменений номинальной нормы процента или спроса на деньги. Однако выбор кривой предложения денег именно в такой форме исчерпывается обстоятельствами удобства изложения материала. Реальная форма кривой предложения денег зависит от тактической цели, определяемой Федеральной Резервной Системой, для проведения своих операций на открытых рынках ценных бумаг. Со временем тактические цели меняются, а вместе с ними меняются и формы кривых предложения денег. В следующем разделе настоящей главы мы рассмотрим взаимосвязь тактических целей с формами кривых предложения денег и потенциальные преимущества и недостатки различных целей. В заключительном разделе мы проследим трансформацию тактических целей в ее историческом аспекте.

Пристальный взгляд на вертикальную кривую предложения денег

Вертикальная кривая предложения денег соответствует тактической цели поддержания неизменным количества денег, находящихся в обращении. При постановке подобной задачи — сохранении неизменной денежной массы при меняющихся условиях рынка — ФРС приходится прибегать к любым необходимым для этого действиям. В предыдущем разделе мы исходили в своих рассуждениях из упрощающего допущения о неизменности совокупных резервов и денежного мультипликатора при изменении номинальной нормы процента. Однако, как показывает практика, подобные вещи происходят совсем не так просто.

Избыточные резервы и норма процента. Принято считать, что уровень избыточных резервов банка (образованный вследствие неожиданного притока вкладов или сокращения ссуд — *прим. пер.*) обычно изменяется обратно пропорционально существующей процентной ставке. Как мы видели ранее в главе 5, банки, обладающие избыточными резервами, несут потери от неиспользованных возможностей, равные проценту от размещения этих средств в виде не приносящих дохода депозитов в Федеральном Резервном банке. А ведь можно избежать этих потерь, переводя эти средства в *примечательные* *вторичные* резервы. Это обстоятельство само по себе подчеркивает, что банки всегда будут стремиться свести свои избыточные резервы до нуля. Однако им приходится учитывать соотношение между альтернативной стоимостью хранения избыточных резервов и транзакционными затратами, связанными с операциями на рынке федеральных резервных фондов, и временными издержками



Рис. 16.4 Займы, полученные через «учетное окно», и нормы процентов

Как показывает эта схема, банки чаще всего прибегают к займам посредством «учетного окна» Федеральной Резервной Системы, когда рыночная норма процента, особенно процентная ставка Федеральных резервных фондов, превышает учетную ставку. В результате (если только ФРС не прибегает к компенсирующим операциям и защитным мерам на открытом рынке ценных бумаг) количество денег, находящихся в обращении, увеличивается одновременно с увеличением номинальных норм процента и уменьшается с их соответственным понижением.

по клирингу чеков. Исходя из существования вышеуказанных транзакционных затрат, можно с уверенностью сказать, что уровень избыточных резервов, потребных банковской системе в целом, никогда не упадет до нуля. Однако вполне справедливо положить, что увеличение нормы процента и вместе с ней альтернативной стоимости хранения избыточных резервов приведет к усилению банковских стремлений по преобразованию своих избыточных резервов в активы, приносящие доход в виде процентов.

В соответствии с тем, что уровень избыточных резервов будет изменяться обратно пропорционально процентной ставке, денежный мультипликатор будет связан с процентной ставкой прямо пропорциональной зависимостью. Отсюда следует, что при сохранении Федеральной Резервной Системой своих совокупных резервов на постоянном уровне при изменении нормы процента (см. уравнение 10.4), кривая предложения денег обрела бы наклон вправо-вверх. Для того, чтобы поддержать имевший место ранее вертикальный характер кривой предложения денег, ФРС пришлось бы прибегнуть (с целью компенсации роста денежного мультипликатора) к защитной продаже ценных бумаг на открытом рынке, которая уменьшила бы величину суммарных резервов. Аналогично любое уменьшение денежного мультипликатора должно быть скомпенсировано покупкой ценных бумаг на открытом рынке, которая увеличивает сумму совокупных резервов.

Резервы, полученные путем займов, и норма процента. В банковской системе, характерной для сегодняшнего дня, избыточные резервы сохраняются на таком низком уровне, что изменения в их объеме не вызывают значительных изменений в предложении денег. Однако возникает необходимость компенсировать другой — более мощный — источник изменения на рынке денег. Подобные изменения возникают вследствие колебания уровня резервов, полученных путем займов у ФРС через «учетное окно».

С точки зрения конкретно взятого банка, получение займа у ФРС через

«учетное окно» или получение займа у другого банка на рынке федеральных резервных фондов — один из методов мобилизации средств для корректировки состояния резервов, альтернативный путь приобретения резервов на короткий период времени. На выбор источника привлечения резервов влияет относительная стоимость федеральных резервных фондов. Цена приобретения федеральных резервных фондов зависит от взимаемой процентной ставки (нормы процента федеральных резервных фондов). С другой стороны, банки, прибегающие к займам у ФРС через «учетное окно», рассчитываются с ФРС согласно существующему учетному проценту (норме дисконта), устанавливаемого Федеральной Резервной Системой. Кроме того, банки, привлекая крупные займы через «учетное окно», несут дополнительные затраты, обусловленные в этом случае неким административным давлением со стороны ФРС¹. Сопротивление этому влиянию отчасти зависит от существующего разрыва между учетным процентом ФРС и нормой процента федеральных резервных фондов. Как показано на рис. 16.4, увеличение процентной ставки федеральных резервных фондов выше учетного процента приводит к увеличению операций через «учетное окно». Уменьшение этого разрыва снижает количество подобных операций.

Такая тенденция в изменении общего количества займов через «учетное окно» в зависимости от колебаний процентной ставки федеральных резервных фондов и, следовательно, всех других рыночных норм процента имеет прямое отношение к предложению денег на рынке и описывающей его кривой предложения денег. Посредством проведения операций на открытом рынке ценных бумаг ФРС может регулировать объем независимых (от займа) резервов, хранящихся в недрах банковской системы. Однако, поддерживая этот вид резервов на постоянном уровне, уровень совокупных резервов будет пропорционален изменению нормы процента, так как именно таким образом происходит изменение уровня резервов, полученных путем займов. То есть при сохранении постоянным уровня независимых резервов изменение уровня резервов, полученных путем займов, даст дополнительный (наряду с изменением уровня избыточных резервов) стимул изменения предложения денег на рынке и, следовательно, наклона кривой предложения денег.

Для поддержания кривой предложения денег в строго вертикальном состоянии ФРС может предпринять один из двух существующих для этого способов. Во-первых, ФРС может провести ряд защитных операций на открытом рынке ценных бумаг, компенсируя изменения в уровнях резервов, полученных путем займов, и избыточных резервов, направляя в противоположную сторону изменения уровня независимых (от займов) резервов. Во-вторых, ФРС может использовать учетную ставку для гибкого реагирования на возникающие изменения рыночной нормы процента. Как показывает рис. 16.4, в прошлом величина учетной ставки отставала от процентной ставки федеральных резервных фондов. Это означало, что стимулы прибегать к займам посредством «учетного окна» возрастали и уменьшались синхронно с ростом и падением рыночных процентных ставок. И наоборот, при строго синхронных изменениях ставки вкупе с изменениями рыночных процентных ставок, зависимость привлечения денег в заем резервов от существующей рыночной нормы процента в значительной степени пропадает.

¹ Получение займа у ФРС в американской экономике рассматривается, как привилегия, а не право, вытекающее из членства в ней. Заметим, что банки, не являющиеся членами ФРС, могут получать аналогичные займы у соответствующих банков-корреспондентов. — *прим. пер.*

Горизонтальная кривая предложения денег

На рис. 16.5 представлена горизонтальная кривая предложения денег. Возникновение кривой предложения денег подобной формы происходит тогда, когда ФРС в качестве своей тактической цели избирает фиксацию номинальной нормы процента на постоянном уровне. Путем проведения операций на открытом рынке осуществляется регулирование резервов, обеспечивающее фиксированный уровень номинальной нормы процента, определенный тактической задачей, несмотря на возможные изменения процентных ставок, обусловленные воздействием рыночных процессов. Политика подобного рода часто называется гибкой денежно-кредитной политикой.

Предположим, что рынок денег первоначально находится в равновесии в точке E_1 (рис. 16.5). Количество денег, находящихся в обращении, равно 200 млрд. долларов, а норма процента составляет 10% в год, что рассматривается как тактическая цель ФРС. Положим, что увеличение номинального национального дохода сдвигает кривую спроса на деньги вправо — с MD_1 на MD_2 .

Рост спроса на деньги оказывает повышающее давление на существующую норму процента. По мере того, как норма процента начинает превышать десятипроцентный уровень, определенный ранее как тактическая цель, ФРС отвечает на эти изменения, производя покупки на открытом рынке ценных бумаг. Такие приобретения увеличивают банковские резервы, которые банки



Рис. 16.5 Горизонтальная кривая предложения денег

На данном рисунке рассматривается горизонтальная кривая предложения денег, полученная в результате проведения ФРС определенной политики. Поставленная тактическая цель состояла в сохранении десятипроцентного уровня номинальной нормы процента и выполнялась при помощи ряда мероприятий на открытом рынке ценных бумаг, приводя в соответствие с поставленной целью уровень предложения денег. Сдвиг в спросе на деньги с точки E_1 к точке E_2 стремится увеличить рыночные процентные ставки. В качестве стабилизирующей меры ФРС проводит покупки на открытом рынке ценных бумаг, расширяя тем самым резервы банков и увеличивая предложение денег в степени, достаточной для сохранения процентных ставок на прежнем уровне. Такой тип финансовой политики часто называют гибкой денежно-кредитной политикой.

пускают в оборот, предоставляя новые займы и приобретая ценные бумаги для своих собственных портфелей активов. Процесс использования избыточных резервов увеличивает рост денежной массы, находящейся в обращении. Покупки на открытом рынке будут продолжены до тех пор, пока не образуется достаточное количество новых денег, обеспечивающее соответствие спроса и предложения денег при неизменной норме процента (что, как уже указывалось, составляет тактическую цель ФРС на рассматриваемом этапе). В таком случае рынок денег достигнет нового положения равновесия в точке E_2 (рис. 16.5). Количество денег, находящихся в обращении, возрастет с 200 до 300 млрд. долларов, а номинальная норма процента не изменится и останется равной 10%.

Наклонная кривая предложения денег

На рис. 16.6 представлен еще один возможный случай — наклонная кривая предложения денег. Кривая предложения денег такой формы подразумевает проведение Федеральной Резервной Системой следующей политики: ФРС реагирует на увеличение спроса на деньги, обеспечивая некоторый рост количества денег, находящихся в обращении, но в количестве, недостаточном для поддержания номинальной нормы процента на фиксированном уровне. Например, мы имеем кривую предложения денег MS_1 ; сдвиг в спросе на деньги с MD_1

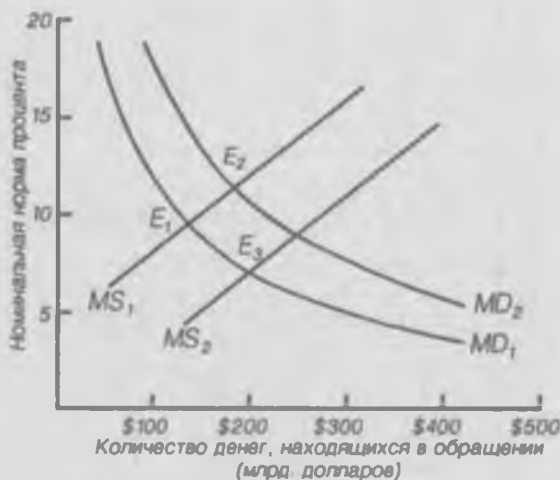


Рис. 16.6 Наклонная кривая предложения денег

Денежно-кредитная политика ФРС, допускающая увеличение количества денег, находящихся в обращении, но в степени, недостаточной для предотвращения повышения номинальной нормы процента, приводит к предложению денег, графически интерпретируемому наклонной кривой предложения денег. Этот случай показан на данном рисунке. При проведении в жизнь подобной политики изменение спроса на деньги с MD_1 на MD_2 при прежнем предложении денег MS_1 перенесут точку равновесия на рынке денег из точки E_1 в точку E_2 . Увеличение спроса на деньги вызовет как рост количества денег, находящихся в обращении, так и увеличение номинальной нормы процента. С другой стороны, изменение предложения денег с MS_1 на MS_2 при прежнем спросе на деньги MD_1 вызовет уменьшение номинальной нормы процента, сопровождаемое увеличением количества денег, находящихся в обращении. В этом случае равновесие на рынке денег перейдет из точки E_1 в точку E_3 .

на MD_2 перенесет точку равновесия экономической системы из E_1 в E_2 . Таким образом, номинальная норма процента вырастет с 10% до 14%, но и количество денег, находящихся в обращении, увеличится с 200 млрд. до 280 млрд. долларов.

В качестве примера денежно-кредитной политики, обеспечивающей существование предложения денег, описываемого кривой подобного типа, рассмотрим ситуацию, при которой ФРС в качестве тактической цели рассматривает постоянство независимых резервов. Как мы видели раньше, постоянство резервов подобного типа ведет к увеличению количества денег, находящихся в обращении, при увеличении процентных ставок, так как в этом случае уровень резервов, полученных путем займов, увеличивается, а уровень избыточных резервов уменьшается. Такая денежно-кредитная политика может частично нивелировать возникающий сдвиг в спросе на деньги без особой необходимости проведения активных операций на открытом рынке ценных бумаг.

ФРС может варьировать угол наклона кривой предложения денег. Так, кривая предложения денег пройдет менее круто по отношению к оси абсцисс (приблизится к горизонтальной кривой — *прим. пер.*) при условии, что ФРС проведет покупку на открытом рынке ценных бумаг при повышении номинальных норм процента и, соответственно, продажи — при ее уменьшении. Заметим, что чем круче наклонена кривая предложения денег (приближается к вертикальной кривой — *прим. пер.*), тем существеннее воздействие спроса на деньги на номинальную норму процента и тем меньшее влияние он оказывает на количество денег, находящихся в обращении. И наоборот, чем ближе кривая предложения денег к горизонтальной кривой, тем существеннее эффект сдвига в спросе на деньги на количество денег, находящихся в обращении, и тем меньшее влияние он оказывает на номинальную норму процента.

Выбор тактических целей

Какая тактическая цель — то есть, какая форма кривой предложения денег — лучше? Полный и подробный ответ на этот вопрос будет дан в последующих главах, так как он потребует привлечения дополнительных инструментов анализа. Однако этот вопрос стоит того, чтобы провести его предварительное обсуждение.

Эта проблема во многом определяется влиянием изменений в спросе на деньги на соответствующие изменения количества денег, находящихся в обращении, и номинальной нормы процента при различных тактических целях. Тактическая цель, обусловленная сохранением в обращении постоянного денежной массы, приводит к вертикальной кривой предложения денег. В этом случае изменения в спросе на деньги влияют лишь на норму процента, не затрагивая количества денег, находящихся в обращении. Другой крайний случай — тактическая цель, обусловленная сохранением постоянства нормы процента; в этом случае сдвиг в спросе на деньги влияет лишь на изменение количества денег, находящихся в обращении, не затрагивая фиксированную норму процента. При наклонной кривой предложения денег как количество денег, находящихся в обращении, так и номинальная норма процента, реагирует на сдвиг спроса на деньги.

Изменения в норме процента имеют существенное значение, поскольку они влияют на уровень реальной экономической активности. Повышение номинальных норм — при прочих равных условиях — не способствует взятию займов. Это приводит к снижению общих расходов производственного и непроизводственного назначения и общего объема производства, особенно в таких

чувствительных к изменению процентных ставок отраслях экономики, как жилищное и гражданское строительство, автомобилестроение, производство капитального оборудования. С другой стороны, изменения количества денег, находящихся в обращении, также имеют определенное значение. Как мы уже видели ранее, подобные изменения могут послужить причиной изменений в реальном объеме производства и уровне цен.

Какая денежно-кредитная политика лучше? Реагирующая на изменения в спросе на деньги посредством управления процентными ставками, управлением количеством денег, находящихся в обращении, или комбинация этих вариантов? Ответ зависит от причин произошедшего сдвига в спросе на деньги. Рассмотрим три случая.

1. Сдвиг в спросе на деньги происходит из-за изменений в скорости обращения денег. Эти изменения могут возникнуть вследствие изменений в правилах банковских операций или в общей стратегии контроля и регулирования денежного обращения. В этом случае желательно изолировать реальные экономические сферы от последствий изменений скорости обращения денег, позволяя количеству денег, находящихся в обращении, изменяться в той же пропорции, что и скорость обращения денег, лишь поменяв направление этих изменений на противоположное. Эта процедура сохранит номинальную норму процента, реальный объем производства и абсолютный уровень цен постоянными величинами. Таким образом, в этом случае желательна горизонтальная кривая предложения денег.

2. Сдвиг в спросе на деньги происходит вследствие изменений в реальном объеме производства в процессе делового цикла. Вероятно, в этом случае разумно дать процентным ставкам подняться, сглаживая циклическое расширение, или опуститься, сглаживая циклическое сжатие. В этом случае желательна наклонная или вертикальная кривая предложения денег.

3. Сдвиг в спросе на деньги происходит вследствие растущего уровня цен. В этом случае рост количества денег, находящихся в обращении, в ответ на изменения в спросе на деньги лишь подольет масло в пламя инфляции. Вероятно, необходимо сопротивляться инфляционным процессам, сохраняя в обращении постоянное количество денег и «отпустив на свободу» номинальную норму процента. В этом случае наилучшей окажется вертикальная кривая спроса на деньги.

На практике сдвиги кривых спроса на деньги появляются вследствие целой совокупности причин, так что ни одна из рассмотренных тактических целей полностью не соответствует реальным условиям.

Глава 17

ДЕНЬГИ, ИНФЛЯЦИЯ И РЕАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Начертить простую кривую совокупного спроса и объяснить, как проводимая денежно-кредитная политика влияет на ее положение и форму.
- Начертить простую кривую совокупного предложения и объяснить, как ожидания хозяйственных агентов относительно цен на привлекаемые факторы производства определяют положение и форму ее наклона.
- Показать при помощи кривых совокупного спроса и совокупного предложения реакцию экономической системы на рост количества денег, находящихся в обращении, и объяснить суть понятия «нейтральность денег».
- Объяснить суть происходящих в экономике перемен в периоды фаз сжатия и спада и обсудить альтернативные варианты проведения экономической политики.
- Различить инфляционные процессы, инспирированные спросом, и инфляционные процессы, инспирированные предложением, и показать особенности каждого из этих типов.
- Обсудить вопросы, связанные с теорией ускорения инфляции, и объяснить, почему за периодом «галопирующей» инфляции следует инфляция, сопряженная со спадом.
- Показать, каким образом резкие нарушения предложения влияют на экономику, и обсудить возможные ответные мероприятия в рамках денежно-кредитной политики.
- Обсудить теорию рациональных ожиданий и ее приложения к проводимой денежно-кредитной политике.

В главе 16 обсуждались вопросы, связанные с условиями равновесия на рынках денег, — то есть положение, при котором количество денег, хранящееся в портфелях активов хозяйственных агентов, отвечает их желаниям и совпадает с количеством денег, которое в этот момент готова предложить банковская система. В настоящей главе мы перенесем центр тяжести наших рассуждений с равновесия на финансовых рынках на рассмотрение проблем равновесия во всем объеме экономической системы; покажем, как та или иная денежно-кредитная политика влияет на уровень цен, реальный объем производства и проблему занятости; рассмотрим ряд типичных процессов, сопровождающих процессы инфляции и экономического спада.

После обсуждения вышеуказанных вопросов в последующих главах (главе 18 и 19) будет рассмотрена кейнсианская макроэкономическая модель, которая сильнейшим образом повлияла на развитие экономической мысли (Запада — *прим. пер.*) в последнее пятидесятилетие. Глава 20 подытожит обсуждение монетаристской экономической модели обзором стратегических направлений развития денежно-кредитной политики.

СОВОКУПНЫЙ СПРОС И СОВОКУПНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Настоящая глава расширяет знакомую нам модель спроса и предложения до макроэкономического уровня. В совокупном варианте модели спроса и предложения количество потребительских товаров, как параметр ранее существовавшей модели, уступает место такой характеристике, как показатель общего объема производства (выпуска продукции) товаров и услуг, — иначе говоря, валовому национальному продукту (ВНП). Также цена какого-либо отдельного товара — будь то пшеница или обувь — заменяется показателем среднего уровня цен всей совокупности товаров и услуг, известным в экономике как дефлятор ВНП. Вместо рассмотрения кривой спроса на какой-либо конкретный товар далее мы исследуем кривую совокупного спроса, которая иллюстрирует изменение суммарного реального уровня покупок, запланированного всеми без исключения потребителями, в зависимости от изменения уровня цен. Вместо рассмотрения кривой предложения какого-либо конкретного товара далее мы исследуем кривую совокупного предложения, которая иллюстрирует изменение суммарного реального объема производства всех без исключения товаров и услуг в зависимости от изменения уровня цен.

Кривая совокупного спроса

В качестве отправной точки для построения кривой совокупного спроса вернемся к простейшей из рассмотренных нами монетаристских моделей, а именно — классической количественной теории. В главе 14 мы представили

основные положения этой теории в аналитической форме (записав уравнение $MV = PY$, где M обозначает количество денег, находящихся в обращении, V — скорость обращения денег в движении доходов, P — абсолютный уровень цен, а Y — реальный объем производства (реальный доход). Теперь мы перепишем исходное уравнение обмена иным образом

$$AD = \frac{MV}{P} \quad (17.1)$$

Здесь реальный объем производства (Y) уступает место параметру AD , обозначающему совокупный спрос, то есть количеству товаров и услуг в общем объеме их производства, которое фирмы, деловые предприятия, семейные хозяйства и другие покупатели планируют приобрести при данном уровне цен. Можно интерпретировать уравнение (17.1) следующим образом. Допустим, что количество денег, находящихся в обращении, есть величина постоянная, что обусловлено, к примеру, проводимой денежно-кредитной политикой. Далее предположим, что скорость обращения денег в движении доходов — число раз в год, когда хозяйственные агенты тратят каждый доллар из общей денежной массы, — определяется институциональными факторами, и на нее не влияет проводимая денежно-кредитная политика или существующий уровень цен. При этих допущениях легко убедиться, что реальное количество товаров и услуг, спрос на которые обусловлен расходом фиксированного количества денег определенное число раз в год, есть величина, обратно пропорциональная существующему уровню цен.

На рис. 17.1 представлена кривая совокупного спроса, имеющая в основе уравнение (17.1). Здесь предполагается, что количество денег, находящихся

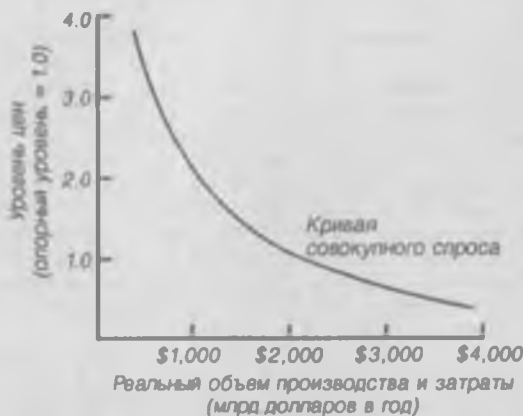


Рис. 17.1 Кривая совокупного спроса единичной эластичности

Кривая совокупного спроса показывает изменение уровня суммарных реальных покупок, запланированных всеми без исключения потребителями, в зависимости от изменения уровня цен. Кривая единичной эластичности, приведенная на рисунке, построена в предположении ряда существенных упрощений (постулируется, что количество денег, находящееся в обращении, есть величина постоянная, а скорость обращения денег не зависит от изменений денежной массы или уровня цен). Обратите внимание, что совокупный спрос, выраженный в номинальных единицах, сохраняется постоянным (1500 млрд.) в любой точке приведенной кривой.

в обращении, равно 500 млрд. долларов, а скорость обращения денег равна 3. Таким образом величина спроса на реальный объем производства товаров и услуг равна 1500 млрд. долларов при уровне цен 1,0; 750 млрд. долларов при уровне цен 2,0; 3000 млрд. долларов при уровне цен 0,5 и т. д.

Форма кривой совокупного спроса.

Кривая совокупного спроса, приведенная на рис. 17.1, является кривой единичной эластичности. Это означает, что увеличение уровня цен прямо пропорционально уменьшает совокупный спрос. Единичная эластичность совокупного спроса возникает как результат определенных упрощений: в этом случае скорость обращения денег принимается постоянной и не зависящей от изменений уровня цен и количества денег, находящихся в обращении.

Разумеется, эти предпосылки весьма далеки от реальности. В главе 19 вышеприведенные рассуждения будут модифицированы и, таким образом, сопряжены с современной количественной теорией денег и цен, а также с кейнсианским подходом к рассматриваемым проблемам. В этом случае скорость обращения денег в движении доходов определяется как функция нормы процента (аналогичные зависимости рассмотрены в главе 15). Кроме того, далее придется учитывать, что норма процента возрастает по мере роста абсолютного уровня цен. Таким образом, в рамках более подробной и тонкой модели совокупный спрос будет гораздо менее эластичен, нежели описываемый кривой единичной эластичности, хотя кривая, его характеризующая, по-прежнему будет иметь некий наклон вниз. Но не будем забегать вперед. В настоящей главе кривая совокупного спроса единичной эластичности вполне удовлетворительно помогает осознать и представить рассматриваемые процессы.

Сдвиги кривой совокупного спроса. Отметим, что при постоянстве скорости обращения денег и количества денег, находящихся в обращении, совокупный спрос, измеренный в номинальных единицах, остается постоянным в любой точке кривой совокупного спроса. Для кривой совокупного спроса, приведенной на рис. 17.1, при количестве денег, находящихся в обращении, равном 500 млрд. долларов, и скорости обращений денег, равной 3, постоянный уровень номинального совокупного спроса составляет 1500 млрд. долларов. Если какие-либо перемены в проводимой денежно-кредитной политике изменяют количество денег, находящихся в обращении (допуская, что скорость обращения денег тем не менее остается постоянной), уровень совокупного номинального спроса будет изменяться, а соответствующая ему кривая совокупного спроса сдвинется относительно первоначального положения.

На рис. 17.2 показан подобный сдвиг кривой совокупного спроса. Кривая AD_1 аналогична представленной на рис. 17.1 ($M = 500$ млрд. долларов, $V = 3$, совокупный номинальный спрос = 1500 млрд. долларов). Теперь положим, что закупки Федеральной Резервной Системы ценных бумаг на открытом рынке расширили банковские резервы и это обстоятельство привело к тому, что количество денег, находящихся в обращении, выросло до 1000 млрд. долларов. При постоянной скорости обращения денег (а именно так этот параметр будет рассматриваться на протяжении всей главы) совокупный номинальный спрос расширился до 3000 млрд. долларов. Это обстоятельство приводит к сдвигу кривой совокупного спроса в положение AD_2 . Это означает, что при любом произвольно выбранном уровне цен

реальный объем планируемых затрат в этом случае удваивается относительно исходного значения.

По мере того как рассматриваемая нами экономическая модель в следующих двух главах будет обрывать дополнительными подробностями, мы покажем, что и другие изменения в экономике вызывают изменения в совокупном спросе и, следовательно, сдвиги кривой совокупного спроса в его графической интерпретации. Эти изменения включают в себя целый ряд факторов: структурные изменения в расходовании средств потребителями, изменения характера сбережений, изменения в правительственных программах закупок, и изменения налоговой политики. Мы покажем, что трансформации вышеуказанных процессов действуют на совокупный спрос опосредствованно через параметр скорости обращения денег (входящий в уравнение совокупного спроса). Однако в настоящей главе мы сконцентрируем внимание на сдвигах совокупного спроса, связанных с изменением количества денег, находящихся в обращении.

Кривая совокупного предложения

Кривая совокупного предложения иллюстрирует динамику изменений общих затрат в реальном их выражении по мере изменения уровня цен. Рассмотрение кривой совокупного предложения необходимо для исследования взаимной связи реального объема производства товаров и услуг и изменения уровня цен. Начнем это рассмотрение на примере какой-либо отдельной фирмы.

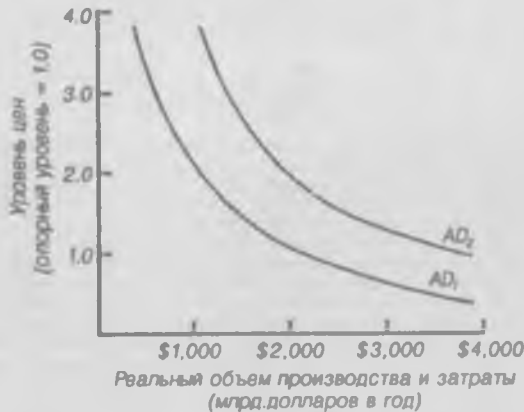


Рис. 17.2 Сдвиг кривой совокупного спроса

При постоянстве скорости обращения денег и количества денег, находящихся в обращении, совокупный спрос, измеренный в номинальных единицах, остается постоянным в любой точке кривой совокупного спроса и не зависит от уровня цен. Изменение количества денег, находящихся в обращении, сдвигает кривую совокупного спроса. На рисунке кривая AD_1 построена в предположении, что скорость обращения денег равна 3, количество денег, находящихся в обращении, равно 500 млрд. долларов, а совокупный номинальный спрос сохраняется постоянным и равен 1500 млрд. долларов во всех точках кривой. Увеличение количества денег, находящихся в обращении, до 1000 млрд. долларов без изменения скорости обращения денег вызывает рост номинального совокупного спроса до 3000 млрд. долларов. Кривая совокупного спроса сдвигается с AD_1 на AD_2 .

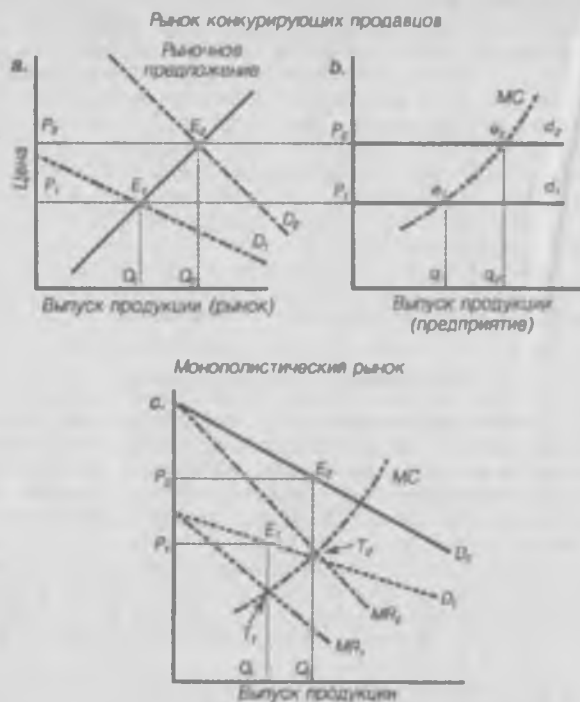


Рис. 17.3 а, б, с Микроэкономические основы совокупного предложения

В микроэкономической модели объем выпуска продукции, который фирма считает целесообразным производить, зависит от спроса на эту продукцию и от затрат на ее выпуск, определяющихся положением кривых зависимости затрат от объема производства. Это положение справедливо как для рынка конкурирующих продавцов, так и для монополистического рынка.

На графиках (а), (б) и (с) рис. 17.3 показаны изменения, вызванные ростом спроса в предположении постоянства затрат, описываемые кривыми зависимости изменения затрат от объема производства. В рассматриваемом случае спрос возрастает, так что потребители хотят заплатить в два раза больше денег, чем раньше, за прежнее количество продукции (этот тип сдвига в спросе обычно сопровождается периодами инфляции, поражающей всю экономику). На графике (а) такое увеличение спроса сдвигает кривую спроса на рынке конкурирующих продавцов с D_1 на D_2 . Состояние рынка в этом случае описывается движением вверх вдоль кривой предложения с E_1 до E_2 , повышая тем самым рыночную цену с P_1 до P_2 . Выпуск продукции на рынок возрастет с Q_1 до Q_2 . График (б) сопоставляет рассмотренный эффект с типичной свободной конкурирующей фирмой. Состояние фирмы в этом случае описывается движением вдоль кривой изменения предельных затрат в зависимости от объема производства по мере роста рыночных цен.

График (с) иллюстрирует аналогичные изменения, вызванные ростом спроса на чисто монополистическом предприятии. Сдвиг в спросе передвигает точку, в которой кривая предельных затрат пересекает кривую предельных доходов, из положения T_1 в T_2 . Это, в свою очередь, сдвигает точку максимальной прибыли из положения E_1 на кривой спроса D_1 в положение E_2 на кривой спроса D_2 .

Выводы: В случае, когда сдвиг в спросе приводит к монотонному увеличению цены, которую будут платить покупатели за неизменный объем продукции, при постоянстве уровня затрат (что характеризуется приведенной зависимостью изменения затрат от объема производства) как рынок конкурирующих продавцов, так и монополистический рынок, реагируют на это изменение увеличением и цен, и объема производимой продукции.

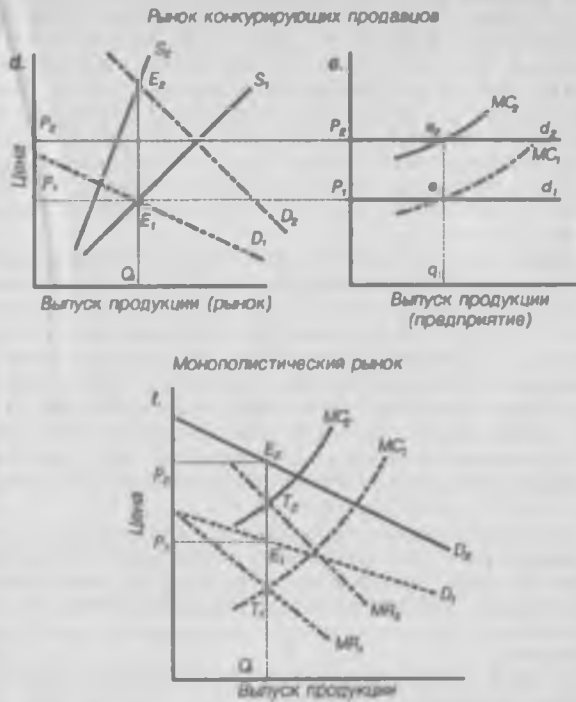


Рис. 17.3 d, e, f

На графиках (d), (e) и (f) представлены изменения, вызванные аналогичным сдвигом в спросе, но учитывающие параллельный сдвиг зависимости изменения затрат от объема производства на такую же величину. Происходящее отражает изменения цены (ее удвоение), которую заплатит покупатель за неизменный объем продукции, а также удвоение цены, которую придется заплатить предприятиям за привлекаемые факторы производства. Как на рынке конкурирующих продавцов (графики (d) и (e)), так и на монополистическом рынке (график (f)) кривые предельных затрат сдвигаются вверх в той же пропорции, что и кривая спроса. В результате произошедших изменений рост цен не сопровождается увеличением объема производства.

Выводы: Когда сдвиг в спросе приводит к монотонному росту цены, которую покупатели заплатят за неизменный объем продукции, и если в то же самое время предприниматели ожидают, что пропорционально росту спроса возрастут затраты на привлекаемые факторы производства, цены на обоих рынках (рынке конкурирующих продавцов и монополистическом рынке) возрастут пропорционально сдвигу спроса без изменения в объеме выпуска продукции.

Предложение в микроэкономике. Согласно стандартной микроэкономической теории объем производства товаров и услуг (или выпуск продукции — понятия, как отмечалось ранее, эквивалентные — *прим. пер.*), которое фирма считает нужным произвести, зависит от спроса на эту продукцию и от затрат на ее производство. При фиксированных на одном уровне затратах на производство фирма среагирует на увеличение спроса на ее продукцию двояко: увеличивая объем производимой продукции и увеличивая цену, по которой она ее реализует. Если одновременно с изменением спроса изменяются и затраты на производство, реакция фирмы будет иной.

Рис. 17.3 представляет микроэкономический обзор, (характеризующий реакцию фирм на изменение спроса как на рынке конкурирующих продавцов, так и на монополистическом рынке. Увеличение спроса на определенную продукцию приведет как к увеличению ее цены, так и к увеличению объема ее производства на обоих рассматриваемых рынках (при сохранении фиксированного уровня затрат на ее выпуск). Если кривые затрат на выпуск продукции сдвигаются, фирмы среагируют на эти изменения иным образом. В частности (и это проиллюстрировано на рис. 17.3) при сдвиге кривых затрат вверх в той же пропорции, что и кривых спроса, цены на продукцию увеличиваются без увеличения общего выпуска продукции как на рынке конкурирующих продавцов, так и на монополистическом рынке.

Цены на продукцию и затраты на привлекаемые факторы производства. Вспомнив об основах микроэкономики, обратимся теперь к совокупному предложению в экономической системе в целом. Затраты и цены на продукцию играют центральную роль и в макроэкономической системе, однако при рассмотрении обобщений экономических систем на разных уровнях механизм затрат и цен претерпевает значительные различия. В микроэкономике мы можем допустить, что затраты на выпуск продукции какой-либо фирмой могут варьироваться независимо от условий ее спроса на рынке. В макроэкономике это допущение автоматически сделать невозможно, поскольку затраты на выпуск продукции каждой фирмы связаны с ценами, по которым другие предприятия реализуют свою продукцию.

В случае таких привлекаемых факторов производства, как сырье, энергия, капитальное оборудование, полуфабрикаты — связь проста. Цены каждой фирмы на вводимые факторы производства — это цены на конечную продукцию некоторых других фирм. Таким образом, рост среднего уровня цен, по которым реализуется продукция этого типа, означает рост среднего уровня затрат всех других предприятий.

Для рабочей силы, рассматриваемой как привлекаемый фактор производства, на которую приходится практически три четверти всех производственных затрат в экономике, связь между затратами и ценами на продукцию не столь очевидна. Количество труда, предлагаемого рабочими, зависит от реальной заработной платы, то есть от взаимной связи номинальной заработной платы и стоимости жизни. Стоимость жизни, в свою очередь, зависит от цен, которые рабочие платят предприятиям и фирмам за выпуск потребительских товаров. Таким образом, рост цен на потребительские товары подталкивает вверх стоимость жизни, и фирмам в конечном итоге приходится поднимать номинальную заработную плату для поддержания на достаточно высоком уровне реальной заработной платы, чтобы привлечь работников в необходимом числе и квалификации, как и ранее. Следовательно, изменения цен на потребительские товары тесно связаны с затратами на оплату рабочей силы.

Предложение на краткосрочных временных интервалах. Реакция экономической системы на изменение совокупного спроса в огромной степени зависит от быстроты и оперативности взаимодействия между изменениями в ценах на выпускаемую продукцию и производственными затратами. Рассмотрение этой проблемы в разнообразных источниках предполагает, что на практике такая связь действует с некоторой временной задержкой. На краткосрочных временных интервалах экономика обычно реагирует на изменения в совокупном спросе, как будто каждая фирма или предприятие не ожидает, что уровень затрат, характеризующийся кривой зависимости изменения затрат от объема производства, немедленно сдвинется пропорционально изменению

спроса, перед лицом которого они оказались. Причины подобных задержек будут исследованы в последнем разделе настоящей главы.

Рис. 17.4 иллюстрирует смысл сопряжения ожиданий хозяйственных агентов с рассмотренной выше задержкой. Первоначально экономическая система находится в равновесии в точке E_1 . Это исходное равновесие соответствует естественному уровню реального объема производства в экономической системе. При этом уровне реального объема производства предприятия работают в ритме, обеспечивающем нормальную производительность, и в условиях полной занятости рабочей силы, за исключением обычного числа людей, находящихся в процессе трудоустройства на новое рабочее место. Далее в наших рассуждениях мы допускаем, что в недавнем прошлом не было инфляции, равно как она не ожидается в ближайшем будущем.

Предположим, что в этой изначальной ситуации экспансионистская денежно-кредитная политика Федеральной Резервной Системы изменяет спрос на деньги, и кривая совокупного спроса сдвигается с AD_1 на AD_2 . Каждая фирма замечает, что спрос на ее продукцию усилился, и ожидает, что есть некоторое время для использования в своих интересах этих изменений в спросе, прежде чем затраты на производство ее продукции не придут в соответствие с новой ситуацией. Упрощая дальнейшее обсуждение, примем далеко не корректную посылку о том, что предприятия реагируют на произошедшие изменения, будто они ожидают, что цены



Рис. 17.4 Совокупное предложение на краткосрочных временных интервалах

На этом рисунке представлена реакция экономической системы на краткосрочных временных интервалах при сдвиге совокупного спроса (при условии, что хозяйственные агенты действуют, исходя из ожиданий неизменности цен на привлекаемые факторы производства). Рассмотрение начинается из точки E_1 , соответствующей естественному уровню реального объема производства экономической системы. Предполагается, что инфляция не наблюдалась в непосредственном прошлом и маловероятна в обозримом будущем. При сдвиге кривой совокупного спроса каждая фирма отмечает рост спроса на ее собственную продукцию, но полагает, что цены на привлекаемые ею факторы производства останутся неизменными. Как на рынке конкурирующих продавцов, так, равным образом, и на монополистическом рынке, рыночные цены продукции и объем производства возрастают. По мере этих изменений экономическая система движется вдоль кривой совокупного предложения AS от точки E_1 к точке E_2 .

на привлекаемые ими факторы производства останутся неизменными на рассматриваемый период времени.

В условиях рынка конкурирующих продавцов фирмы движутся вправо-вверх вдоль кривой предельных затрат, по мере того как возросший спрос подтягивает вверх рыночные цены. На рынках с меньшей степенью конкурентности фирмы в данной ситуации пользуются увеличением спроса, увеличивая прибыли как путем повышения цен, так и увеличением объема производства.

По мере того как во всей экономике происходит рост цен, некоторые предприятия вводят дополнительные смены и пускают дополнительные производственные мощности. Многие рабочие переходят на удлиненную рабочую неделю, а те, кто находился в процессе трудоустройства, находят подходящее место быстрее, чем в обычных условиях. Эти действия предпринимателей и наемных рабочих поднимают реальный объем производства выше его естественного уровня во время общего роста цен. В то же самое время уровень безработицы падает ниже уровня, соотносимого с естественным уровнем реального объема производства. Это иллюстрируется на рис. 17.4 как движение вправо-вверх от точки E_1 до точки E_2 .

Кривая совокупного предложения — это путь, по которому движется экономическая система, обусловленный реакцией фирм на сдвиг в спросе на краткосрочных временных интервалах. С целью упрощения толкования происходящих процессов мы считаем, что хозяйственные агенты предполагают неизменность цен на привлекаемые ими факторы производства на краткосрочных временных интервалах. В этом случае пересечение кривой совокупного предложения с вертикальной линией, характеризующей естественный уровень реального объема производства, указывает цену на привлекаемые факторы производства, исходя из которых фирмы и предприятия рассчитывают свои затраты и намечают выпуск продукции на ближайший период. В рассмотренном случае ожидаемый уровень затрат на привлекаемые факторы производства отражает уровень цен, равный 1,0, который преобладал в период начального равновесия экономической системы.

Предложение на долгосрочных временных интервалах

Выше рассмотрена реакция экономической системы на рост совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах; однако экономическая система может находиться в этом положении лишь непродолжительное время. Рисунок 17.5 демонстрирует дальнейшие изменения.

Положим, что экспансионистская активностью Федеральной Резервной Системой денежно-кредитной политики сдвинула кривую совокупного спроса с AD_1 на AD_2 . Фирмы и предприятия среагировали на перемены, полагая, что заработная плата и другие затраты на привлекаемые факторы производства останутся на постоянном уровне (то есть в точке пересечения кривой совокупного предложения и линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства). В результате экономическая система достигает положения E_2 .

Однако сам процесс движения из положения E_1 к E_2 посеял среди хозяйственных агентов сомнения в том, что уровень их затрат останется неизменным. В точке E_2 уровень цен поднялся от отметки 1,0 (на которой основывались первоначальные расчеты затрат хозяйственных агентов) до уровня, равного 1,1. Рост цен на продукцию фирм, которые специализируются на производстве средств производства, уже начал воз-

поступательное движение вдоль кривой совокупного спроса AD_2 , что сопровождается ростом уровня цен.

И наконец, когда экономическая система достигает положения E_3 , воцаряется новое долгосрочное равновесие. Уровень цен поднялся с 1,0 до 1,2. Фирмы и деловые предприятия полностью приспособили свои ожидания относительно затрат к новому уровню цен (это иллюстрируется фактом пересечения кривой совокупного предложения с линией, характеризующей естественный уровень реального объема производства, — точка E_3 на рисунке). Фирмы вернулись к своему нормальному уровню использования производственных мощностей. Рабочие снова работают без сверхурочных за реальную заработную плату, которую они требуют за этот труд. Стандартное число людей временно не работает и ищет себе занятие. Вполне вероятно ожидать, что экономика останется в положении равновесия (точка E_3 на рис 17.5), пока какое-либо новое потрясение не сдвинет ее из этого состояния.

Любая точка на вертикальной линии, проведенной через точки E_1 и E_3 , то есть любая точка на рассматриваемом графике, в которой реальный объем производства находится на своем естественном уровне, может являться точкой долгосрочного равновесия (в зависимости от положения кривой совокупного спроса). Ни одна точка вне этой линии не может представлять из себя больше, чем временное положение равновесия на краткосрочном временном интервале. По этой причине вертикальная линия, характеризующая естественный уровень реального объема производства, может рассматриваться в экономической системе как кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах.

Нейтральность денег. Заметим, что по мере движения экономической системы вдоль кривой совокупного предложения, рассмотренной на долгосрочных временных интервалах, уровень цен изменяется пропорционально изменению денежной массы, каковое, кстати говоря, и дало первый толчок, вызвавший сдвиг кривой совокупного спроса. Кроме того, с течением времени реальный объем производства вернется к своему первоначальному уровню. Положение, гласящее, что изменение количества денег, находящихся в обращении, на долгосрочных временных интервалах повлияет только на абсолютный уровень цен, оставляя реальный объем производства неизменным, вошло в историю экономической мысли как понятие «нейтральность денег»¹.

Теория нейтральности денег имеет многовековую историю. Как мы указывали ранее в главе 14, многие экономисты классической школы подчеркивали эту особенность на долгосрочных временных интервалах. Однако это не означало, что никто из них не признавал возможное влияние изменения денежной массы на реальный объем производства на коротких промежутках времени. В разделе «17.1 Кто сказал? Кто сделал?» рассказывается, что по крайней мере один классический автор рассматривал взаимную связь денежно-кредитной политики на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах, причем его взгляды достаточно тесно соприкасаются с современной точкой зрения на эти вопросы.

¹ Не следует относиться к этому определению (равно, как и ряду других), как к постулату. Л. Харрис, например, дает иное определение нейтральности денег, в принципе эквивалентное данному, но более общее: «Деньги нейтральны, если после нарушения начального равновесия, вызванного изменением номинальной денежной массы, устанавливается новое равновесие, где все реальные переменные имеют те же значения, что и до изменения денежной массы». — *прим. пер.*

17.1 Кто сказал? Кто сделал?

Пионер в области исследования кривой совокупного предложения

Шотландец Дейвид Юм (1711—1776) сегодня известен как автор философских и исторических трудов. Однако он трудился и на поприще библиотекаря, дипломата и экономиста. Хотя его талант экономиста находился в тени Адама Смита — его юного коллеги по Эдинбургскому университету — Дейвид Юм внес определенный вклад в развитие этой дисциплины.

Денежно-кредитная политика в 18 веке волновала ученые умы не в меньшей степени, чем сегодня. Уже в то время широко муссировалась мысль о том, что увеличение количества золотых и серебряных слитков — то есть, количество серебра и золота в обращении в качестве денег — приведет к росту уровня цен. Открытым оставался лишь следующий вопрос: стимулирует ли развитие промышленности такой рост количества денег, находящихся в обращении? Вызовет ли он рост реального объема производства? В нижеследующем отрывке Юм аргументирует тезис о том, что экспансия денежной массы стимулирует развитие промышленности, причем исключительно на краткосрочных временных интервалах, пока эффект влияния изменения цен полностью не проникнет в экономическую систему. Выражая его взгляды принятыми сегодня в экономической мысли

терминами, мы сказали бы: Юм признает существование как кривой совокупного предложения, так и нейтральность денег — в краткосрочных.

«...хотя высокая цена на товарного потребления является главным следствием увеличения серебра и золота, все зависит не сразу за этим увеличением лишь по простетиву некоторых — прежде чем деньги начинают циркулировать во всем мире в последствия увеличения количества будут ощутимы всеми снижения. Сначала мы не наблюдаем каких изменений; постепенно — на один товар, затем — пока все не достигнет равновесия — порции с новым количеством серебра и золота... по моему мнению в промежутке или промежутках между проявлением (данного количества) денег и развозросшее количество золотых благоприятно для (развития промышленности)».

Источник: David Hume, «*in Writings on Economics*, edited by Rotwein (Madison: University of Wisconsin Press, 1955).

ЭКОНОМИКА СПАДА

Описав основы теории совокупного предложения и спроса, будем теперь использовать эту теорию на практике. В этом разделе мы рассмотрим случай, который во многих отношениях зеркально отражает то, что рассмотренные нами процессы. Это ситуация экономического вызванного падением количества денег, находящихся в обращении. В следующем разделе мы рассмотрим различные варианты инфляционных процессов. В заключительном разделе главы рассмотрим последние достижения экономической мысли в области денег, денежного объема производства.

поступательное движение вдоль кривой совокупного спроса AD_2 , что сопровождается ростом уровня цен.

И наконец, когда экономическая система достигает положения E_3 , воцаряется новое долгосрочное равновесие. Уровень цен поднялся с 1,0 до 1,2. Фирмы и деловые предприятия полностью приспособили свои ожидания относительно затрат к новому уровню цен (это иллюстрируется фактом пересечения кривой совокупного предложения с линией, характеризующей естественный уровень реального объема производства, — точка E_3 на рисунке). Фирмы вернулись к своему нормальному уровню использования производственных мощностей. Рабочие снова работают без сверхурочных за реальную заработную плату, которую они требуют за этот труд. Стандартное число людей временно не работает и ищет себе занятия. Вполне вероятно ожидать, что экономика останется в положении равновесия (точка E_3 на рис. 17.5), пока какое-либо новое потрясение не сдвинет ее из этого состояния.

Любая точка на вертикальной линии, проведенной через точки E_1 и E_3 , то есть любая точка на рассматриваемом графике, в которой реальный объем производства находится на своем естественном уровне, может являться точкой долгосрочного равновесия (в зависимости от положения кривой совокупного спроса). Ни одна точка вне этой линии не может представлять из себя больше, чем временное положение равновесия на краткосрочном временном интервале. По этой причине вертикальная линия, характеризующая естественный уровень реального объема производства, может рассматриваться в экономической системе как кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах.

Нейтральность денег. Заметим, что по мере движения экономической системы вдоль кривой совокупного предложения, рассмотренной на долгосрочных временных интервалах, уровень цен изменяется пропорционально изменению денежной массы, каковое, кстати говоря, и дало первый толчок, вызвавший сдвиг кривой совокупного спроса. Кроме того, с течением времени реальный объем производства вернется к своему первоначальному уровню. Положение, гласящее, что изменение количества денег, находящихся в обращении, на долгосрочных временных интервалах повлияет только на абсолютный уровень цен, оставляя реальный объем производства неизменным, вошло в историю экономической мысли как понятие «нейтральность денег»¹.

Теория нейтральности денег имеет многовековую историю. Как мы указывали ранее в главе 14, многие экономисты классической школы подчеркивали эту особенность на долгосрочных временных интервалах. Однако это не означало, что никто из них не признавал возможное влияние изменения денежной массы на реальный объем производства на коротких промежутках времени. В разделе «17.1 Кто сказал? Кто сделал?» устанавливается, что по крайней мере один классический автор рассматривал взаимную связь денежно-кредитной политики на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах, причем его взгляды достаточно тесно соприкасаются с современной точкой зрения на эти вопросы.

¹ Не следует относиться к этому определению (равно, как и ряду других), как к постулату. Л. Харрис, например, дает иное определение нейтральности денег, в принципе эквивалентное данному, но более общее: «Деньги нейтральны, если после нарушения начального равновесия, вызванного изменением номинальной денежной массы, устанавливается новое равновесие, где все реальные переменные имеют те же значения, что и до изменения денежной массы». — *прим. пер.*

17.1 Кто сказал? Кто сделал?

Пионер в области исследования кривой совокупного предложения

Шотландец Дейвид Юм (1711—1776) сегодня известен как автор философских и исторических трудов. Однако он трудился и на поприще библиотекаря, дипломата и экономиста. Хотя его талант экономиста находился в тени Адама Смита — его юного коллеги по Эдинбургскому университету — Дейвид Юм внес определенный вклад в развитие этой дисциплины.

Денежно-кредитная политика в 18 веке волновала ученые умы не в меньшей степени, чем сегодня. Уже в то время широко муссировалась мысль о том, что увеличение количества золотых и серебряных слитков — то есть, количество серебра и золота в обращении в качестве денег — приведет к росту уровня цен. Открытым оставался лишь следующий вопрос: стимулирует ли развитие промышленности такой рост количества денег, находящихся в обращении? Вызовет ли он рост реального объема производства? В нижеизложенном отрывке Юм аргументирует тезис о том, что экспансия денежной массы стимулирует развитие промышленности, причем исключительно на краткосрочных временных интервалах, пока эффект влияния изменения цен полностью не проникнет в экономическую систему. Выражая его взгляды принятыми сегодня в экономической мысли

терминами, мы сказали бы, что Юм признает существование как наклонной кривой совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах, так и нейтральность денег — на долгосрочных.

«...хотя высокая цена на товары широкого потребления является неотъемлемым следствием увеличения количества серебра и золота, все же она действует не сразу за этим увеличением, но лишь по прошествии некоторого времени — прежде чем деньги не начнут циркулировать во всем государстве, и последствия увеличения их количества будут ощутимы всеми слоями населения. Сначала мы не наблюдаем никаких изменений; постепенно цена растет — на один товар, затем на другой, пока все не достигнет правильной пропорции с новым количеством серебра и золота... по моему мнению, только в промежутке или промежуточной ситуации между проявлением (дополнительного количества) денег и ростом цен возросшее количество золота и серебра благоприятно для (развития) промышленности».

Источник: David Hume, «Of Money», in *Writings on Economics*, ed. by Eugene Rotwein (Madison: University of Wisconsin Press, 1955).

ЭКОНОМИКА СПАДА

Описав основы теории совокупного предложения и спроса, будем в дальнейшем использовать эту теорию на практике. В этом разделе мы обратимся к случаю, который во многих отношениях зеркально отражает только что рассмотренные нами процессы. Это ситуация экономического спада, вызванного падением количества денег, находящихся в обращении. В последующем разделе мы рассмотрим различные варианты появления инфляционных процессов. В заключительном разделе главы мы обсудим последние достижения экономической мысли в области денег, цен и реального объема производства.

**Уменьшение денежной массы
и соответствующая реакция
на краткосрочных временных интервалах**

Вспоминая допущение о том, что скорость обращения денег не зависит от изменений количества денег, находящихся в обращении, любые действия со стороны Федеральной Резервной Системы, сокращающие денежную массу, сдвинут кривую совокупного спроса влево-вниз. Например, на рис. 17.6 двадцатипроцентное уменьшение количества денег, находящихся в обращении, сдвигает кривую совокупного спроса с AD_1 на AD_2 .

Фирмы и деловые предприятия быстро отмечают, что спрос на их продукцию упал. Сначала (как и в случае роста спроса) мы предполагаем, что их реакция основана на неизменности ожиданий относительно заработной платы и затрат на другие привлекаемые факторы производства. Основываясь на исходном уровне цен, равном 1,0, хозяйственные агенты движутся влево-вниз вдоль соответствующих кривых предельных затрат (этот процесс является обратным показанному ранее на рис. 17.3, части (а), (b) и (с)).

В соответствии с их вышеописанной реакцией экономическая система



Рис. 17.6 Экономика спада

Начиная с состояния равновесия экономической системы (точка E_1 на рисунке), уменьшение количества денег, находящихся в обращении, снижает совокупный спрос (кривая совокупного спроса переходит из положения AD_1 в AD_2). Не ожидая изменений в ценах на привлекаемые факторы производства, экономическая система движется влево-вниз вдоль кривой совокупного предложения к точке E_2 , то есть претерпевает экономический спад. Выход из состояния спада может произойти одним из двух способов. Если кривая совокупного спроса останется в положении AD_2 , уменьшение уровня цен в конце концов приведет к уменьшению уровня цен на привлекаемые факторы производства. Это сдвинет кривую совокупного предложения в положение AS_2 и приведет экономическую систему к положению нового равновесия (точка E_3 на рисунке). И наоборот, экспансионистская денежно-кредитная политика может сдвинуть кривую совокупного спроса назад в положение AD_1 до того момента, как кривая совокупного предложения начнет свой путь вниз. В этом случае экономическая система придет к равновесию в точке E_1 , следуя вдоль кривой совокупного предложения AS_1 .

в целом в своем развитии движется влево-вниз вдоль кривой совокупного предложения AS_1 . При этом использование производственных мощностей предприятий падает ниже нормального уровня, часть наемных рабочих увольняют, а те, кто ищет работу, занимаются этим дольше обычного. Реальный объем производства падает ниже своего естественного уровня, а уровень безработицы растет. Короче говоря, экономическая система ввергается в период спада.

Выход из спада

Что происходит дальше? По аналогии с нашими предыдущими рассуждениями очевидно, что экономическая система не может долго оставаться в состоянии спада (точка E_2 на рис. 17.6). Хозяйственные агенты достигли этой точки на основании ожиданий затрат, ориентированных на исходный уровень цен, равный 1,0, однако теперь цены упали относительно этого уровня. По мере того как более низкие цены приводят к уменьшению производственных затрат, кривая совокупного предложения перемещается вниз в положение AS_2 . По мере этих трансформаций экономическая система начнет двигаться вправо-вниз вдоль кривой совокупного спроса AD_2 , пока не придет в точку нового равновесия (точка E_3 на рис. 17.6) на долгосрочном временном интервале. В этой точке реальный объем производства вернется к своему естественному



Рис. 17.7 Сравнительный анализ: инфляция, инспирированная спросом, и инфляция, инспирированная затратами.

На рассматриваемом рисунке одновременный рост денежной массы сдвигает кривую совокупного спроса с AD_1 на AD_2 . На краткосрочных временных интервалах экономическая система движется из положения E_1 в E_2 , а в конечном итоге стремится в точку E_3 , точку нового равновесия на долгосрочном временном интервале. Имеющая место инфляция может быть подразделена на две разновидности. В первом варианте сдвиг кривой совокупного спроса движет экономическую систему вправо-вверх вдоль фиксированной кривой совокупного предложения; инфляция, сопутствующая этому процессу, называется инфляцией, инспирированной спросом. Во втором варианте, сдвиг кривой совокупного предложения движет экономическую систему влево-вверх вдоль фиксированной кривой совокупного спроса; инфляция, сопутствующая этому процессу, известна как инфляция, инспирированная затратами.

17.1 Из истории денег

ЦЕНЫ И РЕАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА В ПЕРИОД ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ

Экономическая модель совокупного спроса и предложения предполагает, что экономическая система может выйти из состояния экономического спада путем уменьшения уровня цен и сдвига вниз кривой совокупного предложения. Однако, многие экономисты акцентируют внимание на относительной гибкости цен при их понижении.

В качестве наглядного примера этих обстоятельств часто цитируется опыт времен Великой Депрессии. В начале Депрессии уровень цен за последние четыре года (1929—1933) упал (суммарное падение составило около 25 процентов). В течение периода снижения цен объем реального производства также сократился. Только в 1934 году, при начавшемся повышении уровня цен, реальный объем производства также начал увеличиваться. Скептики утверждают, что если четыре года, сопровождавшиеся падением уровня цен, не принесли экономике стабильность, кто же захочет снова повторить сей рискованный эксперимент?

Возможно в вопросах проведения конкретной денежно-кредитной политики такая точка зрения имеет право на жизнь. Однако представленный здесь график демонстрирует, что цены и реальный объем производства во время Великой Депрессии изменялись соответственно модели совокупного предложения и спроса.

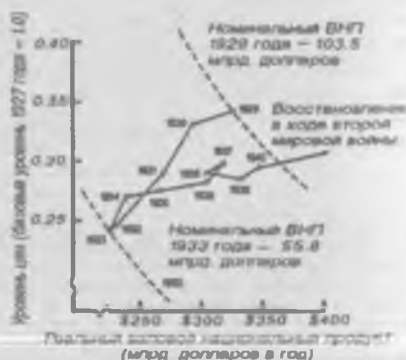
Во-первых, обратим внимание, что цены с 1929 по 1933 год понижались постоянно (а именно в 1929 году разразился кризис, и «рухнул» спрос). Это с очевидностью показывает, что кривая совокупного предложения не столь близко подходит к линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства, как это утверждает ряд авторов.

Во-вторых, отметим, что траектория, по которой двигалась экономика по мере восстановления спроса, лежит существенно ниже траектории ее движения во время произошедшего спада. Это предполагает, что кривая совокупного предложения сдвинулась вниз — по крайней

мере до некоторой степени. Без подобного сдвига экономика начала бы движение вправо-вверх в период стабилизации по траектории предшествовавшего спуска.

Наконец представленная схема показывает, что Великая Депрессия в целом содержала две отдельных фазы сжатия делового цикла. В добавление к первому сжатию 1929—1933 г.г. второе сжатие произошло в 1939 г. Во втором эпизоде (в отличие от первого) реальный объем производства начал увеличиваться еще при продолжающемся падении уровня цен. Это обстоятельство снова предполагает наличие сдвига вниз кривой совокупного спроса.

Взвешенная оценка экономических данных периода Великой Депрессии свидетельствует о справедливости модели совокупного спроса и предложения. Но это вовсе не означает, что терпеливое ожидание спасения экономической системы за счет снижения уровня цен при каждом спаде деловой активности — разумная экономическая политика.



уровню, а уменьшение количества денег, находящихся в обращении, снизит абсолютный уровень цен.

Большинство экономистов соглашается с теоретическими построениями, утверждающими, что на долгосрочных временных интервалах нейтральность денег сохраняется как в фазе расширения, так и в фазе сжатия делового цикла. Однако многие из них сомневаются, что уменьшение абсолютного уровня цен представляет собой наилучший выход из экономического спада с точки зрения практических аспектов экономической политики. Со времени Великой Депрессии тридцатых годов экономисты проявляют определенное беспокойство, вызванное, по их мнению, слабостью и малоэффективностью компенсационных механизмов, призванных стабилизировать экономику в периоды спада. (См. раздел 17.1 «Из истории денег», в котором рассмотрена динамика цен и объема производства в период Великой Депрессии). Сторонники кейнсианского направления в экономике считают, что выход из экономического спада путем уменьшения уровня цен в действительности невозможен, а их противники склонны считать такой процесс вполне вероятным, указывая, однако, что грядущее восстановление может происходить очень медленно.

Проблема состоит в том, что в периоды расширения деловой активности фирмы и предприятия охотно повышают цены на свою продукцию, а рабочие, естественно, требуют более высокую заработную плату. Но цены и заработная плата обладают существенно меньшей гибкостью в противоположном направлении; в графическом истолковании это означает, что наклон кривой совокупного предложения практически отличается весьма незначительно от наклона линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства. Из этого следует, что сдвиг вниз кривой совокупного предложения в ответ на уменьшение и вялость спроса будет происходить медленными темпами. Таким образом, экономическая система может на долгий период времени остаться в состоянии депрессии (точка E_2 на рис. 17.6), если только не будут предприняты активные шаги для оздоровления экономики со стороны власти предержащих.

Если проводимая денежно-кредитная политика, уменьшившая количество денег, находящихся в обращении, привела к экономическому спаду (как это проиллюстрировано на рис. 17.6), возможным шагом по стабилизации экономической системы явится восстановление количества денег, находящихся в обращении, до прежнего уровня. Это сдвинуло бы кривую совокупного спроса к исходному положению AD_1 , а экономическая система вернется к положению равновесия на долгосрочном временном интервале (точка E_1 на рис. 17.6).

ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ

Перенесем наше рассмотрение процессов, присущих экономическому спаду, на такое понятие как инфляция. В качестве исходной точки наших рассуждений рассмотрим экспансионистскую денежно-кредитную политику, присовокупляя на этот раз некоторые дополнительные детали. На рисунке 17.7 — несколько модифицированном варианте рисунка 17.5 — представлены основные моменты происходящих процессов.

**Сравнительный анализ:
инфляция, инспирированная спросом,
и инфляция, инспирированная затратами («инфляция издержек»)**

По мере того, как экономическая система в своем движении проходит от точки E_1 через E_2 к E_3 , характерные изменения в экономике и денежном обращении вызывают инфляцию (длительное повышение уровня цен). Как видно из рис. 17.7, инфляционные процессы развиваются в двух, отличных друг от друга, вариантах. Во-первых, при движении кривой совокупного спроса вверх относительно неподвижной кривой совокупного предложения AS_1 уровень цен растет, а реальный объем производства увеличивается. Такой вариант называется инфляцией, инспирированной спросом, так как растущий спрос подталкивает вверх уровень цен.

И наоборот, по мере того, как экономическая система двигается от точки E_2 к E_3 , кривая совокупного предложения сдвигается при неизменном положении кривой совокупного спроса. Теперь, хотя уровень цен продолжает расти, реальный объем производства снижается. Такой вариант мы будем называть инфляцией, инспирированной затратами («инфляцией издержек»), так как в этом случае уровень цен поднимается вверх за счет ожидания увеличения грядущих затрат. Первоначально этот термин применялся в тех случаях, когда требования повышения заработной платы объединениями профессиональных союзов приводили к росту затрат на выпуск продукции того или иного предприятия. Теперь этот термин применяется гораздо шире — практически в любом случае, когда кривая совокупного предложения движется вдоль неподвижной кривой совокупного спроса.

Весьма непростая динамика инфляционных процессов, постепенно захвативших экономику США в шестидесятые-семидесятые годы и не ослабевших в начале восьмидесятых годов, полностью может быть исчерпана лишь при рассмотрении взаимодействия двух типов инфляции.

**«Галопирующая» инфляция,
сопровождающаяся высоким уровнем
реального объема производства**

На рис. 17.8 представлен вариант развития инфляционных процессов, в котором ярко выраженная экспансионистская денежно-кредитная политика усугубляет развитие инфляции. На этом рисунке точка E_0 выбрана в качестве исходной. Далее экономическая активность начинает расширяться, однако экспансионистская денежно-кредитная политика продолжается и после того, как экономическая система достигнет точки E_1 . В результате роста ожидаемого уровня цен на привлекаемые факторы производства кривая совокупного предложения переходит из положения AS_1 в AS_2 , а кривая совокупного спроса также перемещается с AD_1 в AD_2 . При этом экономическая система устремляется к пересечению этих кривых, то есть в точку E_2 . Продолжающийся рост уровня цен продолжает воздействовать на ожидание увеличения затрат, и кривая совокупного предложения продолжает смещаться вверх. В то же самое время продолжающаяся денежно-кредитная экспансия Федеральной Резервной Системы «подхлестывает» кривую совокупного спроса и экономическая система неуклонно движется вверх по траектории, указанной на рисунке стрелкой.

Рис. 17.8 иллюстрирует процессы, связанные с одновременным воздействием на экономику инфляции, инспирированной спросом, и инфляции, инспирированной затратами. Когда кривая совокупного спроса и кривая совокуп-

ного предложения совместно движутся вверх с одинаковой скоростью, реальный объем производства остается выше своего естественного уровня в течение продолжительного времени. На самом деле в этом случае экономическая система лишь «приобрела» высокий уровень реального объема производства и относительно низкий уровень безработицы (по крайней мере ниже, чем тот, который обычно сопровождает достигнутый уровень производства) за счет инфляционных процессов.

Некоторые экономисты шестидесятых годов расценивали эту взаимную связь — своеобразный компромисс между инфляционными процессами и реальным объемом производства — как неизбежную экономическую реальность. По их мнению, «небольшая» инфляция не очень болезненна, а сопутствующий рост процветания весьма приятен. Однако в семидесятые годы серьезность этой

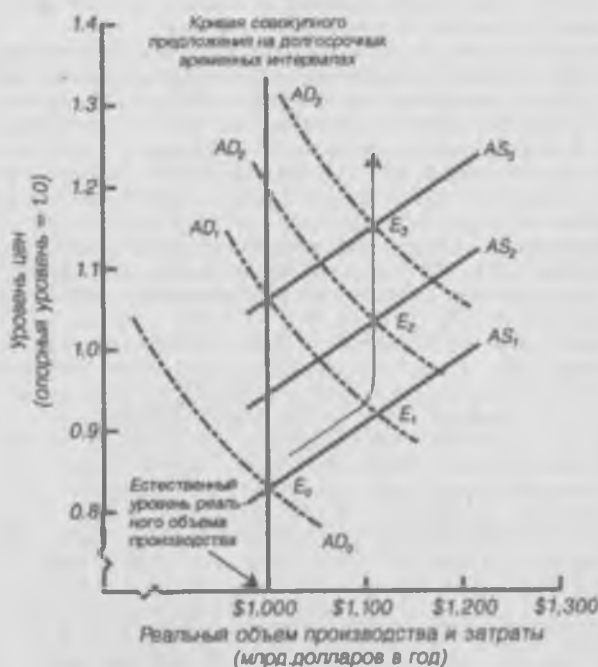


Рис. 17.8 Последствия «галопирующей» инфляции

На данном рисунке изображены процессы, возникающие в экономике вследствие продолжающейся экспансионистской денежно-кредитной политики, которая все выше и выше сдвигает кривую совокупного спроса. После некоторого первоначального отставания кривая совокупного предложения также движется вверх, по мере того как фирмы и деловые предприятия ориентируются в своих ожиданиях на все возрастающий уровень цен на привлекаемые факторы производства. До тех пор пока перемещение кривой совокупного спроса происходит пропорционально перемещению кривой совокупного предложения, реальный объем производства может неограниченно долго оставаться выше своего естественного уровня. Однако по мере приспособления фирм к набирающим темп инфляционным процессам кривая совокупного предложения начнет всякий раз сдвигаться все выше и выше, что в конечном итоге приведет к следующему обстоятельству: реальный объем производства может сохранять высокий уровень лишь при ускорении темпов инфляции из года в год.

проблемы стала весьма очевидной — приблизительно в это время с достоверностью установлена постоянная взаимная связь инфляционных процессов и реального объема производства.

Суть рассматриваемой проблемы состоит в том, что рис. 17.8 не может показать, а не в том, что он показывает. Данный рисунок достаточно точно отображает следующее: реальный объем производства может оставаться достаточно высоким при условии пропорциональных сдвигов в положении кривых совокупного спроса и предложения, однако представления об ожиданиях в формировании уровня цен трактуются здесь весьма упрощенно. Темпы роста (то есть сдвиг вправо-вверх на рис. 17.8) кривой совокупного предложения зависят, как мы уже знаем, от того, каким образом рост цен на выпускаемую продукцию действует на ожидания увеличения цен на привлекаемые факторы производства. В семидесятые годы — в продолжении инфляционных процессов — в природе этого воздействия стали очевидны некоторые перемены.

Рассмотрим несложный пример, к которому мы уже обращались ранее. Предположим, что фирмы и деловые предприятия начинают каждый новый год, исходя из ожиданий, что цены на привлекаемые факторы производства в текущем году будут соответствовать уровню предыдущего года. После года или двух, сопровождающихся постоянной инфляцией, только самый недалекновидный и ограниченный руководитель не будет принимать во внимание возможность усиления инфляционных процессов в будущем. Кривая совокупного предложения, как все еще можно ее представить, будет зависеть от запрограммированного набора ожиданий относительно цен на привлекаемые факторы производства. Но в данном случае фирмы основывают свои планы скорее на определенном ожидаемом темпе инфляции, а не на неизменном уровне цен.

Рассмотрим, что же привносит в процессы, очерченные на рис. 17.8, ожидания инфляции. Сдвиг вверх кривой совокупного предложения с AS_1 до AS_2 отражает только рост цен, который в действительности имеет место во время первого года, то есть рост уровня цен с 1,0 до 1,1. К тому времени, как экономическая система достигнет точки E_1 , фирмы и деловые предприятия столкнутся с десятипроцентным ростом уровня цен за короткий период времени. Располагая подобным опытом, станут ли они ожидать, что уровень цен в наступающем году стабилизируется на отметке 1,1? Вероятнее всего, что нет. Более вероятно предположить, что хозяйственные агенты в своих ожиданиях будут ориентироваться на непрерывную инфляцию, достаточноную, скажем, для подъема уровня цен до отметки 1,2 и выше. Это означает, что кривая совокупного предложения уже на втором году достигнет положения AS_3 . Стараясь идти в ногу с «убыстряющей» кривой совокупного предложения, Федеральная Резервная Система будет вынуждена увеличить темп роста денег, находящихся в обращении, и темпы роста совокупного спроса. Такие мероприятия приведут к все более ускоряющейся инфляции в будущем и, соответственно, во все последующие годы.

Таким образом, вывод состоит в том, что реальный объем производства поддерживается выше естественного уровня в течение длительного периода времени только в случае ускорения темпов инфляции из года в год. Сформулированная точка зрения отражает теорию ускорения инфляции. Суть рассмотренной проблемы состоит в том, что на долгосрочных временных интервалах возможен стабильный компромисс: уровень реального объема производства поддерживается выше естественного уровня лишь за счет определенного темпа инфляционного роста цен.

Инфляция, сопряженная со спадом.

Мы рассмотрели инфляционные процессы при высоком объеме производства и низком уровне безработицы, а также процессы, присущие фазе спада делового цикла: низкий объем производства, высокий уровень безработицы и снижение цен. Могут ли оба процесса происходить одновременно, то есть сопровождаться ростом цен и синхронным застоем объема производства и уровня занятости? Последний опыт экономики США подтверждает, что инфляция,

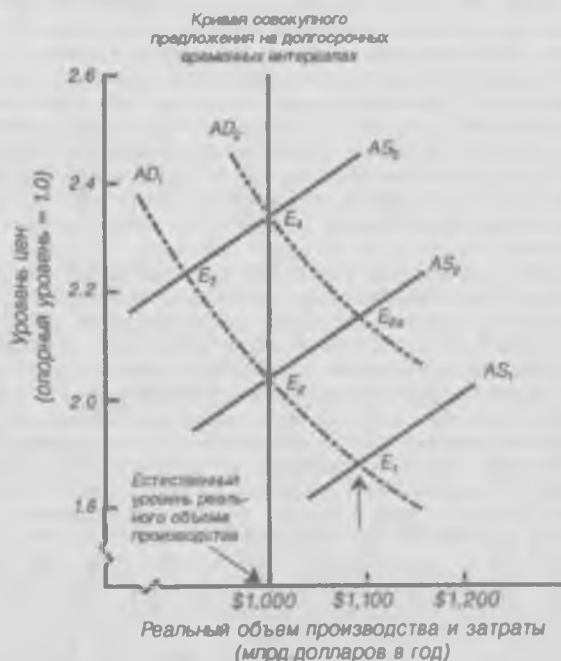


Рис. 17.9 Инфляция, сопряженная со спадом

В результате процесса «галопирующей» инфляции экономическая система прошла по некоей траектории до точки E_1 (отмечена на рисунке стрелкой). В этой ситуации вместо того, чтобы дать возможность экономической системе продвигаться дальше до точки E_2 , Федеральная Резервная Система всемерно ограничивает рост количества денег, находящихся в обращении, фиксируя кривую совокупного спроса в положении AD_1 , но инерция ожидания инфляционных процессов увлекает кривую совокупного предложения вверх в положение AS_2 . Экономическая система претерпевает инфляцию, инспирированную затратами, которая сокращает реальный объем производства, но не в состоянии остановить действия хозяйственных агентов, сопряженные с инфляционными ожиданиями. По мере того, как кривая совокупного предложения сдвигается все выше к положению AS_3 , реальный объем производства падает ниже естественного уровня и наступает период рецессии, сопровождаемый высоким уровнем безработицы. Существование для экономики варианты выхода из создавшейся ситуации. Во-первых, кривую совокупного спроса можно удержать в положении AD_1 . В этом случае экономическая система в конечном счете вернется в точку E_2 , так как неиспользуемые производственные мощности и высокий уровень безработицы снижат ожидаемый уровень затрат на привлекаемые факторы производства. Во-вторых, ФРС может позволить совокупному спросу начать расти снова, перемещая экономическую систему к положению E_4 .

сопряженная со спадом, вполне возможна. С 1969 по 1970 год уровень безработицы вырос с 3,5 до 4,9%, тогда как темп инфляции увеличился с 5,4 до 5,9%. С 1973 по 1975 год уровень безработицы повысился с 4,7 до 8,5%, тогда как темп инфляции увеличился с 6,2 до 9,1%, достигнув высшей точки (11%) в 1974 году. С 1979 по 1980 год уровень безработицы вырос с 5,8 до 7,1%, тогда как темп инфляции увеличился с 11,3 до 13,5%. Реальный ВВП сокращался в течение каждого из этих периодов. Каков же механизм инфляции, сопряженной со спадом?

Начало инфляционных процессов, сопряженных со спадом. На рис. 17.9 представлен механизм возникающих в этот период процессов, рассмотренный в рамках модели совокупного спроса и совокупного предложения. Первоначально экономическая система находится в точке E_1 , что рассматривается как результат господства процессов «галопирующей» инфляции в предыдущие годы. Экономическая система в это время двигалась по траектории, отмеченной на рис. 17.9 стрелкой и оканчивавшейся в точке E_1 . Ожидая увеличение темпов инфляции в обозримом будущем, фирмы ориентируются в своих ожиданиях на более высокий уровень цен на привлекаемые факторы производства, который определит их затраты в следующем году. Это обстоятельство способствует сдвигу кривой совокупного предложения вверх с AS_1 до AS_2 .

Если действия Федеральной Резервной Системы попустительствуют росту денежной массы со все возрастающей скоростью, кривая совокупного спроса переместится вверх в положение AD_2 и экономическая система достигнет точки E_2 . Уровень цен возрастет до отметки 2,2, а реальный объем производства останется на уровне 1100 млрд. долларов, что много выше естественного уровня. Предположим, что Федеральная Резервная Система решает среагировать на инфляционные процессы, резко остановив рост количества денег, находящихся в обращении. Без наличия такого роста кривая совокупного спроса останется в положении AD_1 . Однако хозяйственные агенты по-прежнему ожидают будущий рост уровня цен на привлекаемые факторы производства. Кривая совокупного предложения, таким образом, продолжает смещаться вверх — из положения AS_2 до AS_3 . Учитывая, что ФРС по-прежнему ограничивает рост денежной массы, экономическая система устремится из положения E_2 к E_3 . Инфляция, сопряженная со спадом, усиливается, а уровень реального объема производства падает ниже естественного уровня.

Отметим, что главным «виновником» инфляции, сопряженной со спадом, является инерция в ожиданиях инфляционных процессов. Именно она продолжает «тянуть» вверх кривую совокупного предложения, даже некоторое время спустя предпринятых ограничительных мер со стороны ФРС.

Выход из инфляции, сопряженной со спадом. Существуют два возможных варианта выхода экономической системы из создавшейся ситуации. Быстрый способ в стабилизации ситуации состоит в возобновлении экспансионистской денежно-кредитной политики. Сдвигая кривую совокупного спроса вверх в положение AD_2 (и учитывая, что кривая совокупного предложения останется в положении AS_3), экономическая система может возвратиться к естественному уровню реального объема производства. Однако такая «рваная» денежно-кредитная политика, в которой периоды стимулирования резко сменяются периодами ограничений, не способствует постоянному прогрессу в борьбе с инфляционными процессами. Наоборот, подобные действия могут раскрутить инфляционную спираль, при которой инфляция переходит на более высокий уровень вслед за каждым экономическим спадом. Экономика США в семидесятые годы стала жертвой подобных процессов.

Иначе ФРС может предпочесть увеличивать рост денежной массы, несмотря на продолжающийся спад. В этом случае кривая совокупного спроса останется в положении AD_1 . Тогда хозяйственные агенты рано или поздно осознают, что они преувеличили свои ожидания относительно роста уровня цен на привлекаемые факторы производства. Кривая совокупного предложения AS_3 отражает ожидания, что цены на привлекаемые факторы производства будут расти до уровня 2,4, что следует, исходя из пересечения кривой совокупного предложения и линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства (рис. 17.9). Однако в рассматриваемом нами случае, по мере продвижения экономической системы из положения E_2 в положение E_3 , уровень цен на самом деле лишь незначительно увеличивается относительно отметки 2,2. Как только хозяйственные агенты осознают, что они переоценили темпы роста инфляции, кривая совокупного предложения начинает сдвигаться назад вниз. Допуская, что в этот период не происходит никаких изменений в проводимой денежно-кредитной политике, экономическая система продолжит движение вниз и вправо вдоль кривой совокупного спроса AD_1 , пока уровень реального объема производства не вернется к своему естественному значению.

В модели совокупного спроса и совокупного предложения ограниченный рост денежной массы в конечном итоге восстанавливает стабильность цен. Однако никто не способен дать гарантии того, что возврат к стабильным ценам окажется быстрым и безболезненным. Например, инфляционная спираль семидесятых годов в американской экономике закончилась двумя жесткими, следующими один за другим, спадами 1980—1981 г.г. и 1982 г. В эти годы уровень безработицы достиг наивысшего уровня за последние полвека. Многие экономисты получили наглядный урок. Выяснилось, что приостановка инфляционных процессов стоит для экономической системы столь дорого, что лучшей экономической политикой в этом случае является та, которая не дает этим процессам развернуться в полную силу.

Резкие нарушения (шок) предложения

В предыдущем примере инфляция, инспирированная затратами, возникла в результате инерции в ожидании инфляционных процессов, которые вызвали перемещение кривой совокупного предложения вверх, даже после стабилизации совокупного спроса, обеспеченной мероприятиями ФРС. В этом разделе мы обратимся к другой схеме инфляционных процессов, инспирированных затратами. В этом варианте первоначальным толчком, способствующим развитию инфляционных процессов, является нарушение или срыв предложения какого-либо товара или определенной группы товаров. Такие процессы получили название шок (срыв) предложения.

Нефтяной кризис. Нефтяные кризисы семидесятых—начала восьмидесятых годов представляют классические примеры шока предложения. Они разразились с того времени, когда Организация Стран Экспортеров Нефти (ОПЕК) ограничила предложение нефти, поставляемой в США и другие страны-потребители нефтепродуктов. Цена на нефть резко возросла. Поскольку цены на все виды энергоносителей имеют тенденцию следовать за ценами на нефть, и поскольку энергия — основной компонент затрат для большинства фирм и предприятий, повышение цен на нефть немедленно повысило уровень затрат, ожидаемых в производстве.

Схематично эти процессы представлены на рис. 17.10. Первоначально экономическая система находится в состоянии равновесия E_1 . При этом уровень

цен стабилен, и предполагается, что он таковым и останется; затем происходит резкое нарушение предложения. Реакция хозяйственных агентов на эти изменения такова: они ожидают, что уровень цен на привлекаемые в процессе производства энергоресурсы возрастет, а уровень цен на остальные привлекаемые факторы производства останется постоянным. Это означает рост среднего ожидаемого уровня цен на все привлекаемые факторы производства, который сдвигает кривую совокупного предложения с AS_1 на AS_2 . (Пересечение кривой AS_2 с линией, характеризующей уровень реального объема производства, соответствует ожидаемому уровню цен на привлекаемые факторы про-

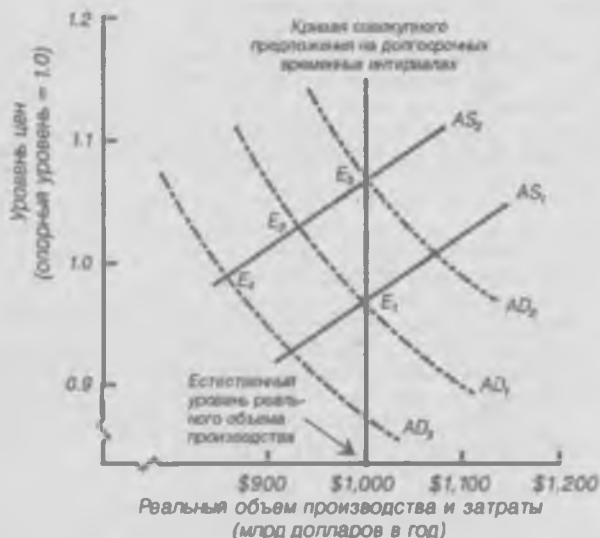


Рис. 17.10 Последствия резких нарушений предложения

Начиная с точки равновесия экономической системы E_1 , резкие нарушения предложения повышают ожидаемый уровень цен на привлекаемые факторы производства и сдвигают кривую совокупного предложения вверх до положения AS_2 . Дальнейшие события зависят от ответных действий Федеральной Резервной Системы. Если ФРС поддерживает количество денег, находящихся в обращении, на постоянном уровне, кривая совокупного спроса останется на уровне, определяемом кривой AD_1 . Экономическая система сместится в положение E_2 , претерпевая инфляцию, сопряженную со спадом, но, в конечном итоге, возвратится в положение E_1 , по мере того, как хозяйственные агенты адаптируют свои ожидания к уровню цен на привлекаемые факторы производства. С другой стороны, ФРС может предпринять попытку удержать реальный объем производства на его естественном уровне путем увеличения количества денег, находящихся в обращении, сдвигающего кривую совокупного спроса в положение AD_2 . Такие меры «успокаивают» инфляционные процессы, инспирированные резкими нарушениями предложения, и могут способствовать раскручиванию инфляционной спирали. Кроме того, срывы в экономике на микро-уровне, возникающие как следствие резких нарушений предложения, могут привести к сокращению уровня реального объема производства, несмотря на все усилия ФРС. И, наконец, ФРС может увеличить количество денег, находящихся в обращении, сдвигая кривую совокупного спроса в положение AD_3 . По мере движения экономической системы в положение E_4 реальный объем производства резко сократится, хотя инфляции как таковой можно будет избежать. По мере приспособления уровня цен на привлекаемые факторы производства к новой ситуации (опуская кривую совокупного предложения назад в положение AS_1) ФРС может ослабить свои усилия по сокращению денежной массы, возвращая экономическую систему в исходное состояние равновесия E_1 .

изводства.) Нсизменная денежно-кредитная политика поддерживает совокупный спрос (в номинальных единицах) на существующем уровне, так что кривая совокупного спроса находится в положении AD_1 . Результатом этого процесса является развитие инфляционных процессов, сопряженных со спадом. По мере движения экономической системы от E_1 к E_2 уровень цен и безработица растут, а реальный объем производства сокращается.

Экономическая политика и шок предложения: ответная реакция. Резкое нарушение предложения начинается ростом цен на какой-либо товар (в рассматриваемом случае — нефть и нефтепродукты) относительно цен на другие виды товаров. Влияние этих изменений на средний уровень цен во всей экономической системе в первую очередь зависит от соответствующей реакции Федеральной Резервной Системы на происходящее. В возможном выборе ФРС существует несколько альтернативных вариантов.

Рассмотрим первый вариант проведения денежно-кредитной политики. ФРС может не предпринимать никаких активных действий, тем самым позволяя кривой совокупного спроса оставаться в положении AD_1 (рис. 17.10). В этом случае абсолютный уровень цен сначала возрастет (по мере того, как экономическая система переходит из состояния E_1 в E_2), однако при таком перемещении цены на привлекаемые факторы производства поднимутся в несколько меньшей степени, чем того ожидали хозяйственные агенты в начале процесса, так как недогрузка производственных мощностей и растущая безработица (процессы, связанные с сокращением уровня реального объема производства в этом случае — *прим. пер.*) снижают цены на все остальные (неэнергетические) привлекаемые факторы производства. Как только фирмы и деловые предприятия осознают, что рост уровня цен на привлекаемые факторы производства оказался меньше их первоначальных ожиданий и опасений, кривая совокупного предложения начнет поступательное движение вниз, возвращаясь к первоначальному положению, и в конце концов экономическая система вернется в точку E_1 . В этом положении цены на привлекаемые факторы производства неэнергетической природы упадут в степени, достаточной для компенсации роста цен на энергоносители, что позволяет среднему уровню цен вернуться на исходный уровень.

Хотя сохранение постоянства количества денег, находящихся в обращении, при резких нарушениях предложения в конце концов приводит экономическую систему в исходное положение равновесия, это достигается лишь за счет инфляции, сопряженной со спадом. Другие варианты денежно-кредитной политики имели бы иной исход.

Рассмотрим второй вариант. ФРС не препятствует росту количества денег, находящихся в обращении, причем степень этого роста полностью соответствует потребности, сформированной инфляционными ожиданиями хозяйственных агентов. В графической интерпретации (рис. 17.10) это означает, что кривая совокупного спроса сдвигается вверх в положение AD_2 , а экономическая система сместится из положения E_1 в E_3 , минуя на этой траектории промежуточные этапы, связанные с сокращением уровня реального объема производства. Однако на практике микроэкономический спад, сопровождающий резкое изменение относительных цен, вероятнее всего спровоцирует спад реального объема производства на краткосрочном временном интервале. И трудно сказать, какая из стран — США, не препятствовавшие росту денежной массы в период нефтяного кризиса, или Швейцария, проводившая более жесткую денежно-кредитную политику, пережили эти времена менее болезненно.

Сторонники развития инфляционных процессов, вызванных шоком пред-

положения, утверждают, что одноразовый рост уровня цен — это наименьшее из зол, происходящее вследствие нарушения предложения. Однако противники этой точки зрения считают, что начавшаяся инфляция, разгоревшись, может выйти из-под контроля. В этом случае ФРС рано или поздно придется устанавливать контроль за развитием инфляционных процессов, ввергая экономическую систему в возможно более жесткий спад.

Защищаясь от этой возможности, ФРС теоретически может среагировать на шок предложения, сокращая количество денег, находящихся в обращении, а не расширяя его. В графической интерпретации это означает сдвиг кривой совокупного спроса в положение AD_3 . На краткосрочных временных интервалах это приведет к спаду по мере продвижения экономической системы из положения E_1 в E_4 . Снижение уровня реального объема производства на краткосрочных временных интервалах в этом варианте превысит потери, связанные с реализацией альтернативных программ, однако в данном случае средний уровень цен ни на йоту не поднимется выше фиксированного уровня. Даже на коротких временных интервалах цены на товары неэнергетического профиля значительно упадут, компенсируя относительный рост цен на энергоносители.

Такой исход не дает оснований для ожидания инфляции. Таким образом, кривая совокупного предложения быстрее вернется к своему исходному положению, а спад — вероятнее всего резкий — по крайней мере будет весьма непродолжительным. Позднее, по мере того, как произойдет адаптация ожиданий относительно уровня цен на привлекаемые факторы производства и кривая совокупного предложения вернется назад в положение AS_1 , можно либерализовать мероприятия, направленные на ограничение денежной массы. Это позволит экономической системе вернуться к долгосрочному положению равновесия (точка E_1 на рис. 17.10). Однако, с точки зрения экономической политики, вариант, связанный с таким жестким спадом, делает его малопривлекательным.

Иные примеры резких нарушений предложения. Рост цен на нефть в семидесятые годы — наиболее известный пример шока предложения, но им далеко не исчерпывается ряд резких нарушений предложения, зарегистрированный в последние годы. Погодные условия и сопутствующий им неурожай в сельскохозяйственном производстве, сфера капитального строительства и транспорт также способны вызвать резкие нарушения предложения, хотя длительность их большей частью весьма непродолжительна. Изменения обменного курса доллара относительно других валют создают еще один важный источник шока предложения. Уменьшение стоимости доллара на международном валютном рынке увеличивает стоимость импортируемых в США товаров для американских покупателей. Это обстоятельство повышает производственные затраты для американских фирм, которые приобретают импортные товары в качестве привлекаемых в производство факторов. В свою очередь это повышает стоимость жизни рабочих, увеличивая затраты, связанные с оплатой их труда. Подробно события, разворачивающиеся на международных валютных рынках, и их влияние на развитие экономики внутри страны рассмотрены в главах 21 и 22.

Необходимо отметить, что резкие нарушения предложения могут оказать на уровень цен не только повышающее, но и понижающее воздействие. Понижение цен на импортируемую нефть или высокий урожай, снизивший цены на сельскохозяйственную продукцию, рост международного курса доллара — все это изменяет положение кривой совокупного предложения на абсолютный уровень цен.

Резкие нарушения предложения, протекающие в благоприятном режиме,

способствовали спаду инфляции в экономике США в середине восьмидесятых годов. Антиинфляционные процессы, последовавшие за спадом 1980 г. и 1981—1982 г.г., были усилены за счет резкого роста международного курса доллара в эти годы. В середине восьмидесятых годов, когда курс доллара миновал свою максимальную отметку, падение мировых цен на нефть и нефтепродукты более чем компенсировало потенциальные инфляционные последствия роста цен на импортную продукцию. Денежно-кредитная политика в течение рассматриваемого периода времени была направлена на проведение ряда антиинфляционных мероприятий, однако произошедшие изменения в предложении со своей стороны сильно способствовали ее успеху.

РАЦИОНАЛЬНЫЕ ОЖИДАНИЯ И НЕОКЛАССИЧЕСКАЯ ЭКОНОМИКА

В настоящей главе мы подчеркивали значение ожиданий в определении и прогнозировании положения кривой совокупного предложения. Исходя из упрощающих допущений, на которых основан весь предыдущий графический материал, а равно наши рассуждения, кривая совокупного предложения пересекает линию, характеризующую естественный уровень реального объема производства, в точке, соответствующей уровню цен, эквивалентному уровню ожидаемых цен на привлекаемые факторы производства, на которые ориентируются хозяйственные агенты в своей производственной деятельности. Экономика может оставаться в состоянии равновесия на долгосрочном временном интервале тогда и только тогда, когда реальный уровень цен равен ожидаемому уровню цен.

Реальный объем производства превосходит свой естественный уровень только в периоды превышения уровня цен, ожидаемого хозяйственными агентами (в графической интерпретации это означает, что экономическая система находится в той точке на кривой совокупного предложения, которая лежит выше и правее точки пересечения кривой совокупного предложения и линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства). Подобным образом реальный объем производства падает ниже естественного уровня только в периоды, когда реальный уровень цен находится ниже ожиданий хозяйственных агентов (в графической интерпретации это означает, что экономическая система находится в той точке на кривой совокупного предложения, которая лежит ниже и левее точки пересечения кривой совокупного предложения и линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства). Таким образом, все периоды спада и усиления инфляции преподносят непредсказуемые сюрпризы, которые дезориентируют хозяйственных агентов и, соответственно, наводят на ошибочные предложения о вероятных изменениях уровня цен в обозримом будущем.

иде

Теория адаптивных ожиданий

иде

До сего момента, несмотря на важность ожидания того или иного уровня цен для поведения экономической системы, мы уделяем мало внимания самому процессу формирования этих ожиданий. Наши взгляды развивались в предположении, что хозяйственные агенты основывают свои ожидания определенного уровня цен на привлекаемые факторы производства в непосредственном будущем, отталкиваясь от его изменений в недалеком прошлом. В области

экономики, которая рассматривает инфляцию и связанные с ней процессы, представления о том, что хозяйственные агенты формируют свои ожидания на основе экстраполяции тенденций этих изменений в прошлом, известны как теория адаптивных ожиданий. Наиболее упрощенный вариант этой теории гласит о том, что хозяйственные агенты формируют свои представления о затратах на следующий год путем экстраполяции темпов инфляции года прошедшего.

Уровень обобщения теории адаптивных ожиданий, изложенный как «люди учатся на основе предыдущего опыта», никто не станет отрицать. Но, конечно, подобный уровень развития этой теории вряд ли способен удовлетворить экономистов. В последние годы экономическая мысль выдвинула новый подход к интерполяции ожиданий. Это направление получило название «неоклассическая экономика». Далее мы рассмотрим ее приложения к различным аспектам денежно-кредитной политики.

Теория рациональных ожиданий

Стержнем неоклассической школы экономической мысли является теория рациональных ожиданий. Эта теория утверждает, что люди заглядывают в будущее, равно как и оглядываются в прошлое, — то есть они не только экстраполируют прошлые события, но и подвергают анализу будущее. Люди основывают свои ожидания о будущем экономики не только на основании прошлых событий, но и основываясь на ожиданиях относительно настоящей и будущей экономической политики и анализа ее вероятных влияний на состояние экономики. Рассмотрим характерный пример. В середине предвыборной президентской кампании экономическая система претерпевала очень умеренную инфляцию — не более 3% в год. Зная, что американцы в массе своей не испытывают к инфляционным процессам нежные чувства, оба кандидата в Президенты, вечер за вечером появляясь на экране ТВ, старались перешеголять друг друга в своих обещаниях победить инфляцию. Однако очень скоро выясняется, что эти обещания оказались праздно болтовней. Бывший претендент, а ныне уже Президент, использовал все свое влияние, стремясь оказать давление на вновь назначенных членов ФРС и надеясь подстегнуть рост количества денег, находящихся в обращении. Он рассчитывал, что это мероприятие снизит номинальные нормы процента и поможет завоевать ему голоса строительных рабочих, покупателей автомобилей и других групп населения, которым в данный момент времени низкие номинальные нормы процента оказываются на руку. Тем временем, его бывший конкурент налево и направо обещал выделить огромные суммы на финансовую поддержку наиболее популярных в каждом штате программ, а также обещал воздержаться от увеличения налогов. Какой же темп инфляции в этих условиях могут ожидать рядовые американцы?

С точки зрения теории адаптивных ожиданий — скорее всего как и раньше: где-то около 3% в год. Неоклассицисты считают такой подход безнадежно наивным. Рационально переработав полученную информацию, включая возможные последствия наиболее вероятного политического курса обоих кандидатов в Президенты, хозяйственные агенты решат, что темпы инфляции в будущем году увеличатся и соответственно этим обстоятельствам будут строить свои экономические планы.

Скептики подвергают теорию рациональных ожиданий злобной и насмешливой критике. Они утверждают, что слишком наивно ожидать от каждого водопроводчика или владельца маленького дела знаний, присущих скорее доктору экономических наук. Такая критика не имеет под собой почвы. Теория

рациональных ожиданий не предполагает, что каждый индивид обладает всеобъемлющей суммой знаний и фактов, но лишь то, что хозяйственные агенты не отбрасывают интересующую информацию, попавшую в их распоряжение. Они принимают во внимание всю информацию, которой они располагают, включая сведения о вероятных последствиях настоящей и прошлой финансово-экономической политики. Чем большую роль в экономике играет принятие тех или иных решений, тем больше усилий прилагают хозяйственные агенты для сбора интересующей информации. На высшем уровне принятия решений — руководители корпораций, президенты компаний и промышленных объединений — эти обстоятельства подразумевают постоянное обращение к экспертным экономическим консультациям и оценкам.

Рациональные ожидания и супернейтральность

Теория рациональных ожиданий имеет огромное значение для проведения эффективной экономической политики. На рис. 17.11 представлена попытка проиллюстрировать этот тезис. Рассмотрение начинается от исходной точки равновесия экономической системы (E_1) в предположении, что в недалеком прошлом инфляционные процессы не наблюдались. В этот момент на закрытое — как, впрочем, всегда — заседание собираются члены Федерального Комитета Открытого Рынка и принимают решение о резком повышении темпов роста количества денег, находящихся в обращении. Это неожиданное обстоятельство сдвигает кривую совокупного спроса вправо — из положения AD_1 на AD_2 . Не ожидая роста цен на привлекаемые факторы производства, фирмы и деловые предприятия реагируют на рост спроса увеличением объема выпускаемой продукции и повышением цен на свою продукцию (кривая совокупного предложения AS_1). Как и в предыдущих примерах этой главы, экономическая система будет смещаться вдоль прогнутой стрелки, отмеченной на рисунке литерой А, создавая постоянное увеличение уровня цен (а также увеличивая объем производства и снижая уровень безработицы, что, как мы видели ранее, присуще такому переходному периоду).

Хотя конечный результат и не отличается от рассмотренных ранее процессов, наличествуют существенные различия в ходе событий, этот результат повлекших. В мире рациональных ожиданий экономическая система следует по траектории, отмеченной стрелкой А, только потому, что предпринятая Федеральной Резервной Системой акция явилась для хозяйственных агентов полной неожиданностью. Если бы хозяйственные агенты и отдельные индивиды ожидали нечто подобное, события развернулись бы совсем иным образом.

Предположим, что вместо неожиданно предпринятого ускорения темпов роста денежной массы, председатель ФРС проводит пресс-конференцию вслед за заседанием ФКОР и открыто объявляет об изменении в проводимой денежно-кредитной политике. Председатель прямо заявляет, что новый курс усилит инфляционные процессы. Средства массовой информации широко освещают высказанную точку зрения, и она получает повсеместное распространение, в нее верят. Теперь, в процессе «верстки» своих перспективных производственных планов и планов найма рабочей силы на ближайшие месяцы, фирма и деловые предприятия принимают во внимание эффекты ожидаемой инфляции и ориентируются на ожидаемый уровень цен на привлекаемые факторы производства. Они, в соответствии с новыми условиями, корректируют свои преysкуранты и товарно-материальные запасы, чтобы получить прибыль, несмотря на ожидаемую инфляцию. Они охотно повышают заработную плату своим сотрудникам, зная, что

в обозримом будущем стоимость жизни вырастет, и учитывая, что растущий номинальный спрос позволит им восполнить возросшие затраты на оплату рабочей силы за счет роста цен.

Взятые вместе и ориентированные на усиление инфляционных процессов перспективные планы хозяйственных агентов сдвинут кривую совокупного предложения в положение AS_2 , но произойдет это не после определенной временной задержки, а сразу после того, как информация о новом повороте в денежно-кредитной политике станет достоянием гласности. В результате этого, экономическая система переместится из точки E_1 в E_3 по пути, указанному на рисунке стрелкой В.

Таким образом, центральное место в практическом приложении этой теории занимает следующая точка зрения неоклассицистов: экспансионистская денежно-кредитная политика эффективно повышает реальный объем производства и занятость лишь тогда, когда подобные мероприятия носят неожиданный и непредсказуемый характер. Изменения в денежно-кредитной политике, которые полностью прогнозированы, не смогут воздействовать на реальный объем производства или занятость. Даже на краткосрочных временных интервалах такие действия повлияют только на уровень цен. Аналогичный результат будет наблюдаться не только в случае широко декларируемых предстоящих мероприятий, как это было рассмотрено в предыдущем примере. Этот результат с необходимостью возникнет и тогда, когда экспортеры и принимающие то или иное решение руководители смогут точно предсказать действия, которые будут предприняты в рамках проведения денежно-кредитной политики, даже если о предстоящих изменениях ничего не сообщается, или они специальным образом завуалированы с целью ввести в заблуждение.

Ранее мы рассмотрели понятие «нейтральность денег», которое подразумевало, что однократное изменение количества денег, находящихся в обращении, не будет иметь никакого воздействия на равновесный уровень реального объема производства на долгосрочных временных интервалах. Сторонники неоклассической школы выдвигают более общее и сильное предположение, а именно: действия, направленные на изменения в денежно-кредитной политике, не приносят каких-либо изменений в экономической системе даже на краткосрочных временных интервалах, при условии, что хозяйственные агенты и индивиды их полностью ожидают. Это положение применимо, по их мнению, не только к однократным изменениям количества денег, находящихся в обращении, но и к любому типу изменений траектории роста денежной массы во времени. Положение о том, что ожидаемые изменения в росте количества денег, находящихся в обращении, не влияют на реальный объем производства даже на краткосрочных временных интервалах, известно как супернейтральность денег.

В графической интерпретации супернейтральность предполагает, что наклонная кривая совокупного предложения — это своего рода «кривая сурпризов». Кривая совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах при ожидаемых заранее мероприятиях в области денежно-кредитной политики эквивалентна кривой предложения на долгосрочных временных интервалах.

Рациональные ожидания и супернейтральность
свидетельства и доказательства

Справедлив ли подход, предложенный сторонниками неоклассического направления в экономической мысли? Является ли денежно-кредитная политика эффективной только тогда, когда изменения ее курса происходят внезапно?

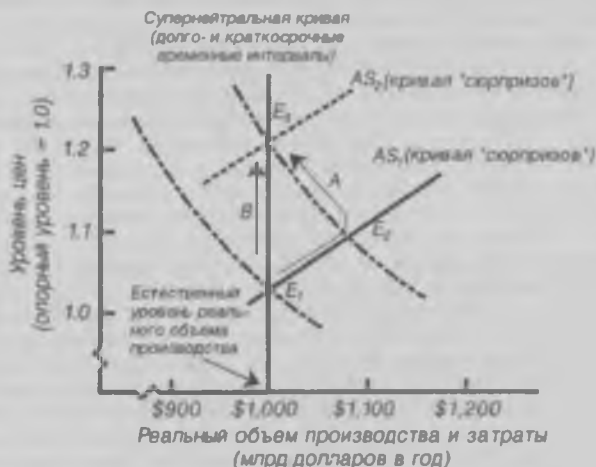


Рис. 17.11 Рациональные ожидания и супернейтральность

В экономическом мире, описываемом неоклассицистами, экономическая система будет следовать по траектории, указанной на рисунке стрелкой А, если рост количества денег, находящихся в обращении, происходит неожиданно и инспирирован внезапными изменениями в денежно-кредитной политике. Таким образом, наклонные кривые совокупного предложения (AS_1 и AS_2 на рисунке) — это, собственно, «кривые сюрпризов». Полностью ожидаемый рост количества денег, находящегося в обращении, немедленно сдвинет кривую совокупного предложения вверх, а экономическая система в своем развитии будет следовать по траектории, отмеченной на рисунке стрелкой В. В такой экономической модели принято считать, что деньги супернейтральны.

Ввиду важности этого вопроса был предпринят ряд попыток с целью установления истины.

Свидетельства из опыта экономики США. Попытка проведения сравнительного анализа экономических последствий ожидаемых изменений денежно-кредитной политики и последствиями неожиданных изменений наталкивается на ряд сложностей. В их числе измерение ожидаемых темпов инфляции, роста денежной массы и ряда других ключевых параметров. Некоторые исследователи полагались на статистические оценки ожидаемых темпов инфляции и роста денежной массы. Например, Роберт Барро, ведущий представитель неоклассической школы, использовал в своей работе следующие параметры — предшествовавший темп роста денежной массы, уровень безработицы и показатель федеральных расходов — для оценки рационально ожидаемых хозяйственными агентами темпов роста денежной массы. Он обнаружил положительную корреляцию между изменениями реального объема производства с отклонениями действительного темпа роста денежной массы от ожидаемого, полученной в результате проведенных оценок¹. Однако, результаты Р. Барро не нашли подтверждения в других работах, построенных на эмпирическом материале.

Свидетельства из опыта дефляции. Другой обширный источник материала

¹ Robert J. Barro «Unanticipated Money Growth and Economic Activity in the United States» in «Money Expectations and Business Cycles in Macroeconomics (New York: Academic Press, 1981). Pp. 137—169.

по рассматриваемой проблеме — это экономический опыт стран, в которых возобладавшие инфляционные процессы были в конце концов поставлены под контроль. Модель совокупного спроса и совокупного предложения, сопряженная с теорией адаптивных ожиданий, предсказывает, что период сокращения темпов инфляции будет сопровождаться снижением реального объема производства и высоким уровнем безработицы. Это происходит потому, что инерция инфляционных ожиданий увлекает кривую совокупного предложения все выше, даже после того, как также направленное вверх движение кривой совокупного спроса замедлилось или остановилось. В мире, построенном на рациональных ожиданиях, ожидаемая дефляционная политика не повлияла бы на реальный объем производства, поскольку все хозяйственные агенты приспособят свою деятельность с учетом ожидаемых изменений, связанных с проведением денежно-кредитных мероприятий и, таким образом, сдержат поступательный подъем кривой совокупного предложения.

Из вышеприведенного следует, что в экономическом развитии стран, испытавших дефляционные процессы и мероприятия, можно почерпнуть полезную информацию о теории рациональных ожиданий. Некоторые исследователи в своих поисках обратились к опыту стран, испытавших гиперинфляцию, — очень быстрый инфляционный процесс, темпы роста которого составляли, к примеру, пятьсот и более процентов в год. В своей хорошо известной работе¹ известный сторонник неоклассического направления Томас Сарджент изучал гиперинфляцию, поразившую Германию в двадцатые годы, — это наиболее сильный за всю историю гиперинфляционный процесс, когда-либо поражавший экономику. В 1923 году уровень цен в Германии вырос в миллиард (!) раз, только в декабре этого года цены взлетели на 35 тысяч (!) процентов. В этот момент были приведены в действие крайне резкие меры административно-политического характера, которые включали в себя: установление пределов на рост цен, увеличение налогов и сокращение государственных расходов. Была выпущена новая денежная единица — новая марка, которая соответствовала 1 триллиону старых марок. Инфляция была остановлена практически за один день.

Сарджент в своей работе утверждал, что проведенная дефляция не имела значительного отрицательного воздействия на занятость и реальный объем производства, и интерпретировал эти данные, как подтверждение справедливости теории рациональных ожиданий. Реальный объем производства не сократился с окончанием периода инфляции, так как хозяйственные агенты ясно представляли себе последствия проводимой денежно-кредитной политики и приспособили свои ожидания относительно цен и грядущих затрат должным образом. Однако, надо отметить, что ряд его выводов был поставлен под вопрос позднейшими исследованиями².

В середине восьмидесятых годов Аргентина и Бразилия попытались повторить германский успех двадцатых годов. При инфляции, составлявшей почти 100% в год, каждая из этих стран ввела новую денежную единицу, пределы роста цен и провела бюджетную реформу. Сначала подобные мероприятия,

¹ T. Sargent «The Ends of Four Big Inflations» Chicago Univer. Press, 1982, pp. 41—97.

² П. Гарбер (P. Garber) обнаружил значительное отрицательное влияние произошедших процессов на занятость. См. его работу «Terminating Inflation in the Dismembered Habsburg Monarchy». На материалы польши и венгрии обнаружил Э. Виккер. (E. Wicker) «Terminating Hyperinflation in the Dismembered Habsburg Monarchy». Однако необходимо отметить, что во всех случаях воздействие на объем производства оказалось существенно меньшим, чем предсказывала теория, основанная на простых адаптивных ожиданиях. Кроме того, в Австрии (четвертом случае гиперинфляции, рассмотренном Сардженом) Э. Виккер не нашел сколько-нибудь неблагоприятных последствий на объем реального производства. — прим. автора.

казалось бы, возымели желаемый результат; однако несколько позже инфляционные процессы в этих странах развернулись с новой силой. Повторные попытки дефляции потерпели неудачу. Трудно сказать, тому виной явились плохо разработанные антиинфляционные программы, или экономическое фиаско последовало из-за политической нестабильности в этих странах. Справедливости ради, необходимо отметить, что аналогичная программа весьма успешно была реализована в Боливии, где первоначальные темпы инфляции были даже выше, чем в Бразилии и Аргентине.

И, наконец, был проведен ряд исследований на материале дефляционных процессов в американской экономике восьмидесятых годов с целью подтверждения теории рациональных ожиданий. Предшествующая инфляция в экономике США была далека от своей гиперстадии, и поэтому ее последствия не были столь отчетливо выражены. Тем не менее, дефляция начала восьмидесятых годов снизила реальный объем производства в меньшей степени, чем это ожидалось исходя из теории адаптивных ожиданий.

Некоторые наблюдатели считают, что подобные позитивные изменения в экономике США произошли на основании «кредита доверия», оказанного высшим политическим и финансовым кругам. Под этим они подразумевают, что кривая совокупного предложения американской экономической системы сдвинулась вниз во многом благодаря вере народа, что администрация президента Р. Рейгана и высшие руководители ФРС решили покончить с инфляционными процессами самым серьезным образом. Такой эффект в принципе совместим с теорией рациональных ожиданий. Однако несомненно и другое: быстрая и практически безболезненная дефляция тех лет во многом была обеспечена благоприятными для экономики США нарушениями предложения на валютных и энергетических рынках, о чем упоминалось в предыдущих разделах этой главы.

Аномалии рассмотренных процессов и эффективность денежно-кредитной политики

Отчасти неоклассическая экономика привлекла к себе всеобщее внимание, так как предоставляла экономистам необычные и не всегда удобные в реализации рецепты проведения той или иной денежно-кредитной политики. С одной стороны, многие экономисты весьма неуютно себя чувствуют, сталкиваясь с провозглашенной неоклассической экономической доктриной супернейтральности (особенно в ее чистом виде). Они убеждены, что денежно-кредитная политика имеет важное значение в любом случае — неожиданно ли наступают ее изменения или нет; в этих предположениях они опираются на большое число статистических данных, не сопрягающихся с доктриной супернейтральности. Такая точка зрения общепризнана как среди тех, кто ориентируется на милосердное правительство, видя в нем источник экономической стабильности, так и среди тех, кто рассматривает ошибки в проведении денежно-кредитной политики в качестве основной причины экономических бедствий. С другой стороны, большинство экономистов равным образом не могут согласиться с тем, что хозяйственные агенты ведут себя иррационально, намечая перспективные планы своей деятельности и учитывая легкодоступную

информацию. Неудобства, связанные с существованием полярных точек зрения, в итоге привели к формированию эклектической теории на своеобразной «центральной» платформе, которая оставляет место как рациональным ожиданиям, так и эффективности денежно-кредитной политики. Как мы ранее подчеркивали, наклонная кривая совокупного предложения на краткосрочных временных интер-

валах в своей сути предполагает, что хозяйственные агенты ожидают несколько замедленной реакции цен на привлекаемые факторы производства относительно произошедших изменений в спросе. Почему фирмы и деловые предприятия реагируют подобным образом? Почему они ожидают, что цены на привлекаемые ими факторы производства будут отставать от цен на их собственную продукцию, а не поднимутся сразу же за очередным изменением в денежно-кредитной политике?

Долгосрочные контракты. Сторонники «центристской» платформы полагают, что в основе реакции предложения на краткосрочных временных интервалах лежат некие аномалии рассмотренных процессов. Однако часто встречающаяся аномалия подобного рода связана с долгосрочными контрактами и другими институциональными препонами на пути быстрой адаптации уровня цен. Например, многие фирмы, нанимающие рабочих и служащих, объединенных в профессиональные союзы, заключают и рассматривают трудовые соглашения только один раз в три года. Более того, предприниматели, использующие труд рабочих, не являющихся членами того или иного профсоюза, не пересматривают масштабы заработной платы при каждом небольшом повышении цен. Что справедливо для заработной платы, очевидно истинно и для многих других привлекаемых факторов производства. Кроме того, необходимые для производства энергия, полуфабрикаты, сырье тоже предлагаются на основе долгосрочных контрактов, которые перезаключаются через значительные сроки; правительственные инструкции и регламентации, определяющие цены на некоторые товары и услуги, еще больше задерживают корректировку и адаптацию уровня цен к меняющимся обстоятельствам.

Товарно-материальные запасы. Другой причиной, по которой хозяйственные агенты не ожидают, что грядущие затраты мгновенно среагируют на изменение спроса, является смягчающий этот переход эффект, вызванный наличием товарно-материальных запасов. Рассмотрим простой пример: булочник работает на рынке конкурирующих продавцов. Когда рост спроса на рынке вызывает увеличение рыночной цены на хлеб, фирма увеличивает выпуск своей продукции, взяв для этого муку из своих запасов. Когда запасы будут исчерпаны, хлебопечное предприятие закажет муку на мукомольном заводе. Завод выполнит заказ, взяв для этого пшеницу из своих собственных запасов.

Через некоторое время мукомольный завод будет вынужден закупать больший объем пшеницы. На рынке зерна цены станут более чувствительными к изменениям спроса, они начнут изменяться с каждым часом, так что к моменту нового заказа цена на пшеницу вырастет. Далее, в следующий раз булочник, заказывая муку, услышит ответ: «Извините, цена на пшеницу выросла, и нам придется поднять цены на муку». Супермаркет, заказывая хлеб, услышит ответ булочника: «Извините, цена на муку выросла, и мне придется поднять цену на хлеб». Но ведь этот процесс требует времени. Руководствуясь этими соображениями, фирмы не ожидают, что их затраты изменятся сразу же за изменением спроса на их продукцию.

Дефицит информации. Некоторые экономисты считают, что проблема дефицита информации у хозяйственных агентов играет не последнюю роль в реакции величины предложения на краткосрочных временных интервалах. Изначалу фирмы могут принять широкие изменения в совокупном спросе за некое локальное изменение в части, касающейся лишь их собственной продукции. Например предположим, что экспансионистская денежно-кредитная политика вызывает рост спроса на все виды продукции, включая хлеб. Местный

булочник видит, что продажа его изделий возрастает, но приписывает это обстоятельство удачному повороту дел или сезонному изменению на своем ограниченном местном рынке. Ничто пока не указывает ему, что цены на привлекаемые им факторы производства вырастут. Только позже станет ясно, что имеет место широкомасштабный сдвиг совокупного спроса, и лишь потом эта маленькая фирма станет ориентироваться в своих действиях на изменение заработной платы работникам и цен на другие привлекаемые факторы производства.

Затраты на преискуранты. И, наконец, уровень цен реагирует на изменение спроса с некоторым отставанием вследствие своеобразного механизма, получившего название «затрат на меню». Ресторан не меняет цены каждый день хотя бы из-за того, что печатать новое меню каждый день очень накладно. Схожими соображениями руководствуются фирмы и деловые предприятия, когда печатают и рассылают каталоги и преискуранты, доводя информацию до сведения своих служб сбыта, своих клиентов.

Приложения эклектического подхода. Взятые вместе — долгосрочные контакты, товарно-материальные запасы, дефицит информации и затраты на прейскуранты — приносят некую общую задержку между изменением в спросе на выпускаемую продукцию и соответствующей реакцией затратного механизма. На некоторых рынках эта задержка длится менее продолжительное время, чем на другом. Но в среднем она достаточно длительна и является причиной того, что хозяйственные агенты реагируют на изменения в спросе, как будто ожидают, что уровень цен на привлекаемые факторы производства будет изменяться медленным темпом, если вообще не останется какое-то время на постоянном уровне (как было в некоторых ранее рассмотренных примерах). Этого достаточно, чтобы кривая предложения на краткосрочных временных интервалах представила бы собой кривую наклонной формы.

Сторонники эклектического подхода считают, что рассмотренные процессы являются причиной того, что экономическая система на краткосрочных временных интервалах будет двигаться вдоль наклонной кривой совокупного предложения, даже в случае ожиданий конкретных перемен в денежно-кредитной политике. И это будет иметь место даже в том случае, когда все хозяйственные агенты будут располагать наиподробнее информацией о грядущей экономической политике и ее последствиях. Тем не менее, оставаясь в рамках рассматриваемого подхода, разумно положить, что задержка между изменением спроса и уровнем цен будет короче, а отклонения менее разительны, если какому-либо решению об изменении экономического курса предшествует широкое обсуждение, нежели эти пертурбации происходят внезапно, являя собой полную неожиданность.

Заглядывая вперед

В настоящей главе рассмотрена взаимная связь реального объема производства и уровня цен, обусловленная изменениями в денежно-кредитной политике и резкими нарушениями предложения. Выше был представлен обширный материал о предположительных причинных связях изучаемых взаимосвязей. Тем не менее, наш анализ был ограничен рядом серьезных упрощений.

Мы предполагали, что скорость обращения денег остается постоянной или, по крайней мере, систематически не изменяется в результате изменений денежно-кредитной политики или уровня цен. В следующих главах мы снимем

это ограничение. Это позволит нам вновь ввести в рассмотрение норму процента (целенаправленно исключенную из анализа в этой главе) на надлежащее ей место.

Кроме того, была исключена из рассмотрения немонетаристская экономическая политика — ведь изменения в структуре государственных закупок и федеральных налогов могут также иметь важные для экономики последствия. В последующих главах будет рассмотрена модель, интегрирующая эту политику с денежно-кредитной.

Однако для проведения обобщения на более высоком уровне придется опять следовать методу «шаг назад, два шага вперед». В основных разделах следующих двух глав мы рассмотрим мир, в котором уровень цен остается постоянным, а такие явления, как инфляция и дефляция, в нем неведомы. Материал, представленный ниже, — это фундамент знаний в области макроэкономики (подготовленный читатель может рассматривать его как повторение, неподготовленный — как нечто новое), который позволит собрать воедино все рассмотренные явления и представить некую законченную модель.

Глава 18

КЕЙНСИАНСКАЯ МОДЕЛЬ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАВНОВЕСИЯ

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Обсудить взаимную связь таких экономических понятий, как национальный доход и национальный продукт.
- Оперировать понятием равновесия применительно к целостной экономической системе; объяснить связь между равновесием и инвестициями в товарно-материальные запасы.
- Показать, каким образом государственный сектор в экономике интегрируется в кругооборот доходов и продуктов.
- Оперировать кейнсианской функцией потребления в ее аналитической и графической формах.
- Показать, как формируется график плановых затрат, исходя из структуры потребления, плановых инвестиций и государственных закупок.
- Использовать «кейнсианский крест» для определения уровня равновесия национального дохода.
- Дать соответствующую интерпретацию мультипликативному эффекту и обсудить факторы, влияющие на величину мультипликатора затрат.

есть потребление плюс вложения в основной капитал плюс планируемые изменения товарно-материальных запасов) меньше национального продукта, то уровень внеплановых инвестиций в товарно-материальные запасы будет возрастать — то есть непроданные товары будут громоздиться в складских помещениях. И наоборот, если суммарные планируемые расходы и затраты превышают национальный продукт, будет иметь место внеплановое уменьшение товарно-материальных запасов, своего рода отрицательное вложение в товарно-материальные запасы.

Понятие внеплановых инвестиций концептуально тесно связано с макроэкономическим равновесием. Если планы абсолютно всех покупателей и продавцов совпадают, так что плановые затраты на потребление и инвестиции в основной капитал в точности равны реальному производству этих товаров, то в этом случае внеплановые накопления товарно-материальных запасов отсутствуют, а экономическая система находится в равновесии. Если плановые затраты превышают производство товаров и услуг, то наблюдается незапланированное сокращение товарно-материальных запасов. Если плановые затраты меньше производства товаров и услуг, то, соответственно, будет происходить незапланированное накопление товарно-материальных запасов.

Эта модель кругового потока может быть расширена путем интегрирования в нее государственного сектора экономики и перехода к открытой экономической системе. В этом случае общие плановые затраты состоят из потребления плюс плановые инвестиции плюс государственные закупки плюс чистый экспорт. Чтобы обеспечить равновесие экономической системе, сумма этих факторов должна равняться национальному продукту; при этом внеплановые накопления товарно-материальных запасов будут отсутствовать.

Важность понятия равновесия. Почему равновесию экономической системы мы придаем столь существенное значение? Нарушение равновесия способно поставить крест на достижении целей полной занятости, стабильности цен и экономического роста.

Например предположим, что общий уровень запланированных расходов и затрат меньше величины национального продукта, так что — вопреки желаниям производителей — происходит накопление товарно-материальных запасов. В ответ на этот незапланированный рост вероятнее всего фирмы среагируют следующим образом: уменьшат выпуск продукции, снизят цены или воспользуются обеими указанными возможностями. В терминах, принятых в предыдущей главе, это будет означать, что экономическая система сдвинется влево-вниз вдоль кривой совокупного предложения. Таким образом, экономика вернется в спад, а уровень безработицы растет. С другой стороны, предположим, что общий уровень запланированных расходов превышает величину национального продукта, что создаст внеплановое истощение товарно-материальных запасов. В этом случае фирмы скорее всего увеличат выпуск продукции и повысят на свою продукцию цены. Это будет соответствовать сдвигу экономической системы вправо-вверх вдоль кривой совокупного предложения. Такие процессы ведут к другому нежелательному явлению — инфляции. Но не будем забегать вперед. Прежде чем вернуться к рассмотрению процессов инфляции и спада, перейдем от кругооборота доходов и продуктов к экономической модели, предложенной Джоном Мейнардом Кейнсом.

РАВНОВЕСИЕ И МУЛЬТИПЛИКАТОР

Дж. Кейнс рассматривал взаимную связь между запланированными расходами и национальным продуктом как центральный вопрос макроэкономиче-

ского анализа. Создадут ли сепаратно частные домохозяйства, фирм-производителей и т.д. точный спрос на все те товары и услуги, в состоянии произвести в условиях полной занятости Дж. Кейнс, рассматривая экономические временные интервалы. Опыт Великой депрессии и высоким уровнем безработицы (в 1932 г. около 25%) очевидно оправдал его опасения.

Потребление

Личное потребление — самая значительная часть около двух третей всех покупок товаров и услуг. Таким образом, можно рассмотреть потребление в наших дальнейших рассуждениях.

Кейнс рассматривал располагаемый доход — как первостепенный фактор, определяющий расходы. Каждый добавочный доллар дохода приводит к увеличению потребления — однако на сумму меньшую, чем доллар. Доля из каждого добавочного доллара, которая идет на потребление, — предельная склонность к потреблению.

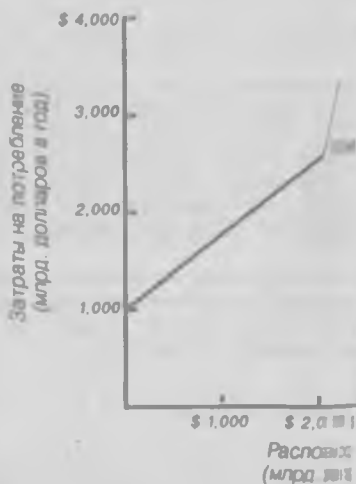


Рис. 18.1 Функция потребления

Согласно трудам Дж. Кейнса, расходы на потребление зависят от уровня дохода. Однако величина их роста несколько меньше, чем рост дохода. График, приведенный на данном рисунке, показывает зависимость потребления от располагаемого дохода, называемую (согласно Кейнсу) «функцией потребления». Уровень потребления, ассоциируемый с нулевым уровнем дохода, отсекаемый графиком функции, называется «автономным потреблением». Тангенс угла наклона кривой в любой точке (характеризующий часть из каждого дополнительного доллара, которая идет на потребление) определяет предельную склонность к потреблению. Автономное потребление = 1000 млрд. долларов в год.

есть потребление плюс вложения в основной капитал плюс планируемые изменения товарно-материальных запасов) меньше национального продукта, то уровень внеплановых инвестиций в товарно-материальные запасы будет возрастать — то есть непроданные товары будут громоздиться в складских помещениях. И наоборот, если суммарные планируемые расходы и затраты превышают национальный продукт, будет иметь место внеплановое уменьшение товарно-материальных запасов, своего рода отрицательное вложение в товарно-материальные запасы.

Понятие внеплановых инвестиций концептуально тесно связано с макроэкономическим равновесием. Если планы абсолютно всех покупателей и продавцов совпадают, так что плановые затраты на потребление и инвестиции в основной капитал в точности равны реальному производству этих товаров, то в этом случае внеплановые накопления товарно-материальных запасов отсутствуют, а экономическая система находится в равновесии. Если плановые затраты превышают производство товаров и услуг, то наблюдается незапланированное сокращение товарно-материальных запасов. Если плановые затраты меньше производства товаров и услуг, то, соответственно, будет происходить незапланированное накопление товарно-материальных запасов.

Эта модель кругового потока может быть расширена путем интегрирования в нее государственного сектора экономики и перехода к открытой экономической системе. В этом случае общие плановые затраты состоят из потребления плюс плановые инвестиции плюс государственные закупки плюс чистый экспорт. Чтобы обеспечить равновесие экономической системе, сумма этих факторов должна равняться национальному продукту; при этом внеплановые накопления товарно-материальных запасов будут отсутствовать.

Важность понятия равновесия. Почему равновесию экономической системы мы придаем столь существенное значение? Нарушение равновесия способно поставить крест на достижении целей полной занятости, стабильности цен и экономического роста.

Например предположим, что общий уровень запланированных расходов и затрат меньше величины национального продукта, так что — вопреки желаниям производителей — происходит накопление товарно-материальных запасов. В ответ на этот незапланированный рост вероятнее всего фирмы среагируют следующим образом: уменьшат выпуск продукции, снизят цены или воспользуются обеими указанными возможностями. В терминах, принятых в предыдущей главе, это будет означать, что экономическая система сдвинется влево-вниз вдоль кривой совокупного предложения. Таким образом, экономика ввергается в спад, а уровень безработицы растет. С другой стороны, предположим, что общий уровень запланированных расходов превышает величину национального продукта, что создает внеплановое истощение товарно-материальных запасов. В этом случае фирмы скорее всего увеличат выпуск продукции и повысят на свою продукцию цены. Это будет соответствовать сдвигу экономической системы вправо-вверх вдоль кривой совокупного предложения. Такие процессы ведут к другому нежелательному явлению — инфляции. Но не будем забегать вперед. Прежде чем вернуться к рассмотрению процессов инфляции и спада, перейдем от кругооборота доходов и продуктов к экономической модели, предложенной Джоном Мейнардом Кейнсом.

РАВНОВЕСИЕ И МУЛЬТИПЛИКАТОР

Дж. Кейнс рассматривал взаимную связь между запланированными расходами и национальным продуктом как центральный вопрос макроэкономиче-

ского анализа. Создадут ли сепаратно сформированные планы расходов семейных хозяйств, фирм-производителей и правительственных органов достаточный спрос на все те товары и услуги, которые экономическая система в состоянии произвести в условиях полной занятости? Подобным вопросом задавался Дж. Кейнс, рассматривая экономическую систему на долгосрочных временных интервалах. Опыт Великой Депрессии с низким объемом производства и высоким уровнем безработицы (период, длившийся несколько лет подряд) очевидно оправдал его опасения.

Потребление

Личное потребление — самая значительная категория расходов — составляет около двух третей всех покупок товаров и услуг. Факторы, определяющие потребление, таким образом можно рассматривать в качестве отправной точки наших дальнейших рассуждений.

Кейнс рассматривал располагаемый доход — доход после всех налоговых выплат — как первостепенный фактор, определяющий структуру потребительских расходов. Каждый добавочный доллар располагаемого дохода повышает потребление — однако на сумму меньшую, чем этот доллар. Кейнс называл долю из каждого добавочного доллара располагаемого дохода, используемую на потребление, — предельной склонностью к потреблению.



Рис. 18.1 Функция потребления

Согласно трудам Дж. Кейнса, расходы на потребление растут по мере увеличения располагаемого дохода. Однако величина их роста несколько меньше, чем абсолютное увеличение располагаемого дохода. График, приведенный на данном рисунке, демонстрирует взаимную связь потребления и располагаемого дохода, называемую (согласно общепринятой терминологии) «функцией потребления». Уровень потребления, ассоциируемый с располагаемым доходом, равным нулю, есть отрезок оси ординат, отсекаемый графиком функции потребления. Его величина обычно называется «автономным потреблением». Тангенс угла наклона графика функции потребления к оси абсцисс (характеризующий часть из каждого дополнительного доллара располагаемого дохода, идущую на потребление) определяет предельную склонность к потреблению. На представленном графике: автономное потребление = 1000 млрд. долларов в год; предельная склонность к потреблению = 0,75.

Функция потребления. В аналитическом виде взаимная связь между располагаемым доходом и потреблением может быть выражена в виде функции потребления:

$$C = a + bY_d. \quad (18.1)$$

В этом уравнении C — потребление; Y_d — располагаемый доход; коэффициент b (причем $0 < b < 1$) — предельная склонность к потреблению; коэффициент a — некая константа, характеризующая величину потребления при располагаемом доходе, равном нулю, обычно называемая автономным потреблением.

На рис. 18.1 функция потребления представлена в графической интерпретации. Вертикальный отрезок оси ординат, отсекаемый графиком функции потребления, соответствует автономному потреблению. Угол наклона графика (чтобы быть абсолютно точным — тангенс угла наклона — *прим. пер.*) к оси абсцисс характеризует предельную склонность к потреблению.

Сдвиги функции потребления. При прочих равных условиях функция потребления характеризует уровень расходов на потребление, связанный с соответствующим уровнем располагаемого дохода. Здесь под прочими равными условиями понимается следующее: ожидания потребителя, богатство и уровень цен. Изменение хотя бы одного из этих факторов автоматически сдвигает функцию потребления, то есть изменяет величину автономного потребления.

Определяя для себя необходимые затраты на потребительские товары и услуги, семейные хозяйства учитывают не только их настоящие доходы, но и соответствующие ожидания относительно их будущего уровня. Уверенность в своем прочном положении в будущем сдвигает функцию потребления вверх (предполагается, что такие индивиды склонны тратить на потребление более значительные средства). Пессимизм, беспокойство, вызванное угрозой потери работы, обычно вынуждает затрачивать на потребление меньшие суммы. Несомненно и то, что изменения богатства также сказываются на уровне потребления. Например, бум на фондовой бирже вполне может подтолкнуть семейные хозяйства, владеющие акциями, резко повысившимися в цене, увеличить свой уровень потребления отчасти из-за осознания приумножения своего богатства.

Изменение уровня цен также влияет на расходы потребителей, воздействуя как на доходы, так и на богатство. В этой главе последняя причина, инспирирующая сдвиг функции потребления, сознательно не рассматривается. Материал, посвященный этой проблеме, изложен в главе 19.

Другие автономные затраты

Аддитивная постоянная в функции потребления получила название «*автономное потребление*», так как она представляет собой компоненту общих плановых затрат, на которую изменения в доходах влияния не оказывают. В рассматриваемой в этой книге упрощенной модели Кейнса две другие компоненты затрат — запланированные инвестиции и государственные закупки — также рассматриваются как часть автономных затрат.

Руководители и менеджеры тысяч и тысяч фирм составляют инвестиционные планы. Перед каждым из них открывается широкое поле возможностей: увеличить выпуск продукции, уменьшить затраты или путем инвестиций улучшить качество предлагаемых товаров или услуг. Инвестиционные программы могут быть очень обширны — так, например, корпорация «Дженерал Моторс» строит совершенно новое предприятие, рассчитанное на выпуск автомобиля «Сатурн».

Эти программы могут быть и весьма скромны — так небольшой магазинчик приобретает электронный кассовый аппарат. Инвестиционные возможности также включают в себя повышение производительности труда или улучшение обслуживания клиентов путем планового расширения товарно-материальных запасов полуфабрикатов и комплектующих деталей или готовой продукции, предназначенной к использованию.

Реализация того или иного проекта какой-либо фирмой в первую очередь зависит от соотношения вероятных прибылей, которые ожидаются по воплощении проекта в жизнь, и необходимыми затратами. Как будет показано в следующей главе, эти затраты очень критичны к норме процента на инвестируемый капитал. Затраты также зависят от такого тонкого понятия, как *«деловая уверенность»*, — то есть ожиданий фирмы по поводу будущего спроса на товар; соотношения относительных цен на привлекаемые к производству факторы и готовую продукцию; общей экономической ситуации. Однако здесь мы предположим, что систематические изменения национального дохода не влияют на принятие инвестиционных решений, и, таким образом, плановые инвестиционные затраты выступают как автономная компонента общих суммарных затрат.

Определение уровня и объема государственных закупок также требует усилий не одной тысячи людей. На федеральном уровне Президент представляет предлагаемый бюджет на рассмотрение Конгресса. Бюджет охватывает как государственные закупки на предстоящий год, так и налоговые поступления и трансфертные платежи. Конгресс обсуждает план, представленный Президентом, модифицирует и корректирует его, зачастую оказывая давление, столь привычное для демократической процедуры принятия решений, на те или иные его пункты.

Правительственные органы штатов и местные органы самоуправления определяют свои бюджеты схожим образом. Конечно, официальные лица в принятии решений руководствуются не только политическими мотивами, но и учитывают такие экономические факторы, как норма процента, темп инфляции и состояние экономики. Однако связь и влияние экономических параметров в механизме государственных закупок столь неопределенна, что обычно на практике эти расходы также рассматриваются в качестве автономных затрат.

Графическая интерпретация плановых затрат

Потребление, плановые инвестиции и государственные закупки в сумме составляют совокупные плановые затраты. Графическая зависимость, связывающая затраты с уровнем национального дохода, приведена на рисунке 18.2. График плановых затрат строится в три этапа. Первый этап представляет собой зависимость роста потребления (C — на рис. 18.2) по мере роста национального дохода (в степени, однако, меньшей, чем его суммарный рост — вспомним о предельной склонности к потреблению). Как и график функции потребления (рис. 18.1), этот график отсекает вертикальный отрезок от оси ординат, а тангенс угла его наклона к оси абсцисс меньше единицы.

Второй этап построения графика плановых затрат состоит в учете плановых инвестиций. В принятом допущении мы считаем плановые инвестиции автономными затратами, и таким образом, построив зависимость плановых инвестиций (I) добавляется к потреблению при всех уровнях дохода. График функции $C + I$ (потребление плюс плановые инвестиции) параллельно сдвинут вверх относительно графика функции потребления. Расстояние между этими двумя линиями характеризует уровень плановых инвестиций. Третий этап построения графика плановых затрат состоит в учете государственных закупок

(G), которые добавляются аналогичным образом и на основании аналогичных рассуждений. В итоге общие плановые затраты при всех уровнях национального дохода представляются в виде графика $C + I + G$ (рис. 18.2).

Чистые налоги

На этот момент в наши рассуждения не включалось понятие чистых налогов. Вспомним, что функция потребления (представленная на рис. 18.1 и аналитически выраженная уравнением 18.1) связывает потребление зависимостью от *располагаемого дохода*. И наоборот, функция потребления (представленная на рис. 18.2) связывает потребление зависимостью от *национального дохода*. Поскольку располагаемый доход есть доход национальный за вычетом чистых налогов, они в любом случае (кроме равенства чистых налогов нулю) не будут равны друг другу. Если чистые налоги нулю не равны — а в экономике США они очень от него далеки — то угол наклона функции потребления и вертикальный отрезок оси ординат ею отсекаемый изменяются при переходе значения оси абсцисс от располагаемого дохода к национальному.

В этом случае, чтобы увидеть изменение графика функции потребления, необходимо принять во внимание два вида налогов и трансфертные платежи. Некоторые налоги — например, имущественный налог — не изменяются при изменении дохода. Аналогично сохраняют неизменность и некоторые трансфертные платежи — например, пособия и пенсии по возрасту для федеральных служащих. Разность между налогами и трансфертными платежами, не зависящая от величины дохода, называется автономными чистыми налогами. Другие

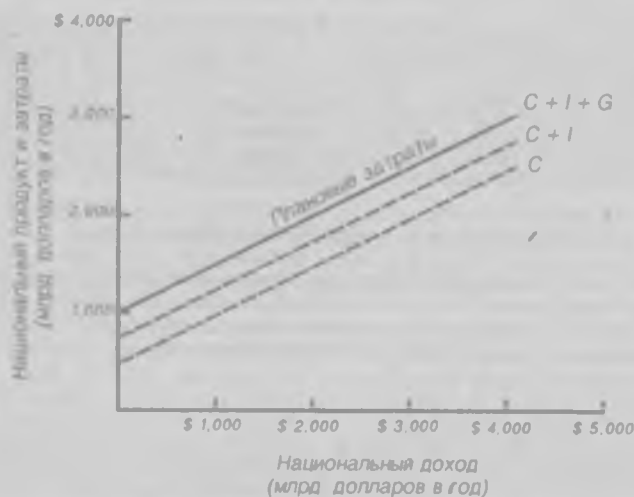


Рис. 18.2 Графическая интерпретация плановых затрат

Плановые затраты состоят из трех элементов: потребления (C), плановых инвестиций (I) и государственных закупок (G). Поскольку в этом случае по оси абсцисс представлен национальный (а не располагаемый) доход, функция потребления представлена в виде, учитывающем чистые налоги. Если a — параметр, учитывающий автономные чистые налоги, b — предельная налоговая ставка подоходного налога и налога с заработной платы, то уравнение, связывающее эти параметры с потреблением, выглядит следующим образом $C = a - bY + b(1 - t)Y$.

налоги с изменением уровня дохода претерпевают изменения. Характерные примеры — подоходный налог и налог на социальное страхование. Точно так же некоторые виды трансфертных платежей меняются в зависимости от изменений национального дохода. Самый запоминающийся пример — пособие по безработице. Учитывая все виды налогов и трансфертных платежей, взаимная связь между чистыми налогами и национальным доходом выглядит так:

$$T = s + tY. \quad (18.2)$$

В уравнении (18.2) T — величина общих чистых налогов, Y — национальный доход, s — автономные чистые налоги, а t — предельная налоговая ставка, то есть доля каждого добавочного доллара национального дохода, изымаемая в виде чистых налогов.

Поскольку располагаемый доход равняется национальному доходу минус чистые налоги, объединим уравнение 18.2 и уравнение 18.1, выражая функцию потребления в зависимости от национального дохода:

$$C = a + b[Y - (s + t)Y]. \quad (18.3)$$

Упрощая, имеем:

$$C = a - bs + b(1 - t)Y. \quad (18.4)$$

Добавление в уравнение (18.4) плановых инвестиций и государственных закупок даст нам полное уравнение, связывающее плановые затраты с введенными параметрами:

$$E_p = (a - bs + I + G) + b(1 - t)Y, \quad (18.5)$$

где E_p — уровень плановых затрат, I — плановые инвестиции, а G — государственные закупки.

Константы, сгруппированные в круглых скобках уравнения (18.5), — суть автономные факторы, влияющие на плановые затраты: автономное потребление, плановые инвестиции, государственные закупки и автономные чистые налоги. Заметим, что параметр s , характеризующий уровень автономных чистых налогов, имеет отрицательный знак, так как его увеличение сокращает плановые затраты. Произведение автономных чистых налогов (s) и предельной склонности к потреблению (b) присутствует в уравнении (18.5), потому что увеличение автономных налогов на 1 доллар уменьшает располагаемый доход также на 1 доллар, но потребление уменьшается лишь на ту часть этого доллара, которая характеризуется предельной склонностью к потреблению.

Обозначая общие суммарные автономные расходы как A ($A = a - bs + I + G$), перепишем уравнение плановых затрат в более компактной форме:

$$E_p = A + b(1 - t)Y. \quad (18.6)$$

Такая форма представления уравнения плановых затрат четче иллюстрирует то обстоятельство, что вертикальный отрезок оси ординат, отсекаемый графиком функции плановых затрат, сопоставляется с автономными затратами, а также тангенс угла наклона к оси абсцисс этого графика ($b(1 - t)$) численно равен произведению предельной склонности к потреблению на ту часть каждого добавочного доллара национального дохода, которая осталась в распоряжении семейных хозяйств после вычета чистых налогов.

Сдвиги плановых затрат (графическая интерпретация). Уравнение 18.6 показывает изменение плановых затрат в зависимости от изменений националь-

ного дохода. То есть в графической интерпретации изменение национального дохода соответствует движению вдоль кривой плановых затрат (рис. 18.2). Если плановые затраты изменяются по причинам иным, нежели изменение национального дохода, это вызывает сдвиг графика этой функции.

Например, рост любой из компонент автономных затрат (будь то рост инвестиций, вызванный растущей уверенностью бизнесменов в прочности экономического положения, или государственных закупок, вызванных финансированием строительства новой железной дороги) сдвинет график функции плановых затрат, не изменяя угол ее наклона к оси абсцисс. Уменьшение любой из перечисленных компонент вызывает аналогичный сдвиг вниз.

К сдвигу графика функции плановых затрат без изменения угла ее наклона также приводит и изменение величины автономных чистых налогов. Таким образом, рост имущественных налогов или уменьшение автономных трансфертных платежей сдвинет график вниз, тогда как уменьшение имущественных налогов или увеличение автономных трансфертных платежей вызовет сдвиг в противоположном направлении. И, наконец, наклон рассматриваемого графика функции плановых затрат может измениться лишь при изменении величины предельной склонности к потреблению (b) или предельной налоговой ставки (t).

Определение уровня равновесия национального дохода

Рассмотренный выше график функции плановых затрат связывает их уровень со всеми возможными уровнями национального дохода, однако ничего не сообщает нам о вероятном равновесии уровня национального дохода. Чтобы определить уровень равновесия национального дохода, необходимо объединить график функции плановых затрат с двумя, ранее встречавшимися нам, следствиями экономических законов. Первое из них: экономическая система находится в равновесии тогда и только тогда, когда плановые затраты равны национальному продукту (только в этом случае не происходит внеплановых изменений товарно-материальных запасов). Второе: так как кругооборот доходов и продуктов жестким образом связывает эти два экономических параметра, национальный доход всегда равен национальному продукту.

Кейнсианский крест. На рисунке 18.3 представлена целостная картина экономической системы. График функции плановых затрат полностью соответствует своему аналогу, приведенному на рисунке 18.2. Кроме того, второй график показывает взаимную зависимость уровня национального продукта для каждого конкретного уровня национального дохода. Так как национальный доход всегда равен национальному продукту, графически эта зависимость (в соответствующих координатных осях) представляет собой прямую линию, берущую начало в начале координат и являющуюся биссектрисой первого координатного угла.

Эти два пересекающихся графика образуют диаграмму, называемую «кейнсианским крестом». Точка пересечения этих графиков (на рисунке — 2000 млрд. долларов) фиксирует один-единственный уровень национального дохода, при котором плановые затраты равны национальному продукту. Эта точка и есть искомый уровень равновесия национального дохода.

Отклонения от равновесия и внеплановые инвестиции. Как показано ранее, экономическая система не сможет достичь равновесия при любом другом уровне национального дохода, так как в этом случае планы покупателей не будут сопрягаться с действиями производителей. Предположим (опираясь на

рассмотренный нами пример), что национальный доход составляет 3000 млрд. долларов, а не 2000 млрд. долларов. Увеличение национального дохода на 1000 млрд. долларов не приведет к увеличению плановых затрат на ту же самую величину. Некоторая часть дополнительного дохода уйдет в сбережения, еще какая-то часть — правительству в виде подоходного налога. Опираясь на рисунок 18.3 и принимая во внимание как сбережения, так и налоги, видно, что при национальном доходе в 2000 млрд. долларов суммарные общие плановые затраты составят только 2500 млрд. долларов. Это будет означать, что фирмы и деловые предприятия произведут товаров и услуг на 500 млрд. долларов больше, чем планируется закупить.

Что же произойдет с этими избыточными товарами? Они, естественно, не исчезнут и будут накапливаться как внеплановые добавки к товарно-материальным запасам фирм, которые производят или реализуют эти товары. Но как только фирмы обнаруживают ошибочность своих планов, они подвергают их корректуре. Пытаясь остановить нежелательное накопление товарно-материальных запасов, они сокращают выпуск продукции. Национальный продукт и, следовательно, национальный доход в этом случае упадут. Экономическая система начнет сдвигаться назад к уровню равновесия национального дохода, равному 2000 млрд. долларов, приводя в исходное положение суммарные плановые затраты и национальный продукт.

Предположим, что национальный доход не только не вырос, но, наоборот, упал на 500 млрд. долларов ниже своего уровня равновесия. Как и ранее,



Рис. 18.3 Кейнсианский крест

На данном рисунке к знакомому нам графику функции плановых затрат (рис. 18.2) добавлен еще один график, показывающий взаимную зависимость уровня национального продукта с конкретным уровнем национального дохода. Второй график представляет собой прямую линию, берущую начало в начале координат и являющуюся биссектрисой первого координатного угла (линия равенства национального дохода и национального продукта). Фигура, образованная этими двумя графиками, обычно называется «кейнсианским крестом». Точка пересечения двух графиков определяет уровень равновесия национального дохода, то есть такой уровень национального дохода, при котором плановые затраты равны национальному продукту.

уменьшение национального дохода на указанную величину не вызовет адекватного уменьшения плановых затрат. Расходы, как это видно из рисунка 18.3, упадут лишь на 250 млрд. долларов. Другая часть потерянного дохода уменьшит сбережения и налоговые выплаты.

При уровне национального дохода, равного 1500 млрд. долларов, суммарные плановые затраты превысят национальный продукт на 250 млрд. долларов. Покупатели будут покупать больше товаров, нежели фирмы будут их производить. Дополнительные товары для удовлетворения покупательского спроса взять будет неоткуда, кроме как из товарно-материальных запасов, хотя фирмы и не планировали уменьшить их количество. В ответ на нежелательное истощение товарно-материальных запасов, фирмы и деловые предприятия увеличат выпуск продукции. Эти действия увеличат национальный доход и национальный продукт. Это будет «подтягивать» экономическую систему к прежнему равновесному уровню национального дохода, равному, 2000 млрд. долларов, прекращая тем самым неплановое истощение товарно-материальных запасов.

Мультипликативный эффект

«Кейнсианский крест» иллюстрирует воздействие любого фактора, изменяющего уровень плановых затрат, на уровень национального дохода. Предположим, что начиная с уровня, равного 2000 млрд. долларов, плановые инвестиции возрастают на 500 млрд. долларов. Это проиллюстрировано на рис. 18.4 как сдвиг вверх графика функции плановых затрат из положения PE_1 в положение PE_2 .

Сначала (до того момента, как фирмы и деловые предприятия скорректируют выпуск своей продукции) рост запланированных инвестиций создает неплановое истощение товарно-материальных ресурсов. На рисунке абсолютная величина истощения запасов определяется как разрыв между новым графиком плановых затрат и графиком национального продукта в точке, соответствующей его уровню в 2000 млрд. долларов. Однако вскоре фирмы и деловые предприятия начинают реагировать на неплановые изменения товарно-материальных запасов. С ростом выпуска их продукции национальный доход начинает расти. Естественно, что часть каждого добавочного доллара дохода идет на потребление, но другая — на сбережения и налоги. В результате разрыв между графиком плановых затрат и графиком национального продукта сужается по мере роста национального дохода. Когда национальный доход достигнет уровня 3000 млрд. долларов, разрыв сократится полностью, и экономическая система достигает нового положения равновесия.

Мультипликатор затрат. Изменение уровня равновесия национального дохода в степени большей, чем вызвавшее его изменение исходного уровня автономных затрат — ключевой момент кейнсианской модели макроэкономического равновесия. Это понятие в макроэкономической теории известно как мультипликативный эффект. Отношение абсолютных величин уровня нового равновесия национального дохода к уровню автономных затрат, его вызвавших, в свою очередь известно как мультипликатор затрат. В примере, показанном на рисунке 18.4, национальный доход вырос на 1000 млрд. долларов в ответ на рост инвестиции, равный 500 млрд. долларов. Таким образом, в этом случае мультипликатор затрат равен 2,0.

Величина мультипликатора затрат зависит от угла наклона к оси абсцисс графика функции плановых затрат и, соответственно, от установленных ранее закономерностей — предельной склонности к потреблению и предельной налоговой ставки. Чем больше угол наклона графика плановых затрат, тем

больше абсолютная величина мультипликатора затрат. В аналитической форме, обозначая мультипликатор затрат M_c , можно записать:

$$M_c = \frac{1}{1 - b(1 - t)} \quad (18.7)$$

Заметим, что выражение $b(1 - t)$ в знаменателе дроби в правой части уравнения (18.7) — это тангенс угла наклона графика плановых затрат к оси абсцисс, что было установлено ранее в процессе исследования уравнения (18.6).

Другие изменения автономного потребления

Мультипликативный эффект действует в обоих направлениях изменений плановых инвестиций. Трансформируем наш предыдущий пример. Предположим, считая равновесный уровень национального дохода в 2000 млрд. долларов опорным, что плановые инвестиции не возросли на 500 млрд. долларов, а сократились на ту же сумму. В этом случае график плановых затрат сдвигается вниз. Сначала, до изменения планов выпуска продукции, недостаточный спрос окажется не в состоянии поглотить все произведенные на сумму 2000 млрд. долларов товары. Хотя и против первоначальных планов фирм и

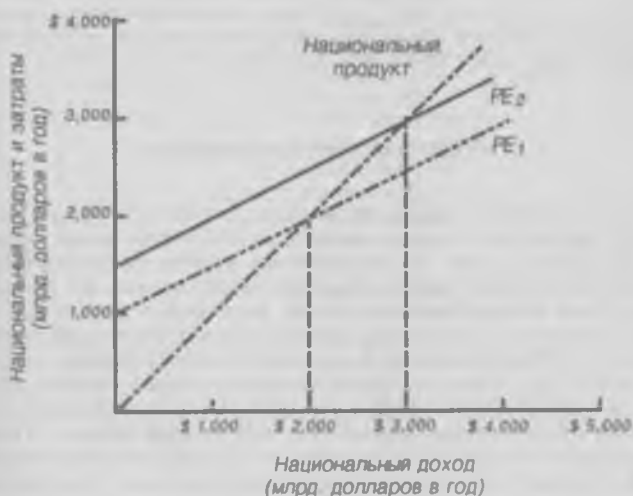


Рис. 18.4 Мультипликативный эффект

«Кейнсианский крест» также иллюстрирует влияние изменения автономных затрат на уровень равновесия национального дохода. В данном случае, считая график плановых затрат PE_1 опорным, предполагаем далее, что плановые инвестиции возрастают на 500 млрд. долларов. Это сдвинет график плановых затрат вверх — на уровень PE_2 . График плановых затрат PE_2 пересекает график национального продукта на уровне, который на 1000 млрд. больше предыдущего уровня равновесия. Изменение уровня равновесия национального дохода в степени большей, чем вызвавшее его изменение исходного уровня автономных затрат, известно как мультипликативный эффект. Мультипликатором затрат называется отношение абсолютных величин уровня нового равновесия национального дохода к уровню автономных затрат, его вызвавших. График, представленный на этом рисунке, построен исходя из величины мультипликатора затрат, равного 2,0.

деловых предприятий, неизбежно произойдут внеплановые инвестиции в товарно-материальные запасы. Естественно, что в этих условиях фирмы начнут сокращать выпуск продукции, так что национальный доход и национальный продукт начнут падать. Новый уровень равновесия установится только тогда, когда национальный доход уменьшится на величину, равную произведению мультипликатора затрат на автономное изменение в инвестициях, то есть на 100 млрд. долларов.

Изменения в автономном потреблении могут также сдвинуть график функции плановых затрат, тем самым компенсируя в определенной степени последствия многочисленных расширений и сжатий экономической системы в ходе ее развития по фазам деловых циклов. Дело в том, что потребители не делят свой располагаемый доход на сбережения и затраты каждый месяц или год одинаковым образом. Этот весьма скользкий, трудно поддающийся оценке, фактор (в обиходе иногда называемый «потребительской уверенностью») способен в некоторых случаях резко сдвинуть вверх функцию потребления. Так как потребление занимает в структуре национального дохода почти две трети его общего объема и, учитывая мультипликативный эффект, увеличение потребления всего на один процент может вызвать скачок в темпах экономического роста в значительно большей степени. В экономической системе, темпы роста которой составляют около трех процентов в год, — вполне реальная средняя величина, — внезапное резкое увеличение потребления становится весьма существенным фактором ее функционирования. Равно как возросшая «потребительская уверенность» способна вызвать бурный экономический рост, так и ее падение может затормозить темпы экономического развития.

Практические приложения

Обсуждение проблем инфляции и спада, начатое в предыдущей главе, существенно расширяется ввиду установленной связи между изменениями уровня автономных затрат и изменениями уровня национального дохода. Сопоставление этих точек зрения позволяет предположить, что экономический спад может быть инспирирован не только ошибками в проведении денежно-кредитной политики, в частности, резким сокращением количества денег, находящихся в обращении, но и уменьшением потребления или инвестиционных затрат. Дж. Кейнс и его последователи вообще считали уменьшение уровня автономных инвестиций основной причиной, разразившейся в тридцатые годы Великой Депрессии (см. раздел 18.1. «Из истории денег»). Такой взгляд на положение вещей предполагает также, что расширение деловой активности может быть вызвано ростом автономных затрат, равно как и ростом количества денег, находящихся в обращении.

В то же самое время кейнсианская модель указывает не только новые источники нестабильности экономических систем, но и новые механизмы стабилизационной политики — так называемую фискальную политику, регулируемую величинами чистых налогов и государственных закупок.

Дж. Кейнс и его эпигоны усматривали внабегу «укротить» или хотя бы смягчить последствия делового цикла посредством планомерного проведения контрциклической фискальной политики. По их мнению, при угрозе экономического спада правительство может оказать этому явлению противодействие, сокращая налоги, увеличивая трансфертные платежи или повышая расходы на оборону, развитие инфраструктуры либо другие цели. Наоборот, при угрозе

18.1 Из истории денег

ИНВЕСТИЦИИ, ЗАТРАТЫ И ВЕЛИКАЯ ДЕПРЕССИЯ

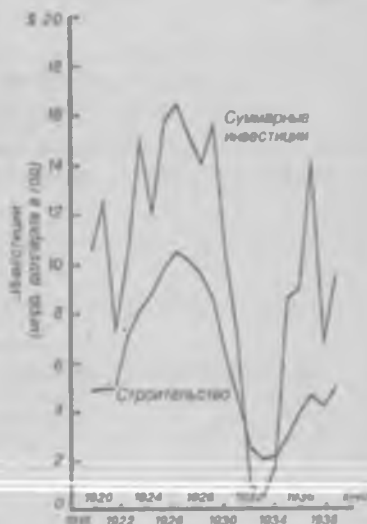
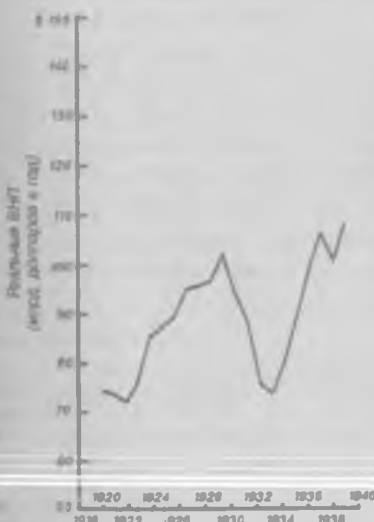
Начало Великой Депрессии ознаменовалось четырехлетним (с 1929 по 1933 г.) экономическим спадом, в течение которого реальный ВВП уменьшился почти на 30%. Экономическая система полностью восстановилась от потрясений только в 1939 г. Сторонники кейнсианского направления указывали в качестве причины подобного развития экономической системы резкое сокращение, граничащее с коллапсом, инвестиционных расходов, усиленное мультипликативным эффектом.

Наиболее значительным самостоятельным компонентом инвестиций является строительство и строительная индустрия. В середине двадцатых годов промышленное, а особенно жилищное, строительство расцветало. Однако далее этот рынок отошел на второй план, а инвестиции в эту область резко упали. В 1933 г. они составляли одну пятую от уровня, соответствующего предыдущему пику делового цикла. Согласно

ряду наблюдателей, инвестиции сократились и в других областях из-за чрезмерного развития таких отраслей, как автомобилестроение и сопутствующие ему производства. Как показывают представленные графики, уровень суммарных инвестиций в 1933 г. упал практически до нуля. Мультипликативный эффект способствовал тому, что резкое сокращение инвестиций сопровождалось еще большим уменьшением уровня ВВП.

На представленных ниже графиках приведен уровень ВВП и инвестиций в реальном долларовом исчислении, соответствующем 1929 году. Если бы эти графики были построены в номинальных единицах, рассматриваемые процессы 1929—1933 г.г. были бы еще разительней, так как уровень цен за это время также упал.

Источник: Peter Temin, *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (New York: W. W. Norton, 1976), Table 1.



инфляции правительство может повысить налоги, уменьшить трансфертные платежи, либо отложить планировавшиеся государственные закупки. Если бы власть имущие творцы экономической политики в точности следовали предложенной стратегии, экономическая система стала бы независимой от того, что сам Кейнс называл «зверинным чутьем», необходимо присущим деловой и потребительской уверенности.

За полвека со времени выхода в свет основных трудов Дж. Кейнса экономика США счастливо избежала глубочайших спадов, равных по воздействию Великой Депрессии, длившейся десятилетие. Вполне вероятно, что заслуга в этом отчасти принадлежит федеральному правительству, его все возрастающей силе и желанию использовать экономические рычаги, которыми оно располагает. Но деловой цикл с присущими ему особенностями вовсе не «укошен». Со Второй мировой войны девять коротких, но далеко не безболезненных, спадов имели место в экономике США. В семидесятые годы американскую экономику охватил самый неприятный приступ инфляции, чем когда-либо ранее имевший место в экономике мирного времени. Подытожив, можно сказать, что давняя мечта Дж. Кейнса о стабилизации экономики посредством проведения целенаправленной налогово-бюджетной — фискальной, — политики не стала реальностью наших дней.

Более подробное исследование этих вопросов требует дальнейшего расширения рассматривавшейся модели. Следующая глава добавит в наше исследование кейнсианской мультипликативной модели денежный фактор, а также снова введет в обиход норму процента, как параметр, воздействующий на скорость обращения денег в движении доходов. Эти процедуры дадут возможность полностью интегрировать кейнсианскую модель и модель совокупного предложения и спроса. Разработанная модель в свою очередь послужит основой изучения стратегий проведения стабилизационной политики, что представлено в главе 20.

Глава 19

ДЕНЬГИ И ДОХОД В КЕЙНСИАНСКОЙ МОДЕЛИ

После изучения настоящей главы, вы сможете:

- Объяснить, как нормы процента влияют на плановые инвестиции и, в свою очередь, на уровень равновесия номинального национального дохода
- Показать, каким образом происходит взаимодействие предложения и спроса на деньги, определяющее соотношение между номинальным национальным доходом и нормами процента.
- Обсудить точку зрения сторонников и противников кейнсианской теории относительно эффективности денежно-кредитной политики как регулятора экономики.
- Обсудить влияние фискальной (налогово-бюджетной) политики и «эффекта вытеснения».
- Использовать IS-LM модель для выведения кривой совокупного спроса.
- Показать влияние фискальной политики в IS-LM модели с гибкими ценами.
- Показать влияние денежно-кредитной политики в IS-LM модели с гибкими ценами

В настоящей главе, после краткого отсутствия, деньги вновь возвращаются в орбиту наших интересов. Глава начинается толкованием роли денег в кейнсианской макроэкономической модели. После соответствующих обсуждений на страницах этой главы мы обратимся к вопросам, связанным с денежно-кредитной и фискальной политикой, и их координации. Далее, мы расширим рассматриваемую базовую модель рядом положений, представленных сторонниками монетаристского направления и другими экономистами, чьи взгляды лежат в стороне от кейнсианской традиции.

В начале главы мы будем придерживаться допущения о постоянстве уровня цен. Это означает, что все изменения в национальном доходе и национальном продукте исчисляются в реальных единицах, а номинальная норма процента равна реальной норме. Затем мы опять обратимся к взаимной связи кейнсианской модели и модели совокупного спроса и предложения с гибкими ценами.

НОРМЫ ПРОЦЕНТА, ИНВЕСТИЦИИ И НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОХОД

Глава 18 рассматривала плановые инвестиции как автономную компоненту общих затрат, то есть такую компоненту, на которую изменения в национальном доходе непосредственного влияния не оказывают. Мы лишь отметили, что решения об инвестициях требуют взвешенного подхода, учитывающего выгоды от каждого инвестиционного проекта (его воздействия на продажу продукции, качества товаров и эксплуатационных расходов) в сравнении с затратами на его финансирование и реализацию. Теперь мы более подробно остановимся на этом этапе инвестиционных решений.

Инвестиционные решения

Рассмотрим пример. Фирма — производитель бытовой техники задумывает приобрести роботизированный комплекс, окрашивающий поверхность изделий; ценой в 1 млн. долларов. Принимая во внимание заработную плату оператора, обслуживающего комплекс, и жалование рабочих, которых заменит это автоматическое устройство, а также расходы на эксплуатацию комплекса, его амортизацию и, учитывая повышение качества производимых товаров, фирма оценивает экономию от внедрения этой машины в 120 тыс. долларов в год. Стоит ли тратить 1 млн. сегодня, чтобы каждый год экономить 120 тыс. в будущем?

Альтернативная стоимость инвестиций. Ответ на поставленный вопрос зависит от альтернативной стоимости получения 1 млн. долларов этой фирмой. Если фирме для этого приобретения придется брать ссуду, альтернативная

стоимость будет отражать норму процента, взимаемого кредитором. Если фирма планирует истратить свои собственные денежные средства, альтернативная стоимость определяется доходом, который это предприятие могло бы получить, используя 1 млн. долларов на альтернативные, возможно более прибыльные, цели. Например, если бы фирма приобрела облигации федерального правительства США, то альтернативная стоимость вложения капитала в приобретение нового комплекса, была бы равна рыночной норме процента прибыли на эти ценные бумаги. Обобщая, можно сказать, что независимо от характера средств (взяты в заем или собственные средства инвестора) их альтернативная стоимость соответствует преобладающей на рынке норме процента¹.

Предположим, что в рассматриваемом нами случае норма процента составляет 10% годовых. Это означает, что каким-либо способом фирма сможет получить 100 тыс. долларов в год, связав свои средства в размере 1 млн. долларов, предназначавшиеся на покупку роботизированного комплекса. Так как эта сумма меньше 120 тыс. долларов, которые фирма сможет ежегодно экономить, внедрив новинку, то безусловно этот инвестиционный план заслуживает претворения в жизнь.

Внедрив этот комплекс, фирма задумывает дальнейшие инвестиционные мероприятия. Возможно следует автоматизировать производственное помещение, где готовые изделия упаковываются в коробки для транспортировки? Изучение вопроса показывает, что автоматическая линия для упаковки будет стоить фирме 500 тыс. долларов, а прибыль, которую она может принести, составляет 40 тыс. в год. Видно, что прибыль, полученная в этом случае, меньше чем альтернативная стоимость, составляющая 50 тыс. долларов в год. При норме процента, равной 10%, автоматическая упаковочная линия не выгодна для ее приобретения, но при более низкой процентной ставке это мероприятие может принести барыши. Например, при норме процента, равной 7% годовых, заем в 500 тыс. долларов будет стоить только 35 тыс. долларов в год, и эта инвестиция окажется выгодным помещением средств для фирмы.

График плановых инвестиций. Из рассмотренного примера следуют два вывода. Во-первых, экономическая система представляет для инвестиций много различных возможностей, причем одни из них более выгодны, чем другие. Во-вторых, чем ниже норма процента (при прочих равных условиях), тем выше уровень инвестиционных расходов, которые будут выгодны инвестору. Эти выводы в графической форме представлены на рисунке 19.1. Представленный на этом рисунке график плановых инвестиций демонстрирует, что в экономической системе при прочих равных условиях уменьшение процентных ставок ведет к повышению уровня плановых инвестиций.

Смещения графика плановых инвестиций. График плановых инвестиций, представленный на рисунке 19.1, смещается в том случае, когда факторы, скрытые в предыдущем разделе под общей и неконкретной формулировкой «при прочих равных условиях», изменяются. Ожидания относительно будущих условий на рынке представляют собой один из важнейших факторов, который

¹ Вспомним, что в практической жизни не существует единой нормы процента, а наоборот — целое семейство различных процентных ставок по краткосрочным и долгосрочным ссудам, облигациям, коммерческим ценным бумагам и т. д. Финансисты и управляющие фирм в силу своих служебных обязанностей выбирают наиболее выгодный источник вложения денежных средств, ориентируясь на существующие процентные ставки. Когда конкретная норма процента интегрируется в экономическую модель в качестве переменной величины, ее следует рассматривать как некий символ, сопоставляемый с характерной нормой процента из всего ее многообразия, существующего на финансовых рынках. — *прим. автора.*

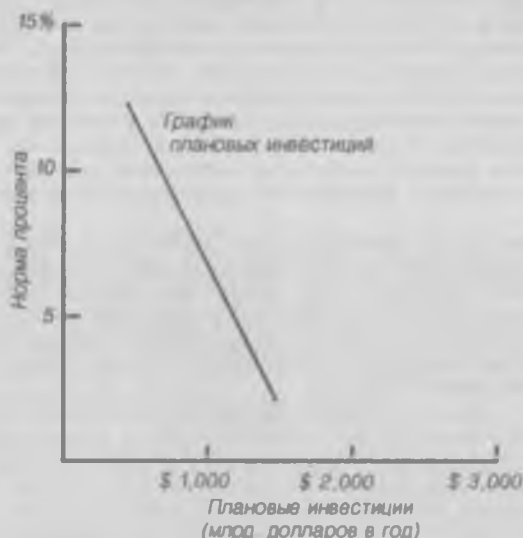


Рис. 19.1. График плановых инвестиций

Экономическая система предоставляет массу возможных вариантов для осуществления инвестиционных проектов, которые различаются по степени выгоды. При прочих равных условиях снижение нормы процента уменьшает альтернативную стоимость инвестиции, повышая тем самым их планируемый уровень, который, по мнению инвесторов, признается выгодным. График плановых инвестиций, приведенный на данном рисунке, иллюстрирует эту тенденцию, согласно которой плановые инвестиции растут по мере уменьшения нормы процента.

может вызвать смещение графика плановых инвестиций. Например, если «деловая уверенность» усиливается, а фирмы и деловые предприятия ожидают, что спрос на их продукцию возрастет, инвестиционные проекты расширения производственных мощностей становятся все более привлекательными и заманчивыми. Приведем другой пример: фирмы ожидают, что цены на жидкое топливо возрастут относительно цен на уголь. В этом случае самого пристального внимания заслуживают инвестиции на переоборудование соответствующих систем с жидкого топлива на твердое. Резюмируя, можно сказать, что оптимистический прогноз на будущее смещает график плановых инвестиций вправо, пессимистический — влево.

Кривая IS

График плановых инвестиций показывает влияние нормы процента на уровень плановых инвестиций. В предыдущей главе мы видели, что изменение уровня плановых инвестиций влияет на уровень равновесия национального дохода. Объединение этих закономерностей устанавливает взаимную связь между нормой процента и национальным доходом. На рисунке 19.2 представлена графическая зависимость этих параметров. В части (а) рисунка 19.2 представлен график плановых затрат, часть (б) — «кейнсианский крест», а в

части (с) представлена новая, ранее не встречавшаяся диаграмма, связывающая уровень национального дохода (ось абсцисс) с нормой процента (ось ординат).

График, представленный в части (а) — график плановых инвестиций, — показывает соответствие каждой конкретной норме процента определенного уровня плановых инвестиций (как и ранее, считаем все прочие условия равными). Норма процента = 10% (R_1) соответствует уровню плановых инвестиций в 500 млрд. долларов (I_1), 5% (R_2) — 1000 млрд. долларов (I_2), и так далее. Переходя от части (а) к части (б) по пунктирным линиям, устанавливаем, что каждый конкретный уровень плановых инвестиций соответствует определенному уровню национального дохода (считая неизменными уровни автономного потребления государственных закупок). При уровне плановых инвестиций I_1 график функции плановых затрат отмечен на рисунке $C+I_1+G$, а соответствующий ему равновесный национальный доход составляет 1000 млрд. долларов (Y_1); при уровне плановых инвестиций I_2 график функции плановых затрат смещается вверх (отмечен на рисунке $C+I_2+G$), а соответствующий ему равновесный национальный доход возрастает до 2000 млрд. долларов (Y_2). Далее переносим каждую норму процента из части (а) в часть (с) рассматриваемого рисунка, и, соответственно, каждый конкретный равновесный уровень национального дохода из части (б) в часть (с). В части (с)

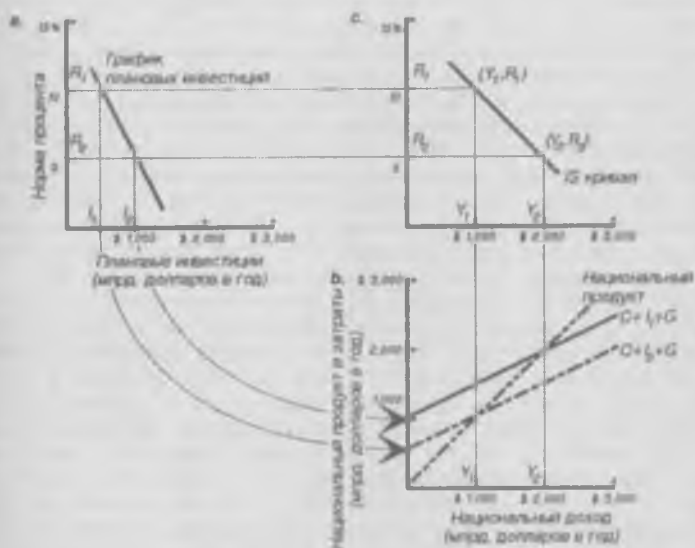


Рис. 19.2 Кривая IS

График плановых инвестиций, представленный в части (а) данного рисунка, показывает, что низкие нормы процента соответствуют высокому уровню плановых инвестиций. Когда инвестиции возрастают с уровня I_1 и I_2 , график плановых затрат смещается вверх (часть (б)). Это, в свою очередь, повышает уровень равновесия национального дохода с Y_1 до Y_2 (часть (с) рисунка). Таким образом, низкая норма процента соответствует высокому уровню национального дохода и наоборот — что иллюстрирует наклонная кривая IS. Кривая IS — это геометрическое место точек равновесия на рынках товаров (то есть все точки этой кривой — это точки равновесия на рынках товаров).

таким образом строится прямая линия, проходящая через точки (Y_1, R_1) и (Y_2, R_2) .

Каждая точка, принадлежащая прямой линии, построенной в части (с), является возможной точкой равновесия экономической системы на рынках товаров. (То есть эта линия есть геометрическое место точек равновесия экономической системы на рынках товаров — *прим. пер.*) Эта линия вполне могла бы быть названа кривой равновесия рынка товаров, но согласно установившейся традиции ее называют кривой IS. (В аббревиатуре IS, I означает инвестиции, а S — сбережения, то есть в названии отражены источники денежных средств, из которых фирмы и деловые предприятия осуществляют инвестиционные мероприятия.) Точка (Y_1, R_1) на кривой IS показывает, что при процентной ставке, равной 10%, уровень равновесия национального дохода составит 1000 млрд. долларов (Y_1). Более низкая норма процента повышает плановые инвестиции и смещает график плановых затрат вверх, повышая тем самым равновесный уровень национального дохода. Таким образом оказывается, что точка (Y_2, R_2) лежит на рассматриваемом графике ниже и правее точки (Y_1, R_1) .

Естественно, что использование иных процентных ставок в качестве исходных даст другие точки равновесия, принадлежащие кривой IS. Отметим, однако, что равновесие на рынках товаров не может наступить в любой точке вне построенной кривой IS (при заданных уровнях автономного потребления и государственных закупок). Например, экономическая система не могла бы находиться в равновесии при национальном доходе Y_2 , а норме процента выше чем R_2 , поскольку более высокая процентная ставка сократила бы уровень плановых инвестиций. Уменьшение плановых инвестиций привело бы к незапланированному накоплению товарно-материальных запасов, и, соответственно, национальный доход начал бы снижаться относительно своего уровня Y_2 . Подобным же образом экономическая система не может находиться в положении равновесия при национальном доходе, равном Y_1 , а процентной ставке ниже чем R_1 . Более низкая процентная ставка стимулировала бы инвестиционные процессы, что привело бы к незапланированному истощению товарно-материальных запасов, и соответствующая реакция фирм и деловых предприятий повысила бы национальный доход выше отметки Y_1 .

Сдвиги кривой IS. На рисунке 19.2 кривая IS построена исходя из ряда предпосылок и допущений об уровнях автономного потребления, государственных закупок, чистых налогах и форме графика функции плановых инвестиций. Изменение какого-либо из этих факторов приводит к смещению кривой IS. Положим, что повышение уверенности в прочности будущего экономического положения смещает график функции плановых инвестиций вправо. Это означает, что при любой заданной процентной ставке уровень плановых инвестиций будет больше прежнего уровня, что соответственно повысит уровень плановых затрат и приведет в итоге национальный доход к новому, более высокому, уровню равновесия. Таким образом, смещение графика функции плановых инвестиций вправо в ту же сторону сдвигает кривую IS. Нетрудно видеть, что потеря уверенности в будущем экономической системы приведет к обратному результату (смещению этих графиков влево).

Изменения в государственных закупках также отражаются на положении кривой IS. Положим, что государственные закупки возросли. При прочих равных условиях это сдвинет кривую плановых затрат вверх, даже если норма процента и плановые инвестиции останутся на неизменном уровне. Результатом этого процесса явится более высокий равновесный уровень национального дохода (для любой заданной нормы процента). В графической интерпретации

рост государственных закупок сдвинет кривую IS вправо, равно как их уменьшение — влево.

И, наконец, изменение в потреблении также способно переместить кривую IS. Рост «потребительской уверенности» влияет на автономное потребление и сдвигает кривую IS вправо, аналогично повышению «деловой уверенности»; уменьшение автономного потребления при потере уверенности приведет к обратным результатам. Кроме того, в главе 18 мы установили, что потребление зависит от величины налогообложения. При росте чистых налогов падает располагаемый доход, а с его уменьшением сокращается и потребление — кривая сместится влево. Если чистые налоги сократятся, располагаемый доход и потребление возрастут, а кривая IS сдвинется вправо.

Кривая LM

Кривая IS устанавливает взаимную связь между нормами процента и национальным доходом, выведенную на основании кейнсианской макроэкономической модели равновесия на рынках товаров (глава 18). Далее мы обратимся к второму важному соотношению нормы процента и национального дохода, которое основывается на модели равновесия на рынках денег (глава 16). На рисунке 19.3 приведена графическая интерпретация процессов, происходящих на рынках денег.

Часть (а) рисунка 19.3 — знакомая нам диаграмма, представляющая условия функционирования рынка денег. На ней приведены вертикальная кривая предложения денег (MS) и две кривые спроса на деньги, соответствующие некоторому определенному уровню национального дохода. Кривая MD (Y_1) соответствует национальному доходу, равному 1000 млрд. долларов. Рост национального дохода до 2000 млрд. долларов смещает кривую спроса на деньги вправо-вверх в положение MD (Y_2). Здесь, с целью упрощения графиче-

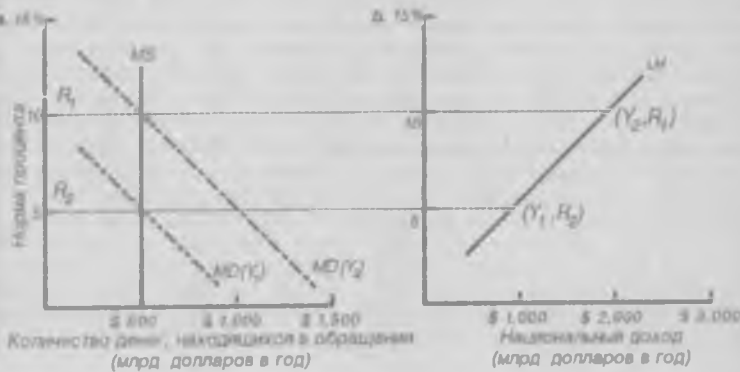


Рис. 19.3 Будущая LM

Как показано в части (а) данного рисунка, рост национального дохода смещает кривую спроса на деньги вправо-вверх. Такой сдвиг кривой спроса на деньги поднимает норму процента с R_1 до R_2 . Таким образом, более высокие процентные ставки соответствуют более высокому уровню национального дохода. Это проиллюстрировано в части (b) рисунка и может рассматриваться как движение вверх по кривой LM. Кривая LM — это геометрическое место точек равновесия на рынке денег.

ской интерпретации происходящих процессов знакомые нам кривые спроса на деньги заменяются отрезками прямых линий.

По мере изменения национального дохода, которое смещает кривую спроса на деньги, происходит изменение равновесной нормы процента. При положении кривой спроса на деньги MD (Y_1) равновесная норма процента составляет 5% (R_2). При увеличении уровня национального дохода и соответствующем переходе кривой спроса на деньги в положение MD (Y_2) равновесная норма процента поднимается до 10% (R_1).

Теперь мы установили, что для данной кривой предложения денег соответственный уровень национального дохода сопряжен с определенной кривой спроса на деньги и опосредствовано через нее — с определенной равновесной процентной ставкой. Эти связанные пары точек на рисунке 19.3 (Y_1, R_2) и (Y_2, R_1), характеризующие совместные значения нормы процента и национального дохода, определяют прямую линию, которую принято называть кривой LM. (В аббревиатуре LM, L — обозначает предпочтение ликвидности — как мы помним, кейнсианский термин для обозначения спроса на деньги, а M — обозначает просто деньги, напоминая нам, что кривая LM является геометрическим местом точек равновесия нормы процента и национального дохода именно на рынке денег.)

При иных, нежели Y_1 или Y_2 , значениях национального дохода, спрос на деньги смещается, тем самым определяя совокупность точек, принадлежащих кривой LM. Необходимо также заметить, что рынок денег не может находиться в положении равновесия в какой-либо точке, не принадлежащей к кривой LM. Например, при норме процента, равной 10% (R_1), рынок денег не может находиться в равновесии при любом ином уровне национального дохода, нежели 2000 млрд. долларов (Y_2). Более низкий уровень национального дохода уменьшит количество денег, которое индивиды пожелают иметь в своих портфелях активов, смещая при этом кривую спроса на деньги влево-вниз. При более низком спросе на деньги равновесие на рынке денег установится при более низкой норме процента. Аналогично, рынок не может находиться в равновесии при норме процента, равной 5% (R_2), и любом ином уровне национального дохода, нежели 1000 млрд. долларов (Y_1). При более высоком уровне национального дохода количество денег, которое пожелают хранить в своих портфелях активов индивиды, возрастет, и, соответственно, кривая спроса на деньги сдвинется вправо-вверх, подтягивая вверх процентную ставку.

Сдвиги кривой LM. Кривая LM построена, опираясь на заданную кривую предложения денег. Предположим, что происходит смещение кривой предложения денег вправо. При любой заданной норме процента более высокий (по сравнению с предыдущим) уровень национального дохода должен сдвинуть кривую спроса на деньги также вправо (что отражает в этом случае стремление индивидов держать в своих портфелях активов большее количество денег). Значит, кривая LM также сдвинется вправо. Если кривая предложения денег сдвигается влево, то справедливыми становятся утверждения обратные. При любой заданной норме процента более низкий (по сравнению с предыдущим) уровень национального дохода смещает кривую спроса на деньги влево и аналогичным образом передвигает кривую LM.

Равновесие на рынках товаров и денег

Теперь в нашем распоряжении оказывается два вида отношений между национальным доходом и нормой процента. Во-первых, кривая IS с отрицательным наклоном (у автора — «наклонная вниз» — *прим. пер.*) показывает возможный набор сочетаний национального дохода и норм процента, обес-

печивающий равновесие на рынке товаров, при котором плановые затраты равняются национальному продукту. Во-вторых, кривая LM с положительным наклоном (у автора — «наклонная вверх» — прим. пер.) показывает возможный набор сочетаний национального дохода и норм процента, обеспечивающий равновесие на рынке денег, при котором количество денег, которое индивиды желают держать в своих портфелях активов, совпадает с количеством денег, предлагаемым банковской системой. На рисунке 19.4 обе эти кривые совмещены на одном графике. Их точка пересечения отмечает только одну-единственную комбинацию национального дохода и нормы процента, при которой рынок денег, равно как и рынок товаров, находится в равновесии.

На рис. 19.4 уровень равновесного национального дохода составляет 1500 млрд. долларов (Y_e), а равновесная процентная ставка равна 7,5% (R_e). Как видно из рисунка, ни в одной другой точке невозможно достичь одновременного равновесия на обеих группах рынков. Например в точке А, рынки товаров находятся в равновесии, но для рынков денег норма процента, равная 10%, оказывается слишком высока для национального дохода в 1000 млрд. долларов. Вернувшись к рисунку 19.3 (часть (а)), нетрудно уточнить, что такая комбинация национального дохода и нормы процента приведет к избыточному предложению денег. Подобным образом в точке D рынки товаров опять будут в равновесии, но норма процента будет слишком низка для данного уровня национального дохода. Это порождает избыточный спрос на деньги.

Напротив, для всех точек, лежащих на кривой LM, рынок денег будет находиться в равновесии, но рынок товаров от положения равновесия будет

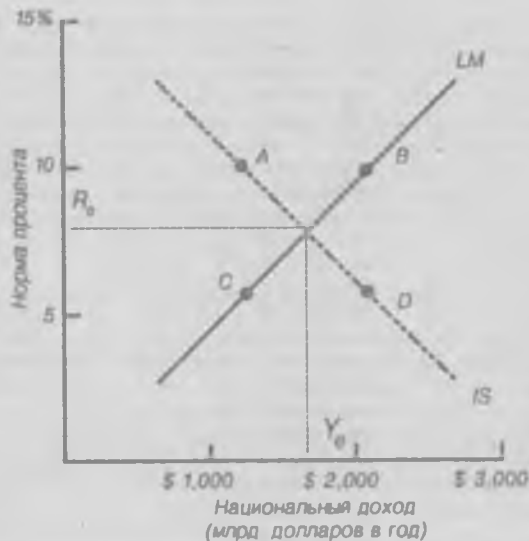


Рис. 19.4 Кривые IS-LM (полная модель)

Пересечения кривых IS и LM даст единственную точку, в которой рынок денег и рынок товаров совместно находятся в положении равновесия. Для точек А и D на кривой IS рынки товаров находятся в равновесии, а рынки денег — нет. И наоборот, в точках С и В на кривой LM в равновесии находятся рынки денег, а рынки товаров — нет.

далек (кроме точки их пересечения). Например, в точке В норма процента слишком высока для того, чтобы обеспечить достаточный объем инвестиций, поддерживающий национальный доход на уровне, равном 2000 млрд. долларов. Вернувшись к рисунку 19.2, нетрудно уточнить, что при таких условиях уровень плановых затрат окажется недостаточным, и приведет к незапланированной аккумуляции товарно-материальных запасов. Подобным образом в точке С низкая процентная ставка вызовет избыточное стимулирование плановых инвестиций. В этом случае такие условия приведут к внеплановому истощению товарно-материальных запасов. Подобный анализ показывает, что для точек вне кривых IS и LM ни рынки товаров, ни рынки денег не достигают равновесия.

Совместный анализ кривых IS и LM составляет в своей сути полную кейнсианскую модель, рассматривающую рынки товаров и рынки денег. Такие кривые впервые были представлены Дж. Р. Хиксом, одним из ближайших последователей Дж. Кейнса в статье, увидевшей свет в 1937 году¹. С тех пор они стали частью необходимого и обязательного экономического образования и базовой основой для претворения тех или иных экономических решений, предлагаемых как сторонниками кейнсианского направления в экономике, так и их противниками. В следующих разделах этой главы мы рассмотрим эту модель в ее практических приложениях.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ И ФИСКАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА В IS-LM МОДЕЛИ С ФИКСИРОВАННЫМИ ЦЕНАМИ

В главе 18 было установлено, что изменение каких-либо компонент автономных расходов — автономного потребления, плановых инвестиций, государственных закупок — влияют на уровень равновесия национального дохода через мультипликативный эффект. Далее мы разовьем эту мысль и покажем, каким образом автономные затраты и равновесный уровень национального дохода подвержены воздействию денежно-кредитной и фискальной политики в кейнсианской модели с фиксированными ценами. Начнем обсуждение с изучения передаточного механизма (transmission mechanism), посредством которого денежно-кредитная политика осуществляет свое влияние на уровень плановых затрат.

Кейнсианский передаточный механизм

Кейнсианский передаточный механизм встроен в IS-LM модель. Его функционирование проиллюстрировано на рисунке 19.5. Первоначально экономика находится в состоянии равновесия E_1 , при этом норма процента составляет 7,5%, а национальный доход равен 1500 млрд. долларов. Затем ФРС проводит ряд покупок на открытом рынке ценных бумаг, увеличивая тем самым резервы банковской системы. Банки покупают ценные бумаги и расширяют собственные ссудные портфели, преобразуя вновь приобретенные резервы в приносящие доход активы. Эти действия приводят к расширению предложения денег. Однако при любом существующем уровне национального дохода фирмы и семейные хозяйства захотят сохранить вновь приобретенные деньги в своих портфелях активов только при более низкой процентной ставке. Рис. 19.5 демонстрирует описанное выше смещение кривой LM. По сравнению с исходной

¹ J. R. Hicks «Mr. Keynes and the Classics». *Econometrica* 5, may 1937, pp. 147—159.

кривой LM_1 , новая кривая LM_2 сопрягается с более низкой нормой процента, связанной с каждым конкретным уровнем национального дохода.

Далее рассмотрим события, происходящие на рынках товаров. Понижение норм процента, вызванное ростом предложения денег, снижает альтернативную стоимость инвестиции. По мере снижения норм процента, фирмы и деловые предприятия увеличивают плановые инвестиции. Рост плановых инвестиций добавляется к общим плановым затратам и первоначально приводит к не запланированному истощению товарно-материальных запасов. Фирмы реагируют на это повышением выпуска продукции, что увеличивает уровень национального дохода. На рис. 19.5 падение норм процента при одновременном росте плановых инвестиций и национального дохода интерпретируются как

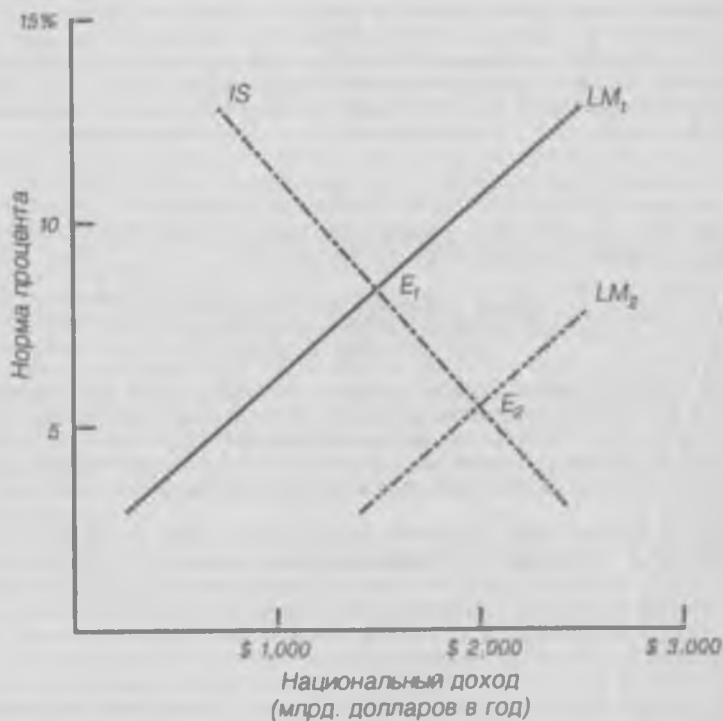


Рис. 19.5 Влияние денежно-кредитной политики в рамках IS-LM модели с фиксированными ценами

В своих работах Дж. Кейнс полагал, что воздействие процентных ставок на плановые инвестиции — основное звено передаточного механизма мероприятий денежно-кредитной политики. Например, рост количества денег, находящихся в обращении, сместит — как это показано на рисунке — кривую LM вправо-вниз. По мере уменьшения нормы процента экономическая система сдвигается вдоль кривой IS также вправо-вниз до момента установления нового положения равновесия, характеризующегося более низкой нормой процента и более высоким уровнем национального дохода.

движение вправо-вниз вдоль кривой IS. Сама кривая IS остается на первоначальном уровне, поскольку ни один из факторов, определяющих ее положение и наклон, не изменился — ни уровень плановых инвестиций, ни автономное потребление, ни государственные закупки, ни чистые налоги. Движение вниз и вправо вдоль кривой IS продолжается до точки пересечения с новой кривой LM_1-E_1 . Здесь снова и рынок денег, и рынок товаров возвращаются в положение равновесия. Резюмируя, можно сказать следующее: ступени кейнсианского передаточного механизма таковы — от предложения денег к норме процента, далее к инвестициям и затем к национальному доходу. В итоге своего осуществления экспансионистская денежно-кредитная политика приводит к новому уровню процентных ставок, меньшему, нежели существовавший ранее, и более высокому уровню равновесия национального дохода.

Если же ФРС предпринимает какие-либо мероприятия, направленные на сокращение количества денег, находящихся в обращении, то передаточный механизм начинает действовать в противоположном направлении. В ответ на уменьшение своих резервов банки увеличивают норму процента, сдвигая тем самым кривую LM влево-вверх. Рост процентных ставок приводит к тому, что фирмы и деловые предприятия начинают сокращать плановые инвестиции (то есть в графической интерпретации движутся влево-вверх вдоль графика плановых инвестиций). Уменьшение инвестиций как компоненты плановых затрат снижает уровень национального дохода, и экономическая система движется влево-вверх вдоль кривой IS до пересечения с новой кривой LM. Таким образом, денежно-кредитная политика, преследующая цель сокращения денежной массы, находящейся в обращении, повышает равновесную норму процента и понижает уровень национального дохода.

**Первые последователи Дж. Кейнса:
сомнения относительно функционирования
передаточного механизма**

В IS-LM модели Дж. Кейнса изменения в предложении денег влияют на уровень равновесия национального дохода, однако даже ближайшие последователи его учения считали, что рассмотренный эффект в реальной экономической жизни оказывает очень слабое воздействие. На скептический лад их настроили два вида соображений относительно силы воздействия передаточного механизма.

Во-первых, они полагали, что нормы процента не будут претерпевать значительных изменений при изменениях в предложении денег, по крайней мере, в те периоды времени, когда существующие нормы процента и так достаточно низки. Например, во время Великой Депрессии нормы процента на гарантированные краткосрочные ценные бумаги, как например казначейские векселя федерального правительства, упали ниже 1%. При таких низких процентных ставках хозяйственные агенты и индивидуальщики тезаврировали деньги в спекулятивных целях, усматривая значительную вероятность того, что нормы процента вернуться на более высокий «нормальный уровень», приводя к катастрофическим потерям капитала обладателей этих ценных бумаг и облигаций¹. Поэтому кривая спроса на деньги в рассматриваемом случае при низких нормах процента имела бы почти плоский «хвост», и даже низкое предложение денег имело

¹ Вспомним, что казначейские векселя — обязательства, реализуемые с дисконтом; инвестор реализует в этом случае процентные доходы, уплачивая цену, которая ниже номинала векселя, и получая в момент погашения его полную стоимость. — *прим. пер.*

бы очень незначительное воздействие на процентные ставки. Такое вероятное обстоятельство получило название «ликвидной ловушки».

Во-вторых, последователи Дж. Кейнса подвергли сомнению тезис о высокой чувствительности инвестиций к изменениям процентных ставок. Ряд статистических данных указывал на то, что существенное уменьшение норм процента приводило лишь к незначительному увеличению уровня плановых инвестиций. В графической интерпретации это характеризует кривую плановых инвестиций как линию с очень крутым наклоном к оси абсцисс (угол ее наклона стремится к прямому — *прим. пер.*).

Подробно эти вопросы рассмотрены в разделе «19.1 Из истории денег», там же приведена IS кривая более крутой формы, нежели ранее нами рассмотренные. Эта кривая, как отмечалось в предыдущем абзаце, характеризует меньшую чувствительность уровня плановых инвестиций к изменению процентных ставок. Кроме того, при низких нормах процента кривые LM имеют плоские «хвосты», что в рассматриваемых условиях соответствует аналогичной форме кривых спроса на деньги. Таким образом, рост количества денег, находящихся в обращении, все же смещает кривую LM вправо, но ввиду своеобразия форм кривых IS и LM в этом случае, этот сдвиг очень незначительно влияет на равновесную норму процента, и в еще меньшей степени — на уровень равновесия национального дохода.

Расширенный взгляд на передаточный механизм

Как мы упоминали в главе 14, в пятидесятые-шестидесятые годы набравшая силу монетаристская школа экономической мысли яростно оспаривала приснопамятный тезис «деньги не имеют значения», впервые выдвинутый ближайшими последователями Дж. Кейнса. Опыт Великой Депрессии, который их противники выдвигали в пик монетаризма, стараясь доказать, что денежно-кредитная политика в этом случае доказала свою несостоятельность, они попытались обратить в свою пользу. Точка зрения сторонников монетаристского направления на Великую Депрессию была такова: не малая эффективность, но неправильное использование всех инструментов монетаристской политики явилось той силой, которая в огромной степени способствовала жесткости и глубине постигшего экономику кризиса 1929—1933 г.г. (см. «19.2 Из истории денег»).

Кроме новой интерпретации исторических событий, предложенной монетаристами, они стали рассматривать передаточный механизм в более широком аспекте. Кейнсианская причинная связь явлений — от денежной массы к нормам процента, затем к инвестициям и национальному доходу — в их трактовке стала лишь одним из нескольких возможных способов воздействия денежной массы на состояние экономической системы в целом. Вероятную слабость воздействия кейнсианского передаточного механизма в своем анализе монетаристы компенсировали иными способами воздействия денежно-кредитной политики на уровень национального дохода. Представители иных направлений в экономической мысли, например, Франко Модильяни (Массачусетский технологический институт) и Джеймс Тобин (Йельский университет)¹ также изучали в своих работах функционирование передаточного механизма.

¹ Можно дать и более изыщное определение «ликвидной ловушки» — установление такой нормы процента, при которой эластичность спроса на деньги по проценту не имеет ограничений, — хотя в некоторых работах представителей «немецкой школы» его правомерность оспаривается — *прим. ред.*

² Лауреаты Нобелевской премии. — *прим. пер.*

19.1 Из истории денег

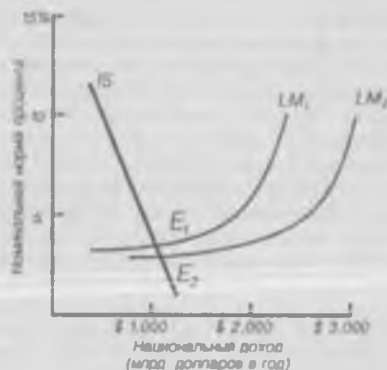
ЛИКВИДНАЯ ЛОВУШКА

Кейнсианцы «первого поколения» в своих трудах полагали, что денежно-кредитная политика теряет свою эффективность в периоды спадов деловых циклов. На рисунке, приведенном в настоящем разделе, проиллюстрированы их рассуждения, основанные на опыте Великой Депрессии.

В начале тридцатых годов процентные ставки по краткосрочным ценным бумагам упали до рекордно низких уровней — в некоторых случаях ниже 1%. Сторонники кейнсианской теории, анализируя этот случай, рассуждали примерно так: при таких низких нормах процента спекулятивный мотив заставляет индивидов избегать держать в своих портфелях активов облигации — ведь любое вероятное повышение нормы процента приведет к потере значительной части капитала, хранящегося в виде облигаций. Нежелание приобретать облигации и ценные бумаги означало, что индивиды поглощали любое количество денег, которое могла предложить банковская система, без дальнейшего снижения нормы процента. Такие обстоятельства в графической интерпретации выглядели следующим образом: кривая спроса на деньги при низких процентных ставках была практически параллельна оси абсцисс, и, следовательно, кривая LM также имела пологий, почти горизонтальный «хвост». Как показано на рисунке, экспансионистская денежно-кредитная политика сдвигала кривую LM, как обычно, вправо, но такое смещение в этих условиях не дает сколь-нибудь значительного эффекта, изменяющего процентные ставки.

Кроме того, кейнсианцы считали, что в этом случае уровень инвестиций весьма слабо зависит от изменения норм процента, что в графической интерпретации представляет собой лишь очень крутой наклон кривой IS. Таким образом, любое не очень существенное изменение нормы процента не окажет заметного воздействия на национальный доход. Такое сочетание экономических обстоятельств и получило название «ликвидной ловушки».

Сам Дж. Кейнс был далеко не уверен, что экономика США в тридцатые годы попала в «ликвидную ловушку», да и мало кто из экономистов считает, что такие события когда-либо встречались на практике, либо вообще вероятны. Это предположение основано на позднейших исследованиях, показавших, что эластичность спроса на деньги по проценту фактически имела некоторые ограничения даже в пропасти Великой Депрессии. Кроме того, ныне полагают, что инвестиции реагируют на изменения процентных ставок более живо, чем ранее считалось. Подчеркивается, что, принимая во внимание темпы падения уровня цен, реальные краткосрочные нормы процента во время Великой Депрессии оставались на весьма высоком уровне. Долгосрочные процентные ставки, которые в этот период не падали столь сильно, как краткосрочные, в пересчете от номинальных единиц к реальным (учитывая падение уровня цен) оказываются чуть ли не самыми высокими в истории американской экономики. Таким образом низкий уровень инвестиций в период Великой Депрессии вероятнее всего вызван высокими реальными нормами процента. Представления экономистов середины нашего столетия о том, что уровень инвестиций был низок вследствие низких номинальных процентных ставок, явно ошибочны.



19.2 Из истории денег

РОЛЬ ДЕНЕГ В ПЕРИОД ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ:
ВЗГЛЯД МОНЕТАРИСТА

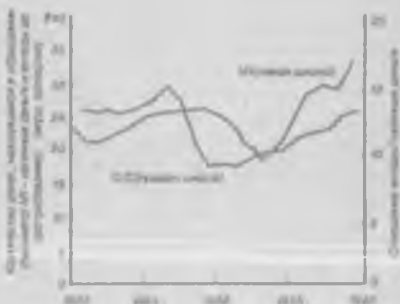
Некоторые сторонники кейнсианского направления в экономической мысли утверждали, что экспансионистская денежно-кредитная политика в период Великой Депрессии оказалась не состоятельной из-за наличия «ликвидной ловушки». Монетаристы не разделяют подобную точку зрения и настаивают на том, что ликвидной ловушки в общепринятом смысле этого понятия быть просто не могло. По их мнению, как раз денежно-кредитная политика, расширяющая денежную массу, могла бы принести ощутимые положительные результаты, но увы, ее даже не пытались провести в жизнь. Наоборот, деятельность ФРС привела к резкому сокращению количества денег, находящихся в обращении, в первые годы Депрессии, превратив, по их мнению, небольшой спад в национальную катастрофу.

Схема, представленная ниже, представляет очень важные данные по тому периоду. С 1929 по 1930 год умеренный спад количества денег, находящихся в обращении (рассматривается параметр M1), возник вследствие уменьшения банковских резервов. В этот момент экономический спад (хотя еще и не очень резкий) вызвал волну банкротств, особенно среди специализированных банков на Среднем Западе — традиционном районе производства сельскохозяйственной продукции. В те дни, когда страхование банковских вкладов было еще не столь распространено, общество реагировало на банкротства банков, забирая свои вклады из них и предпочитая хранить свои ликвидные остатки в форме наличных денег.

Уменьшение отношения величины вкладов населения к наличным средствам уменьшило денежный мультипликатор, что вызвало дальнейшее падение количества денег, находящихся в обращении, которое продолжалось вплоть до 1933 г. Банкротства банков лавинообразно нарастали, и отношение величины вкладов к наличным деньгам продолжало уменьшаться. С точки зрения сторонников монетаристской школы, такое

сжатие денежной массы, граничащее с коллапсом, привело к коллапсу национального дохода, что снизило реальный объем производства, уровень цен и резко повысило безработицу.

Согласно их анализу, в 1930—1933 г.г. основной ущерб экономике нанесли не какие-либо действия ФРС, а скорее бездействие этой организации. С точки зрения монетаристов, ФРС — в ответ на намечившееся падение денежного мультипликатора — должна была провести ряд операций на открытом рынке ценных бумаг, чтобы активно поддержать банковские резервы. Это могло бы способствовать стабилизации количества денег, находившихся в обращении, несмотря на активное предпочтение, оказываемое индивидами, наличных денег банковским вкладам. Однако подобные мероприятия проведены в жизнь не были. Это привело к тому, что рост денежной массы был столь незначительным, что не смог оказать стабилизирующего воздействия на экономику США. В результате количество денег, находящихся в обращении, начало расти лишь после появления утраченной уверенности в прочности банковской системы, что характеризует увеличение отношения вкладов к наличным деньгам, которое началось приблизительно с 1934 г.



Во-первых, рассматривая функционирование передаточного механизма в более широком аспекте, можно утверждать, что изменение норм процента может повлиять не только на плановые инвестиции фирм и деловых предприятий, но и другие компоненты затрат. Инвестиции в жилищное строительство очень сильно реагируют на изменения процентных ставок. Кроме того, нормы процента оказывают существенное влияние на другие компоненты затрат, не считающихся инвестициями в официальных счетах национального дохода. Потребительские товары длительного пользования, такие как автомобили и сложная бытовая техника, часто приобретаемые в кредит, представляют собой одну из этих компонент. Такие приобретения, в отличие от покупок новых домов, рассматриваются как потребление, а не как инвестиции, в счетах национального дохода. Капитальные вложения федерального правительства и органов местного самоуправления — строительство школ, дорог и пр. — составляют другую неинвестиционную компоненту плановых затрат, на которую изменения в денежно-кредитной политике также способны повлиять. Поскольку правительство финансирует эти затраты, продавая облигации, более низкие нормы процента делают их более доступными.

Во-вторых, было установлено, что экспансионистская денежно-кредитная политика, кроме понижения доходов от облигаций и повышения цен на них, также увеличивает цены на акции. Более высокие цены на акции промышленных предприятий упрощают для фирм процессы финансирования новых инвестиционных проектов, так как продажа акций по более высоким ценам рассматривается в качестве конкурирующей альтернативы получения займов. Так в передаточный механизм, наряду с нормой процента, интегрируются и цены на акции.

В-третьих, новейшие представления о функционировании передаточного механизма указывают, что экспансионистская денежно-кредитная политика приводит как к увеличению богатства отдельных индивидов, так и богатства хозяйственных агентов, отчасти потому, что вновь выпущенные деньги присовокупляются к общему богатству. Еще важнее то обстоятельство, что рост цен на акции и облигации повышает стоимость ценных бумаг, находящихся на руках у владельцев. Как отмечалось в предыдущей главе, при прочих равных условиях рост общего суммарного богатства увеличивает автономное потребление и, тем самым, сдвигает график функции потребления вверх.

Резюмируя, можно отметить, что современная экономическая наука рассматривает широкий диапазон воздействия денежно-кредитной политики на функционирование передаточного механизма. Ныне принято полагать, что изменение количества денег, находящихся в обращении, влияет на общую структуру портфелей активов, включая акции корпораций, недвижимость, потребительские товары длительного пользования, а также ценные бумаги, приносящие фиксированный доход. Считается, что распространение влияния этих изменений происходит как посредством изменения процентных ставок, так и воздействием на богатство; кроме того, оценивается влияние изменения денежной массы на все компоненты плановых затрат, равным образом включая как потребление и государственные закупки, так и плановые инвестиции.

Такой расширенный подход к исследованию функционирования передаточного механизма, подкрепленный современной интерпретацией экономических ситуаций прошлых лет, привел к достижению согласия относительно влияния денежно-кредитной политики на экономическую систему в целом. Сегодня практически все экономисты как монетаристы, так и кейнсианцы, равным образом и не принадлежащие к этим двум основным направлениям экономической мысли, согласны с тем тезисом, что деньги оказывают существенное

воздействие на уровень плановых затрат, расходясь в своих оценках лишь в деталях этого процесса.

Влияние фискальной политики

В конце главы 18 мы сделали попытку оценить влияние фискальной (налогово-бюджетной) политики, имеющей дело с государственными закупками и чистыми налогами, на равновесие экономической системы в целом. Там было установлено, что рост государственных закупок или уменьшение чистых налогов сдвигает график функции плановых затрат вверх, тогда как обратные изменения в государственных закупках или чистых налогах сдвинут его вниз. В каждом из этих случаев изменение плановых автономных затрат, характеризующее сдвигом графика функции плановых затрат, по мере перехода к национальному доходу будет усилено за счет мультипликативного эффекта. Национальный доход соответственно изменениям плановых автономных затрат либо вырастет, либо уменьшится.

В следующем разделе мы подробнее рассмотрим фискальную политику в рамках IS-LM модели с фиксированными ценами. По обыкновению, в начале обсуждения рассмотрим стандартный пример, характерный для кейнсианского подхода. Затем обратимся к некоторым сомнениям относительно эффективности фискальной политики, высказанным представителями монетаристского направления, а также проблемам координации усилий денежно-кредитной и фискальной политики. Принятое допущение о постоянстве уровня цен мы распространим и на следующий раздел.

Фискальная политика в модели IS-LM

Рис. 19.6 иллюстрирует влияние фискальной политики в рамках модели IS-LM. Положим, что первоначально экономическая система находится в положении равновесия в точке E_0 . Норма процента составляет 7,5%, а национальный доход равен 1500 млрд. долларов. Начиная с этого положения, считаем, что государственные закупки возросли на 500 млрд. долларов. Это сдвинет график функции плановых затрат (на этом рисунке не показан) вверх и вызовет внеплановое истощение товарно-материальных запасов. Фирмы и деловые предприятия в ответ на внеплановые истощения товарно-материальных запасов реагируют повышением выпуска продукции или увеличением цены на нее, или избирая некий совместный вариант. Национальный доход в этом случае растет. Положим, что мультипликатор затрат равен 2,0, как в наших предыдущих примерах. При таком мультипликаторе затрат уровень равновесия национального дохода повысится на 1000 млрд. долларов, если считать, что норма процента остается на прежнем уровне, и нет никаких изменений в других компонентах автономных затрат.

На рис. 19.6 изменения, вызванные ростом государственных закупок (учитывая мультипликативный эффект), представлены как сдвиг кривой IS из положения IS₁ в положение IS₂. Этот сдвиг указывает величину, на которую возрастет национальный доход, если норма процента останется неизменной (в рассматриваемом случае на уровне 7,5%). Однако изучение совместной диаграммы IS-LM кривых с очевидностью показывает, что норма процента остаться на фиксированном уровне в течение длительного периода времени не сможет. По мере движения экономической системы от точки E_0 к точке E_1 растущий национальный доход также заставляет кривую спроса на деньги смещаться вправо (этот сдвиг на этом рисунке не показан, но сравните аналогичный, приведенный на рис. 19.3). Таким образом, при существующей

норме процента, равной 7,5%, создается избыточный спрос на деньги. На рис. 19.6 избыточный спрос на деньги сдвигает экономическую систему с кривой LM вправо от нее.

По мере приспособления финансовых рынков к новым условиям, порожденным избыточным спросом на деньги, норма процента начинает расти. Прежде чем экономическая система достигнет точки E_1 , она начнет сдвигаться как вправо, так и вверх (как это показано на рисунке стрелкой). При росте процентных ставок фирмы и деловые предприятия движутся обратно вверх и назад по их графикам функций плановых инвестиций (см. рис. 19.2). Уменьшение плановых инвестиций частично компенсирует рост государственных закупок, смягчая рост плановых затрат и увеличение национального дохода. И, наконец экономическая система достигает нового положения равновесия E_2 . Здесь норма процента достигает величины 10%, а национальный доход — 2000 млрд. долларов. В положении E_2 как рынки товаров, так и рынки денег, находятся в равновесии, что иллюстрируется пересечением кривых LM и IS.

Резюмируя, можно утверждать следующее: модель IS-LM показывает, что рост государственных закупок вызывает как рост равновесного уровня национального дохода, так и равновесной нормы процента. Однако равновесный национальный доход растет в степени меньшей, чем это соответствует применению мультипликатора затрат к росту государственных закупок, поскольку наблюдающийся в этом случае рост норм процента уменьшает плановые

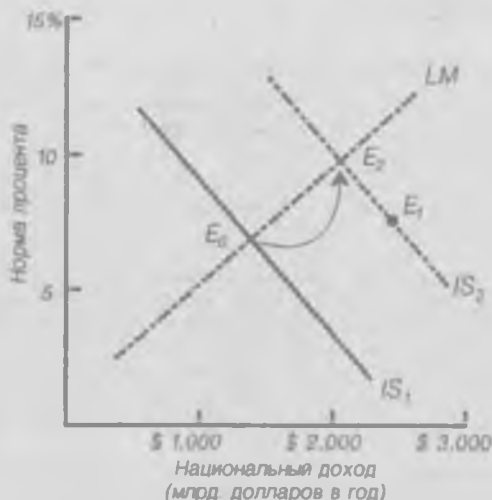


Рис. 19.6 Влияние фискальной политики в IS-LM модели с фиксированными ценами

На данном рисунке продемонстрировано влияние фискальной политики в рамках модели IS-LM с фиксированными ценами. Рост государственных закупок сдвигает кривую IS вправо из положения IS_1 в IS_2 . Рост плановых затрат увеличивает уровень национального дохода. Без повышения процентных ставок экономическая система сместится к положению E_1 . Однако рост национального дохода повышает спрос на деньги, что, в свою очередь, способствует увеличению норм процента. Повышение нормы процента снижает уровень плановых инвестиций (что известно в экономике как «эффект вытеснения»). Таким образом, вместо того, чтобы двигаться к положению E_1 , экономическая система движется вверх и вправо от положения E_0 вдоль кривой LM к положению E_2 .

инвестиции, частично компенсируя результаты экспансионистской фискальной политики. Такая тенденция в экономической науке получила название «эффект вытеснения». Рассматривая это понятие в чисто кейнсианском приложении, видим, что рост государственных закупок вытесняет инвестиции частного сектора посредством передаточного механизма «норма процента — инвестиции». В модели, рассматривающей расширенную версию передаточного механизма, затраты на потребительские товары длительного пользования, недвижимость, и государственные закупки, финансируемые правительствами штатов и местными органами самоуправления, также будут подвержены вытеснению¹.

Другие примеры воздействия фискальной политики также могут быть проанализированы в рамках модели IS-LM. Уменьшение чистых налогов сдвигает кривую IS вправо и во многом производит эффект, аналогичный росту государственных закупок. Сокращение государственных закупок или рост чистых налогов сдвигает кривую IS влево. В этом случае уровень равновесия национального дохода и равновесная норма процента уменьшается. Более низкая процентная ставка будет активно стимулировать плановые инвестиции, в какой-то степени компенсируя последствия проведения фискальной политики, направленной на сокращение денежной массы.

МОДЕЛЬ IS-LM С ГИБКИМИ ЦЕНАМИ

До сего момента мы рассматривали кейнсианскую модель в предположении существования фиксированного уровня цен. В этом разделе мы снимаем это ограничение, дабы интегрировать IS-LM модель с моделью совокупного спроса и совокупного предложения, представленную в главе 17. Сначала мы используем модель IS-LM, чтобы получить кривую совокупного спроса иным образом, а затем рассмотрим влияние фискальной и денежно-кредитной политики в рамках интегрированной модели.

Кривая совокупного спроса: сопряжение с IS-LM моделью

На рисунке 19.7 показано, каким образом возможно получить кривую совокупного спроса из IS-LM модели. Решение этой задачи основано на рассмотрении трех хорошо нам знакомых диаграмм. Часть (а) представляет рынок денег (по горизонтальной оси отложено номинальное количество денег, находящихся в обращении; по вертикальной — норма процента). В настоящий момент (хотя мы допускаем изменение уровня цен) при переходе экономической системы от одного состояния равновесия к другому мы считаем, что при достижении какого-либо положения равновесия инфляционные процессы именно в равновесном состоянии экономической системы приостанавливаются. Тогда в состоянии равновесия реальные и номинальные нормы процента оказываются равными, а влияние инфляции на формирование равновесных рыночных процентных ставок обсуждается в этой главе в дальнейшем. Часть (б) — IS-LM — диаграмма (по горизонтальной оси реальный национальный доход и выпуск

¹ В IS-LM модели с фиксированными ценами изменение в равновесии $\frac{dY}{dG}$ является произведением мультипликатора затрат на изменение автономных затрат. Но в данном случае мультипликатор затрат сопрягается с чистым изменением автономных затрат. Это чистое изменение складывается следующим образом: рост государственных закупок минус величина вытесненных плановых инвестиций частного сектора, потребления и государственных закупок всех правительственных органов, не считая федеральных. — *прим. авт.*

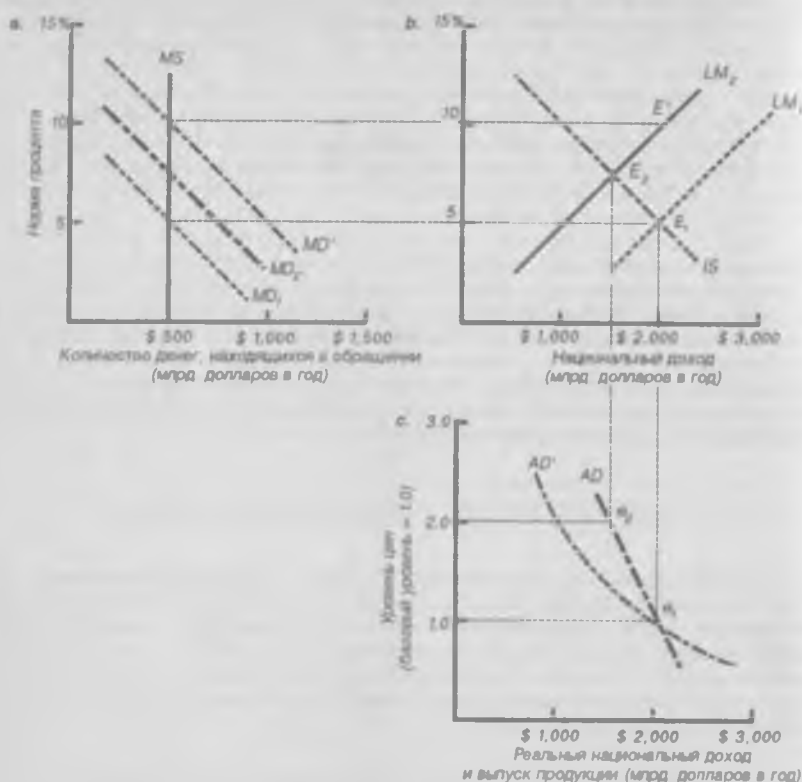


Рис. 19.7 Построение кривой совокупного спроса

Кривая совокупного спроса может быть построена на базе IS-LM модели. Ниже указан этот путь. Первоначально экономическая система находится в положении равновесия, причем норма процента равна 5%, реальный выпуск продукции равен 2000 млрд. долларов, а уровень цен равен 1,0. Этой совокупности параметров удовлетворяют точки E_1 в части (b) и e_1 в части (c) настоящего рисунка. Если происходит увеличение уровня цен в два раза без изменения в реальном выпуске продукции (объеме производства), то произойдет удвоение номинального дохода, и кривая спроса на деньги MD_1 (часть (a)) сдвинется в положение MD_2 . Смещение кривой спроса на деньги вызовет перемещение вверх кривой LM из положения LM_1 в положение LM_2 . Однако, по мере происходящих изменений экономическая система в целом движется к положению E_2 , а не E' (часть (b)), так как норма процента и уровень плановых инвестиций остаются неизменными. Реальный доход падает до 1500 млрд. долларов, так как номинальный доход при новом уровне цен, равном 2,0, достигает лишь 3000 млрд. долларов. Когда номинальный доход установится на этом уровне, кривая спроса на деньги вновь сместится, на этот раз, к своему конечному положению MD_2 . Новый равновесный уровень реального выпуска продукции, равный 1500 млрд. долларов, совместно с новым уровнем цен, равным 2,0, определяют новое положение равновесия (часть (c)). Кривая AD , соединяющая точки e_1 и e_2 (включая все промежуточные точки), и есть искомая кривая совокупного спроса. Она отличается от кривой совокупного спроса единичной эластичности AD' , приведенной в главе 17. Это отличие обусловлено тем, что кривая совокупного спроса единичной эластичности строится исходя из предположения о постоянстве скорости обращения денег в движении доходов. Здесь же по мере роста нормы процента от 5% в положении E_1 до 7,5% в положении E_2 скорость обращения денег возрастет.

продукции, по вертикальной оси — норма процента). Часть (с) — диаграмма совокупного спроса и совокупного предложения (по горизонтальной оси — реальный национальный доход и выпуск продукции, по вертикальной — уровень цен).

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия при уровне цен, равном 1,0, реальном выпуске продукции, равном 2000 млрд. долларов в год, и норме процента, равной 5%. Такое положение равновесия экономической системы соответствует точке E_1 в части (b) рисунка 19.7 и точке e_1 в части (с) этого рисунка. Начиная с этого положения экономической системы, рассмотрим процессы, происходящие при удвоении уровня цен до отметки 2,0.

Влияние на рынок денег. Сначала рассмотрим, каким образом изменения уровня цен воздействуют на рынок денег. Как было установлено в главе 15, положение кривой номинального спроса на деньги зависит от уровня номинального национального дохода. Если уровень цен удваивается, а реальный национальный доход остается на неизменном уровне, равном 2000 млрд. долларов, то номинальный национальный доход растет от 2000 млрд. долларов до 4000 млрд. долларов, что смещает кривую спроса на деньги из положения MD_1 в положение MD' . По мере этих изменений норма процента растет с 5% до 10%.

Теперь обратимся к кривой LM. Первоначально она находится в положении LM_1 , отражая существующий уровень цен, равный 1,0. При этом уровне цен каждая определенная норма процента была связана с определенным уровнем реального дохода. Изменение уровня цен нарушает сложившиеся отношения. Хотя реальный доход остается на уровне, равном 2000 млрд. долларов, рост цен поднимает норму процента до 10%. Сочетание этой новой нормы процента и оставшегося неизменным реального дохода (E') и определяет новое положение кривой $LM-LM_2$, которой принадлежит точка E' .

Влияние на реальный выпуск продукции. Когда рост уровня цен смещает кривую LM вверх, на самом деле экономическая система не переходит из состояния E_1 в E' . Вместо этого она движется вдоль кривой IS к новому положению равновесия E_2 . Движение экономической системы вдоль кривой IS отражает отрицательное влияние растущих процентных ставок на уровень плановых инвестиций. По мере сокращения плановых инвестиций реальный доход падает до уровня, равного 1500 млрд. долларов.

В новом положении равновесия экономической системы E_2 норма процента не равна 10%, а составляет только 7,5%. Чтобы в этом убедиться, необходимо еще раз рассмотреть часть (a) настоящего рисунка. Из него следует, что уменьшение реального дохода смещает кривую спроса на деньги вниз — до положения MD_2 . Это положение соответствует номинальному национальному доходу, равному 3000 млрд. долларов (реальный доход в 1500 млрд. долларов, умноженный на новый уровень цен, равный 2,0). Кривая спроса на деньги MD_2 пересекает кривую предложения денег MS в точке, соответствующей новой равновесной норме процента, равной 7,5%.

Кривая совокупного спроса. Используя выше модель IS-LM, мы показали, что рост уровня цен (при прочих равных условиях) вызывает рост нормы процента, падение плановых инвестиций и понижает уровень равновесия реального национального дохода и выпуска продукции. Графическая интерпретация происходящих процессов дана на рисунке 19.7, часть (с). Первоначально экономическая система находится в положении равновесия (при уровне цен, равном 1,0, и реальном выпуске продукции, равном 2000 млрд. долларов), обозначенном на рисунке как e_1 . Новое положение равновесия (при уровне цен, равном 2,0, и реальном выпуске продукции, равном 1500 млрд. долларов)

обозначено на рисунке как e_2 . Другие точки кривой совокупного спроса определяются исходя из предположения об ином уровне цен. Соединение этих точек и являет собой кривую совокупного спроса AD.

Скорость обращения денег и эластичность совокупного спроса

Кривая совокупного спроса AD, приведенная на рис. 19.7, отличается от аналогичных кривых, приведенных в главе 17, в одном очень важном аспекте. Рассматривавшиеся нами ранее кривые совокупного спроса обладали единичной эластичностью, отражая этим принятое допущение о независимости скорости обращения денег от уровня цен. Для сравнения подобная кривая (AD') приведена в части (с) рисунка 19.7. Заметим, что обе кривые совокупного спроса (как единичной эластичности, так и нет) проходят через исходное положение равновесия e_1 . При более высоких уровнях цен новая кривая совокупного спроса принимает положение AD — что отражает в этом случае рост совокупного спроса при каждом конкретном уровне цен выше базового. При уровнях цен, меньших чем базовый, положение кривой AD отражает уменьшение совокупного спроса.

Разница в положении этих двух кривых характеризует тот факт, что скорость обращения денег не остается постоянной для новой кривой совокупного спроса AD. Рассчитаем скорость обращения денег в движении доходов для различных точек кривых совокупного спроса (часть (с), рисунок 19.7). При исходном равновесии количество денег, находящихся в обращении, равно 500 млрд. долларов, номинальный национальный доход равен 2000 млрд. долларов и, следовательно, скорость обращения денег равна 4. При конечном положении равновесия (номинальный национальный доход равен 3000 млрд. долларов, количество денег в обращении прежнее: 500 млрд. долларов) скорость обращения денег составляет уже 6.

Как указывалось в главах 14 и 15, концептуальное понятие скорости обращения денег в движении доходов как переменной величины присуще не только кейнсианской традиции в экономической мысли. Современная количественная монетаристская теория также рассматривает скорость обращения денег как переменную величину. Кривая совокупного спроса в монетаристском подходе может быть получена, исходя из рассмотрения следующего уравнения:

$$AD = MV(R)/P. \quad (19.1)$$

Это уравнение представляет собой трансформацию уравнения (17.1), в которое введена норма процента R , как переменная величина, определяющая скорость обращения денег (аргумент функции V — *прим. пер.*).

Процессы, представленные на рисунке 19.7, могут быть истолкованы в рамках уравнения (19.1). По мере движения экономической системы из положения e_1 в положение e_2 вдоль кривой совокупного спроса рост уровня цен увеличивает спрос на деньги. Растущий спрос на деньги, в свою очередь, «подтягивает» вверх норму процента до достижения его нового равновесного значения, равного 7,5%. По мере того как растущая норма процента повышает альтернативную стоимость хранения денег, у хозяйственных агентов появляются дополнительные стимулы увеличивать немонетарную (государственные облигации, акции корпораций, физический капитал) часть своих портфелей активов и экономить на денежных остатках при проведении сделок. Такие действия повышают скорость обращения денег в движении доходов. По мере роста скорости обращения денег (при сохранении неизменным количества

денег, находящихся в обращении) совокупный спрос растет в номинальном исчислении. Рост совокупного номинального спроса означает, что уменьшение совокупного реального спроса пропорционально меньше, чем соответствующий рост уровня цен. Отсюда следует вывод, что кривая совокупного спроса обладает эластичностью, меньшей единицы, если допустить, что скорость обращения денег — это функция нормы процента.

Резюмируя, можно сказать следующее: сторонники кейнсианских традиций в экономической мысли, выводя в своих рассуждениях кривую совокупного спроса, отмечают, что рост норм процента снижает уровень плановых инвестиций и, следовательно, оказывает аналогичное воздействие на реальный выпуск продукции (объем производства). Если с ростом уровня цен реальный объем производства не уменьшается, то в этом случае кривая совокупного спроса вырождается в вертикальную прямую линию. Сторонники современной количественной теории вместо этого заостряют внимание на влиянии роста процентных ставок на увеличение скорости обращения денег в движении доходов и, следовательно, росте номинального выпуска продукции. Если бы с ростом процентных ставок скорость обращения денег оставалась бы постоянной, кривая совокупного спроса имела бы единичную эластичность. Фактически, это два разных подхода к одной и той же проблеме. Экономические процессы, рассмотренные в обеих этих версиях, едины в своей подоплеке, что подтверждает идентичная форма кривой совокупного спроса, полученная при помощи двух различных методологий.

Эффект реального богатства¹

Полное рассмотрение процесса построения кривой совокупного спроса должно включать в себя еще один существенный момент, который ранее мы оставляли без внимания. Этот момент касается влияния изменений в уровне цен на потребительские расходы. В главе 18 мы — мимоходом в процессе изложения — упомянули, что уровень потребительских затрат зависит не только от располагаемого дохода семейных хозяйств, но также от их богатства. При прочих равных условиях, уменьшение реального богатства при постоянстве уровня реального дохода вызывает уменьшение автономного потребления. На диаграмме «кейнсианского креста» это вызовет смещение вниз графика функции плановых затрат.

Деньги (наличные суммы и вклады до востребования), облигации, акции взаимных фондов денежного рынка и некоторые другие активы, находящиеся в портфелях активов семейных хозяйств, имеют постоянную номинальную стоимость. При росте цен реальная стоимость этих активов снижается и вместе с ними уменьшается суммарное реальное богатство семейных хозяйств. Это обстоятельство приводит к снижению потребления, как и в любом другом случае (возможно вызванном иными причинами) снижения реального богатства. Тенденцию уменьшения автономного потребления при росте уровня цен принято называть эффектом реального богатства.

Эффект реального богатства и его воздействие на кривую совокупного спроса представлен на рисунке 19.8. Первоначально экономическая система находится в состоянии равновесия — точка E_1 в части (а) и точка e_1 в части (б) рисунка 19.8 — причём реальный выпуск продукции составляет 2000 млрд. долларов в год, а уровень цен равен 1,0. Положим, что теперь уровень цен повышается в два раза. В предыдущем разделе этот процесс характеризовался,

¹ Этот раздел, без нарушения общности и целостности изложения, менее подготовленный читатель может безболезненно опустить. — *прим. автора.*

как движение экономической системы вдоль кривой IS из положения E_1 и E_2 . Это соотносится с движением экономической системы вдоль кривой совокупного спроса в положение e_2 . Теперь мы примем во внимание эффект реального богатства. Когда рост уровня цен уменьшает реальную стоимость номинального богатства, снижается автономное потребление, что характеризуется сдвигом влево-вниз кривой IS из положения IS_1 в положение IS_2 . В результате экономическая система переходит в новое положение равновесия E_3 (часть (а), рисунок 19.8), а не в положение E_2 . Реальный выпуск продукции падает до уровня в 1200 млрд. долларов — даже ниже, чем 1500 млрд. долларов.

В части (b) рисунка 19.8 более существенное уменьшение реального выпуска продукции вызовет движение экономической системы из положения e_1 в положение e_3 , а не в положение e_2 . Таким образом, истинная форма кривой совокупного спроса (с учетом эффекта реального богатства) есть AD_2 , а не AD_1 . Построенная модифицированная кривая совокупного спроса более эластична, нежели ее прототип (построенная без учета эффекта реального богатства). Однако, поскольку норма процента и, следовательно, скорость обращения денег все же увеличиваются по мере движения экономической системы из положения e_1 в положение e_3 , кривая совокупного спроса AD_1 все же обладает эластичностью меньшей, чем единица.

В практической экономической жизни, однако, считается, что эффект реального богатства относительно невелик. В дальнейшем нашем изложении он во внимание не принимается.

Влияние фискальной политики при гибком ценообразовании

До сего момента мы рассматривали влияние фискальной политики на экономическую систему, постулируя существование фиксированных цен. На рисунке 19.9 представлен модифицированный анализ происходящих в экономической системе процессов применительно к гибким ценам.

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия (E_1 — в части (а) рисунка, e_1 — в части (b)). Реальный выпуск продукции составляет 1000 млрд. долларов в год, а уровень цен равен 1,0. Положим, что рост государственных закупок на 1000 млрд. долларов смещает кривую IS вправо из положения IS_1 до положения IS_2 .

При сохранении нормы процента на прежнем уровне, равном 5%, уровень равновесия реального объема производства (выпуска продукции) в этом случае увеличится на величину произведения полного прироста государственных закупок на мультипликатор затрат. Этот процесс должен переместить экономическую систему из положения E_1 в положение E_2 . Однако необходимо учитывать, что действует ряд экономических факторов, которые уменьшают влияние подобной налоговой-бюджетной манипуляции.

Один из них — эффект вытеснения — ранее обсуждался в настоящей главе в контексте модели, предусматривавшей существование фиксированных цен. При фиксированных ценах сдвиг кривой IS перемещает экономическую систему в новое положение равновесия E_3 , что увеличивает норму процента. Более высокая норма процента вытеснила бы в этом случае некоторые плановые инвестиции, тем самым частично компенсируя рост государственных закупок как экспансионистской меры в проведении фискальной политики.

В части (b) рис. 19.9 представлено влияние экспансионистской фискальной политики (при учете эффекта вытеснения), которое сдвигает кривую совокупного спроса из положения AD_1 в положение AD_2 . Если бы кривая совокупного предложения являла собой горизонтальную линию, параллельную оси

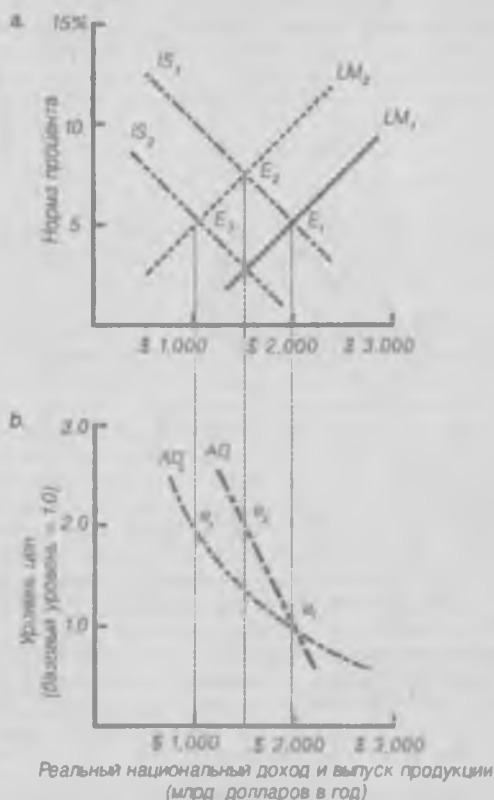


Рис. 19.8 Эффект реального богатства

Построение кривой совокупного спроса, предпринятое на рисунке 19.7, предполагает, что изменение уровня цен воздействует лишь на кривую LM. Более детальное рассмотрение должно учитывать, что рост уровня цен уменьшает реальную стоимость активов в номинальном исчислении, включая наличные деньги, вклады до востребования и облигации. Это уменьшение суммарного реального богатства в свою очередь уменьшает автономное потребление. Такая тенденция в экономике известна как эффект реального богатства. В части (а) настоящего рисунка представлен эффект реального богатства, обусловленный удвоением уровня цен, что характеризуется сдвигом кривой IS из положения IS_1 в положение IS_2 . Опуская из рассмотренного эффекта реального богатства, очевидно, что увеличение уровня цен в два раза сдвигает только кривую LM, перемещая тем самым экономическую систему из положения E_1 в положение E_2 (часть (а)) и из положения E_1 в положение E_3 (часть (б)). Кривая совокупного спроса таким образом принимает форму AD_1 . При учете эффекта реального богатства аналогичное увеличение уровня цен переместит экономическую систему из положения E_1 в положение E_3 (часть (а)) и из положения E_1 в положение E_2 (часть (б)).

Таким образом, кривая совокупного спроса принимает более эластичную форму — AD_2 (часть (б) рисунка). Для наглядности на приведенном рисунке степень воздействия эффекта реального богатства на экономическую систему несколько преувеличена.

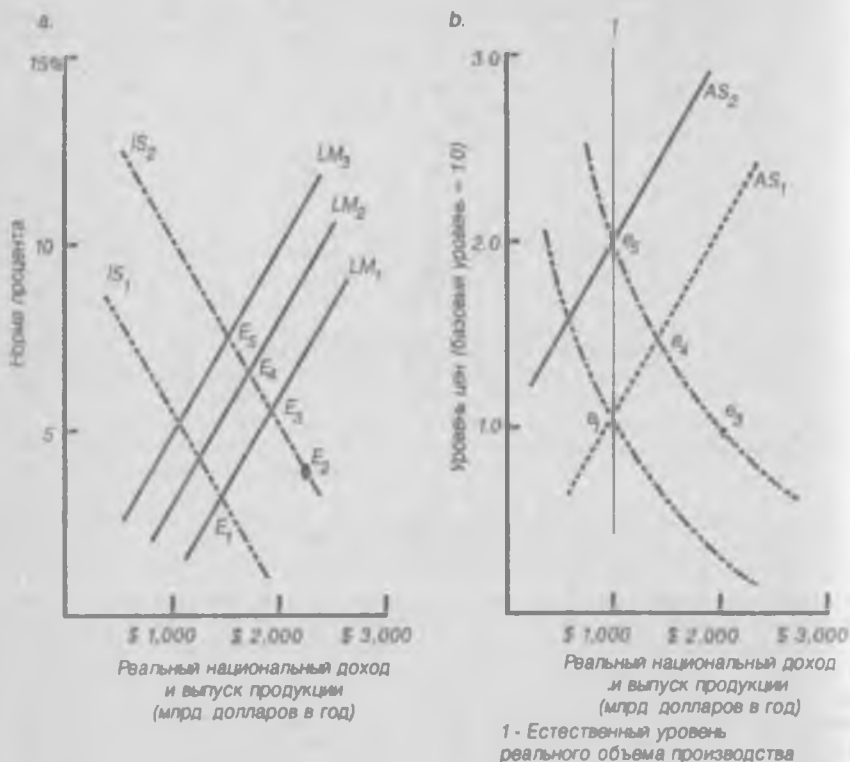


Рис. 19.9 Влияние фискальной политики при гибком ценообразовании

На этом рисунке представлено воздействие экспансионистской фискальной политики на экономическую систему в рамках IS-LM модели с гибкими ценами. Первоначально экономическая система находится в положении равновесия E_1 . Затем рост государственных закупок смещает кривую IS из положения IS_1 в IS_2 . Расстояние между E_1 и E_2 (часть (а) настоящего рисунка) есть абсолютный уровень изменения государственных закупок, умноженный на мультипликатор затрат. Однако «эффект вытеснения» приводит к тому, что экономическая система перемещается в положение E_3 , а не E_2 . Проекция расстояния от E_3 до E_1 на ось абсцисс есть смещение кривой совокупного спроса (расстояние $e_3 - e_1$ в части (б) рисунка). Однако в действительности реальный объем производства не возрастает на эту величину даже на краткосрочных временных интервалах, а вместо этого экономическая система движется вверх вдоль кривой совокупного предложения затрат. Однако «эффект вытеснения» приводит к тому, что экономическая система перемещается в положение E_4 . Рост уровня цен смещает кривую LM в положение LM_2 . Таким образом, E_4 является положением равновесия экономической системы на краткосрочных временных интервалах. По мере того, как ожидания хозяйственных агентов корректируются, кривая совокупного предложения сдвигается вверх в положение AS_2 , а экономическая система перемещается в положение E_5 . Таким образом, в долгосрочном периоде равновесие экономической системы возвращается к положению E_1 . Однако экспансионистские мероприятия фискальной политики перманентно поднимают норму процента и изменяют соотношение между долей частных инвестиций и государственных закупок, уменьшая первые и увеличивая последние (при сохранении неизменным общего реального объема производства).

абсцисс, как это было в случае фиксированных цен, экономическая система переместилась бы в положение равновесия e_3 , соответствующее E_3 в части (а) рассматриваемого рисунка.

Так как далее мы не считаем уровень цен фиксированным и абстрагируемся от этого допущения, вступает в действие второй фактор, видоизменяющий воздействие, оказываемое фискальной политикой на экономическую систему. При переходе экономической системы вправо-вверх вдоль кривой совокупного предложения AS_1 , вызванного изменением совокупного спроса (перемещение кривой совокупного спроса из положения AD_1 в положение AD_2), экономическая система достигает нового положения равновесия на краткосрочном временном интервале (e_4 в части (b) рисунка 19.9). Уровень цен в этом положении экономической системы составит приблизительно 1,25. Эти изменения — рост уровня цен — инициируют смещение кривой LM вверх до положения LM_2 (часть (a) рисунка 19.9), и таким образом E_4 (часть (a)) соответствует e_4 (часть (b)). Ввиду роста уровня цен реальный объем производства возрастет лишь только на 1250 млрд. долларов.

Но это еще далеко не все. Как мы установили в главе 17, экономическая система может оставаться в положении e_4 , характеризующемся реальным объемом производства выше своего естественного уровня, лишь очень ограниченный период времени. На долгосрочных временных интервалах фирмы и деловые предприятия скорректируют уровень цен на привлекаемые ими факторы производства в соответствии с их инфляционными ожиданиями. По мере того, как произойдут подобные события, кривая совокупного предложения сдвинется вверх от положения AS_1 в положение AS_2 , а экономическая система, подхлестываемая инфляцией, инспирированной затратами, начнет перемещаться вверх и влево вдоль кривой AD_2 . Реальный объем производства упадет до своего естественного уровня, а экономическая система достигнет нового положения равновесия (e_5) на долгосрочных временных интервалах¹.

По мере того, как экономическая система перемещается из положения e_4 в положение e_5 (часть (b) рисунка 19.9), дальнейшие изменения происходят и в части (a) рассматриваемого рисунка. Уровень цен растет, тем самым смещая кривую LM все выше и выше, пока она не примет положение LM_3 , а экономическая система не достигнет состояния равновесия E_5 , соответствующего e_5 в части (b). В этом положении реальный объем производства возвращается к своему естественному уровню.

Так какое же рациональное зерно сохранилось в кейнсианском мультипликативном эффекте, который, как ранее считалось, обеспечивает фискальной политике все ее влияние? Вынуждены констатировать, что его доля весьма незначительна, особенно, когда дело касается рассмотрения поведения экономической системы на долгосрочных временных интервалах. Часть мультипликативного эффекта компенсируется эффектом вытеснения, действующим на инвестиции частного сектора. Другая его часть диссипирует по мере повышения уровня цен (при движении экономической системы на краткосрочных временных интервалах вдоль и вверх по кривой совокупного предложения). Оставшаяся часть мультипликативного эффекта сводится прак-

¹ Сторонники неоклассической школы в этом случае отметили бы следующее: если предстоящие мероприятия в области фискальной политики ожидаются и полностью предсказуемы, то кривая совокупного предложения сместится вверх одновременно с какой-либо налогово-бюджетной новацией, а экономическая система переместится из положения e_1 в положение e_5 , минуя все промежуточные этапы. Как и в рассматриваемом ранее случае, полностью ожидаемых мероприятий в области денежно-кредитной политики, в этом варианте, даже промежуточный эффект влияния на реальный объем производства не будет иметь место. — *прим. авт.*

тически к нулю на долгосрочных временных интервалах, что в графической интерпретации выглядит как сдвиг вверх кривой совокупного предложения по мере корректировки ожиданий хозяйственными агентами.

Подобный результат несколько напоминает обсуждавшийся в главе 17 вопрос о нейтральности денег. Однако в данном случае как фискальная, так и денежно-кредитная политика, не являются полностью нейтральными, хотя и не имеют длительного воздействия на реальный объем производства. В новом положении равновесия на долгосрочных временных интервалах норма процента всегда выше своего уровня, предшествовавшего росту государственных закупок. Это обстоятельство отражает структурный сдвиг в составе национального продукта. Государственный сектор в этом случае увеличивает свою часть в нем по сравнению с предшествующим соотношением, а частный сектор, наоборот, уменьшает.

Влияние денежно-кредитной политики при гибком ценообразовании

На рисунке 19.10 представлено воздействие денежно-кредитной политики на экономическую систему в рамках IS-LM модели с гибкими ценами. Первоначально экономическая система находится в положении равновесия, реальный объем производства находится на своем естественном уровне и равен 1000 млрд. долларов; уровень цен равен 1,0; количество денег, находящихся в обращении, составляет 500 млрд. долларов, а норма процента равна 10%. Это состояние отмечено как E_1 и e_1 (соответственно части (b) и (c) рисунка 19.10). Рынок денег (часть (a)) находится в равновесии в точке пересечения кривых предложения (MS_1) и спроса (MD_1) денег.

Положим теперь, что Федеральная Резервная Система проводит ряд операций на открытом рынке ценных бумаг, которые увеличивают количество денег, находящихся в обращении, до 1000 млрд. долларов, а также принимает все усилия, дабы сохранить количество денег в обращении на новом уровне. Такая денежно-кредитная политика непосредственно смещает положение равновесия рынка денег в точку пересечения новой кривой предложения денег MS_2 и спроса на деньги MD_1 (часть (a) рисунка). Одновременно с этим происходит понижение нормы процента, и кривая LM сдвигается из положения LM_1 в положение LM_2 (часть (b) рисунка).

В модели с фиксированными ценами, как мы уже видели ранее, экономическая система в этом случае достигла бы нового положения равновесия E_2 (часть (b) рисунка). Однако при гибком ценообразовании события развиваются не совсем так. По мере сдвига кривой совокупного спроса экономическая система движется вверх вдоль кривой совокупного предложения AS_1 до положения e_2 , при этом происходит рост как реального объема производства, так и уровня цен. Возросший номинальный доход подкрепляет спрос на деньги, смещая кривую спроса на деньги в положение MD_2 . В то же самое время рост уровня цен сдвигает кривую LM вверх в положение LM_3 (подобное развитие процесса подробно изложено при анализе рисунка 19.7). В результате этих событий экономическая система на краткосрочных временных интервалах достигает положения равновесия E_3 (часть (b) рисунка) и соответствующего ему положения равновесия e_3 (часть (c) рисунка).

До сих пор наши выводы относительно эффективности денежно-кредитной политики сводились к следующему — рост количества денег, находящихся в обращении, на краткосрочных временных интервалах обеспечивает: понижение нормы процента, повышение реального объема производства и повышение уровня цен.

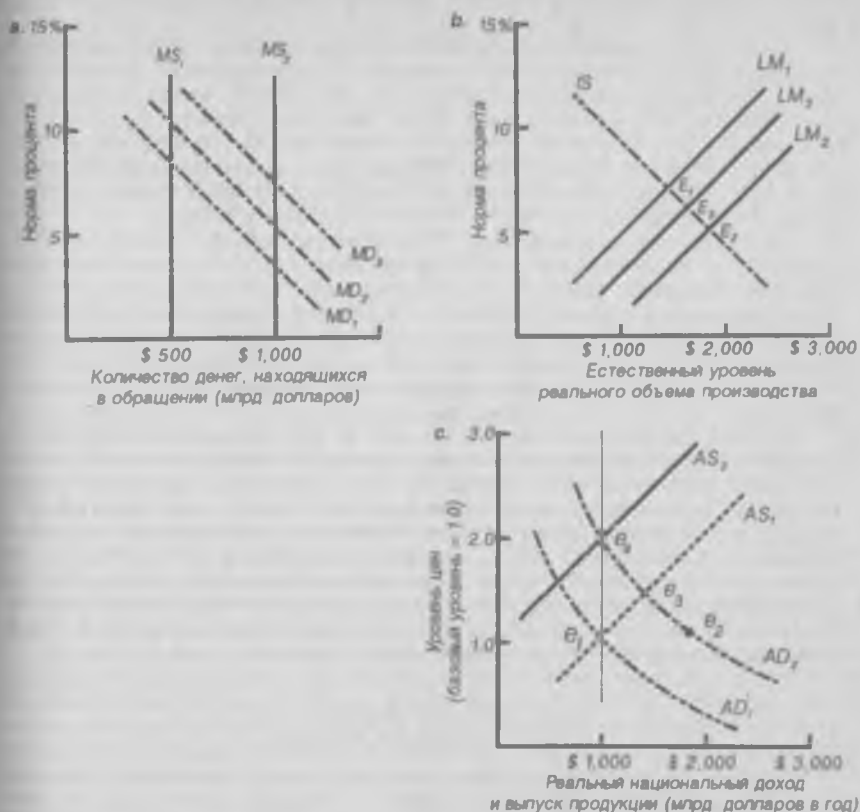


Рис. 19.10 Влияние денежно-кредитной политики при гибком ценообразовании

На данном рисунке представлено воздействие денежно-кредитной политики, выражающееся в удвоении количества денег, находящихся в обращении, на экономическую систему в рамках модели IS-LM с гибкими ценами. Смещение кривой предложения денег из положения MS_1 в положение MS_2 (без изменения уровня цен) сдвинет кривую LM из положения LM_1 в положение LM_2 , и экономическая система перейдет в новое состояние равновесия E_2 (часть (b) рисунка). Проекция расстояния от E_1 до E_2 на ось абсцисс эквивалентна смещению кривой совокупного спроса $e_2 - e_1$ (часть (c) рисунка). Однако в действительности реальный объем производства не возрастает на эту величину даже на краткосрочных временных интервалах, а вместо этого экономическая система движется вверх вдоль кривой совокупного предложения в положение e_3 . Рост уровня цен ограничивает сдвиг кривой LM до положения LM_3 , а не LM_2 . Таким образом, истинное положение равновесия на краткосрочных временных интервалах устанавливается в E_3 (часть (b) рисунка). В этом положении рост номинального дохода (частично рост реальный, а частично обусловленный ростом цен) смещает кривую спроса на деньги в положение MD_2 . По мере корректировки ожиданий хозяйственных агентов на долгосрочных временных интервалах кривая совокупного предложения сдвигается в положение AS_2 . Экономическая система перемещается к положению равновесия на долгосрочных временных интервалах e_4 (часть (c) рисунка). По мере достижения этого положения дальнейший рост уровня цен заставляет кривую LM сдвигаться обратно к LM_1 . Таким образом, новое положение равновесия на долгосрочных временных интервалах устанавливается в E_1 (то есть именно в исходной точке наших выкладок). К этому периоду времени постоянный рост номинального дохода сдвигает кривую спроса на деньги в положение MD_3 . При новом положении равновесия на долгосрочных временных интервалах реальный объем производства и норма процента вернулись к своим исходным уровням, что соответствует принципу нейтральности денег.

Однако экономическая система не может оставаться в этом положении неопределенно долго. Скоро начинается пересмотр ожиданий определенного уровня цен на привлекаемые факторы производства и кривая совокупного предложения начинает смещаться вверх. При этом неизбежно дальнейшее повышение уровня цен. При движении экономической системы вверх вдоль кривой совокупного спроса AD_2 (которая, заметим, отнюдь не абсолютно эластична) номинальный доход растет. Это вызывает дальнейшее смещение кривой спроса на деньги, которая занимает положение MD_3 .

В это время продолжавшийся рост уровня цен сдвигает кривую LM далее вверх, минуя положение LM_3 . К этому времени, как экономическая система достигает положения равновесия на долгосрочных временных интервалах e_4 (часть (с) рисунка), кривая LM сместится обратно к своему исходному положению LM_1 . Таким образом, на диаграмме $IS-LM$ (часть (b) рисунка) конечное положение равновесия на долгосрочных временных интервалах установится в E_1 , то есть именно в исходной точке, откуда начались все рассмотренные изменения.

Изучение полной модели подтверждает, в силу вышеизложенного, нейтральность денег. Как мы установили в главе 17, однократное необратимое изменение количества денег, находящихся в обращении, вызывает пропорциональное изменение уровня цен и не имеет сколь-нибудь ощутимого влияния на реальный объем производства, в особенности на долгосрочных временных интервалах. Приведенный анализ дает возможность сделать еще один, причем далеко не очевидный, вывод (ср. с результатами главы 17), вытекающий из концептуального понятия нейтральности денег, а именно — однократное необратимое изменение количества денег, находящихся в обращении, также оставляет неизменной существующую норму процента.

Денежно-кредитная политика, нормы процента и инфляция

До сего момента мы рассматривали только однократные и единовременные изменения количества денег, находящихся в обращении, и уровня цен. Это существенно упрощало наши рассуждения, позволив игнорировать разницу в понятиях реальной и номинальной норм процента. В реальной экономической жизни инфляция — это непрерывный продолжающийся процесс, а не случайное временное состояние между положениями равновесия экономической системы. Тем не менее, вопрос о соответствии, либо противопоставлении реальных и номинальных норм процента, заслуживает внимания.

В рассмотренной нами модели однократное увеличение количества денег, находящихся в обращении, снижает как реальные, так номинальные процентные ставки на краткосрочных временных интервалах, но не оказывает на них сколь-нибудь существенного влияния на долгосрочных временных интервалах. Однако, если мы рассматриваем влияние денежно-кредитной политики, учитывая длительные изменения темпов роста количества денег, находящихся в обращении, а не однократные изменения, складывается несколько другая картина. Такая тенденция, то есть длительное увеличение темпов роста количества денег в обращении, повышает номинальную норму.

В качестве примера сравним экономику США в начале шестидесятых и в конце семидесятых годов. С 1960 по 1964 год ежегодный рост такого параметра, как $M1$, достиг в среднем 2,8%, а номинальный доход от облигаций промышленных корпораций высшей категории (aaa-rated) в среднем составлял 4,4%. Далее, с 1975 по 1979 год темп роста параметра $M1$ составлял в среднем 7% в год, но, несмотря на экспансионистские мероприятия в области денежно-

кредитной политики, номинальный доход от наиболее высоко котирующихся облигаций промышленных корпораций возрос до 8,7%.

Суть взаимной связи между изменениями в денежно-кредитной политике и соответствующими нормами процента и состоит в воздействии проводимых экспансионистских мероприятий на темпы инфляции. Мы уже знаем, что экспансионистская денежно-кредитная политика способна увеличить темпы роста национального дохода и продукта, однако этот рост — в любом желаемом пределе — может быть обеспечен лишь в номинальных, а отнюдь не реальных единицах. Такое обстоятельство объясняется рядом ограничений, обусловленных состоянием рынка рабочей силы, занятостью в производстве, ростом производительности труда, изменениями структуры акционерного капитала и рядом других факторов. Предел реального экономического роста в истории США на долгосрочных временных интервалах, то есть темпы роста естественного уровня реального объема производства составлял около 3% в год.

Если экспансионистская денежно-кредитная политика вызывает рост номинального объема производства выше указанного предела на долгосрочном временном интервале, эти мероприятия приведут к развитию инфляционных процессов в экономической системе. Темпы инфляции в этом случае будут равны величине, на которую темпы роста номинального выпуска продукции превышают темпы роста реального объема производства. Нечто подобное и происходило в экономике США в начале шестидесятых и конце семидесятых годов. В эти периоды среднегодовой темп инфляции рос от 1,2% до 8%.

При длительном периоде роста цен хозяйственные агенты и индивиды корректируют свои планы, принимая во внимание инфляционные процессы. Рассмотрим хозяйственного агента — обладателя долгосрочных облигаций в своем портфеле активов. Он отдает себе отчет, что в этом случае при любой существующей номинальной норме процента рост темпов инфляции понижает реальную норму прибыли на облигации. Естественно, что наш хозяйственный агент, вкупе с другими держателями облигаций, стремится уменьшить количество облигаций в своем портфеле активов. Таким образом, цены на облигации снижаются, а номинальная норма доходности по ним растет. Хозяйственные агенты и индивиды вновь предпочтут владеть облигациями в своем портфеле лишь, когда значительный рост номинальной нормы процента компенсирует темпы, с которыми инфляция подрывает реальную покупательную способность, обеспеченную этим видом активов.

Что верно для номинальных норм прибыли на облигации, то также справедливо относительно номинальных норм процента, существующих во всей экономической системе. Отсюда следует, что ожидаемый рост темпа инфляции подталкивает вверх всю «семью» номинальных норм процента.

Повышение номинальных норм процента на долгосрочных временных интервалах, связанное с ростом количества денег, находящихся в обращении, не исключает, однако, возможности понижения номинальных процентных ставок на краткосрочных временных интервалах, вследствие протекционистских мероприятий денежно-кредитной политики.

Взаимная связь между изменениями темпа роста денежной массы и реальной скоростью процента менее определена, нежели аналогичные соотношения с номинальными нормами. Сторонники кейнсианского направления в экономической мысли склонны считать, что скачок в экспансионистской денежно-кредитной политике способен вызвать уменьшение реальных норм процента на достаточно долгий срок. С другой стороны, неоклассическая теория, вооруженная излюбленным тезисом о супернейтральности денег, предполагает, что ожидаемые изменения роста денежной массы не окажут на величину реальных норм процента сколь-нибудь заметного воздействия. По их мнению, ожидаемые

изменения роста денежной массы способны вызвать лишь синхронное идентичное изменение номинальных норм процента совместно с ожидаемым темпом инфляции. Неоклассики считают, что только неожиданное увеличение роста количества денег, находящихся в обращении, способно вызвать падение реальных норм процента на весьма ограниченный период.

Заглядывая вперед

В трех предыдущих главах разработан упрощенный вариант совокупной макроэкономической модели, которая позволяет исследовать суть воздействий денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики на состояние экономической системы. Самые общие подходы к этой модели (хотя, разумеется, далеко не все конкретные детали и вопросы) признаются практически всеми школами экономической мысли: кейнсианцами, монетаристами, неоклассиками и сторонниками эклектических теорий.

При построении рассмотренной макроэкономической модели мы незаслуженно обошли вниманием вопросы конкретного проведения в жизнь той или иной экономической политики. Этот момент вызывает наибольшие разногласия, даже при выработке общих точек зрения на саму структуру макроэкономической модели. В следующей главе будет рассмотрен ряд вопросов, касающихся выбора определенной стратегии проведения денежно-кредитной политики, включая аспекты координации денежно-кредитной политики и налогово-бюджетных мероприятий, а также некоторых общих правил и законов, которых стоит придерживаться творцам экономической политики.

Глава 20

АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ЦЕЛИ, ОБЩИЕ ПРАВИЛА И ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Обсудить тактические и промежуточные цели денежно-кредитной политики, а также ее конечные задачи.
- Сопоставить альтернативные промежуточные цели денежно-кредитной политики.
- Уяснить смысл задержек и ошибок в экономическом прогнозе, сопряженных с проведением определенной денежно-кредитной политики.
- Взвесить все возможные «за» и «против» денежно-кредитной конституции.
- Обсудить теоретические и практические аспекты влияния дефицита федерального бюджета на существующие нормы процента.
- Объяснить такие понятия, как «сеньораж» и «монетизация дефицита».

В предыдущих главах мы очертили круг вопросов, связанных с проведением денежно-кредитной политики — политические инструменты, находящиеся в распоряжении Федеральной Резервной Системы, и их влияние на банковскую систему в целом, а также на инфляционные процессы, занятость и реальный объем производства. В настоящей главе используется вся сумма рассмотренных нами факторов и закономерностей, опираясь на которые становится возможным осветить стратегические аспекты проведения денежно-кредитной политики.

В начале настоящей главы мы вернемся к рассмотрению целей денежно-кредитной политики, которые получили предварительное освещение в конце главы 16. Затем разворачивается полемика о практических путях реализации денежно-кредитной политики. В качестве альтернативных вариантов предлагаются следующие: неограниченная свобода действий творцов экономической политики в реализации той или иной программы, либо регуляризация тех или иных денежно-кредитных мероприятий определенным набором правил. В заключении главы разбирается вопрос взаимодействия денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в периоды значительного бюджетного дефицита федерального правительства.

ЦЕЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Иерархическая структура задач и целей денежно-кредитной политики

Высшая конечная задача денежно-кредитной политики состоит в обеспечении стабильности цен, полной занятости и росте реального объема производства. Однако текущая денежно-кредитная политика ориентируется на более конкретные и доступные цели, чем эта глобальная задача. Эти конкретные цели включают в себя тактические цели, достижимые путем проведения каждодневных последовательных операций на открытом рынке ценных бумаг, и промежуточные цели, регулирующие значения ключевых переменных в экономической системе на годовых (и более этого) временных интервалах.

Высшие задачи, промежуточные и тактические цели образуют иерархическую структуру, где на каждом определенном уровне присутствует корректирующая соответствующей цели для обеспечения выполнения задачи более высокого порядка. Предположим, что намеченная денежно-кредитной политикой тактическая цель состоит в поддержке на неизменном уровне независимых резервов, а промежуточной целью в этом случае является контроль за постоянством роста параметра $M1$. При этом желательный уровень независимых резервов будет корректироваться в той необходимой степени, которая обеспечит соответствующий рост денежной массы в требуемых размерах и направлении.

Тогда, с интервалом от нескольких месяцев до года желательный темп роста денежной массы может быть проконтролирован и, по необходимости, «подправлен» в свете конечной задачи обеспечения стабильности цен, полной занятости и роста реального объема производства.

В настоящем разделе мы будем использовать разработанные в предыдущих разделах экономические модели в контексте изучения различных целей денежно-кредитной политики. Последовательность нашего исследования такова: тактические, а затем промежуточные цели.

Тактические цели и LM кривая

В главе 16 мы показали, что выбор Федеральной Резервной Системой определенной тактической цели фактически задаст форму кривой предложения денег. Цель, преследующая фиксацию количества денег, нахо-

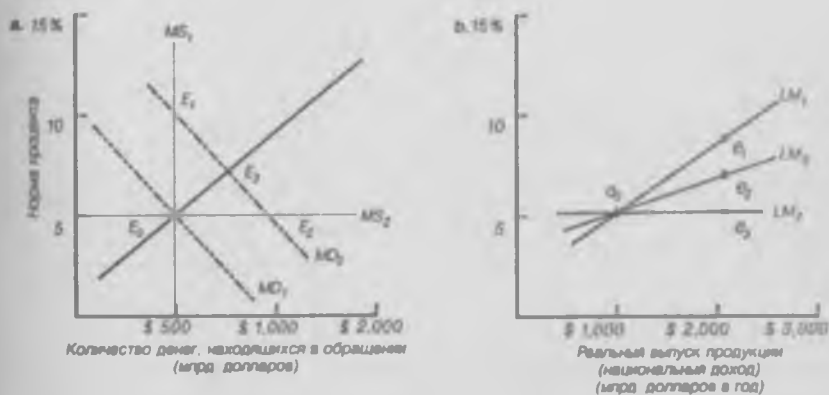


Рис. 20.1 Тактические цели и наклон LM кривой

Выбор ФРС определенной тактической цели определяет форму кривой предложения денег. Это обстоятельство проиллюстрировано на данном рисунке. В части (а) кривая предложения денег MS_1 соответствует тактической цели фиксации на определенном (в данном случае равном 500 млрд. долларов) уровне количества денег, находящихся в обращении; кривая предложения денег MS_2 — фиксации на определенном уровне (в данном случае равном 5%) нормы процента; кривая предложения денег MS_3 , отвечающая лишь частично гибкой денежно-кредитной политике, преследует, к примеру, цель фиксации уровня независимых резервов. Заметим, что наклон кривой предложения денег в свою очередь определяет наклон LM кривой. Предположим, что реальный доход возрастает от 1000 млрд. долларов до 2000 млрд. долларов и, пока уровень цен не изменяется, сдвигает тем самым кривую спроса на деньги из положения MD_1 в положение MD_2 . При кривой предложения денег MS_1 норма процента возрастет до 10% (точка E_1 в части (а) рисунка, соответствующая точке e_1 в части (б) рисунка; в этом положении реальный доход составляет 1000 млрд. долларов, а норма процента равна 10%). Прямая линия, проходящая через точки e_0 и e_1 , представляет собой в нашем понимании кривую LM_1 , соответствующую кривой спроса на деньги MD_1 . Кривые LM_2 и LM_3 получены аналогичным образом.

дящихся в обращении, задает вертикальную кривую предложения денег. Цель, преследующая фиксацию нормы процента, известная как гибкая денежно-кредитная политика, задает диаметрально противоположную кривую предложения денег — горизонтальную. Разнообразие промежуточных вариантов между этими крайними позициями задает наклонную кривую предложения денег с весьма широким спектром значений угла ее наклона. Например, денежно-кредитная политика может удерживать независимые резервы на фиксированном уровне, при этом позволяя резервам, полученным путем займов, расти или уменьшаться в соответствии с изменением разности между нормой процента (процентной ставкой) федеральных резервных фондов и учетной ставкой.

Наклон кривой LM. Используя модель, разработанную в главе 19, покажем, что наклон кривой предложения денег, в свою очередь, определяет наклон кривой LM. Это обстоятельство проиллюстрировано на рисунке 20.1. Как было указано в предыдущей главе, кривая LM строится путем

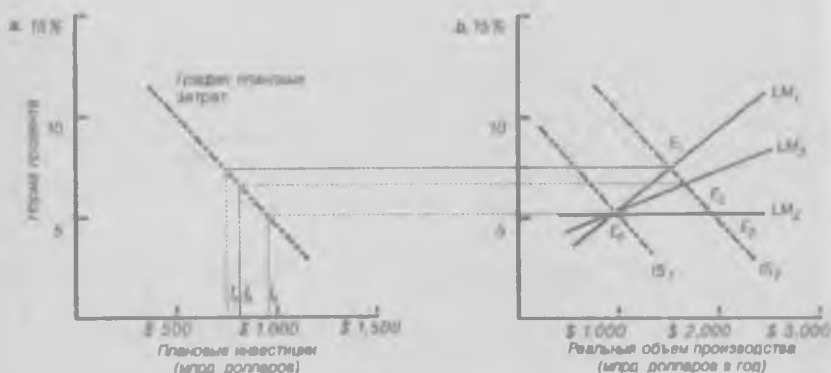


Рис. 20.2 Кривая LM и эффект вытеснения

Как показано на данном рисунке, наклон кривой LM определяет степень воздействия эффекта вытеснения. Положим, что рост государственных закупок перемещает кривую IS из положения IS_1 в положение IS_2 . Если ФРС в своем выборе придерживается тактической цели фиксации на определенном уровне денежной массы, экономическая система будет смещаться вдоль кривой LM₁ к новому положению равновесия E_1 , при этом норма процента возрастет от 5% до 7,5%. В части (а) рисунка показано, что подобный рост процентных ставок вытеснит долю частных инвестиций, равную $I_0 - I_1$, по мере движения экономической системы влево-вверх вдоль графика функции плановых инвестиций. Если ФРС придерживается гибкой денежно-кредитной политики, экономическая система будет смещаться вдоль кривой LM₂ в новое положение равновесия E_2 . В этом случае не происходит изменений уровня инвестиций частного сектора, так как равновесная норма процента сохраняет свое прежнее значение. Кривая LM₃ соответствует некоему промежуточному случаю развития экономической системы, сопряженному с частично гибкой денежно-кредитной политикой. При этом вытесняется лишь некая доля частных инвестиций ($I_0 - I_3$) — меньшая, чем соответствующая предельному случаю ($I_0 - I_1$).

смещения кривой спроса на деньги вдоль фиксированной кривой предложения денег. В части (а) рисунка 20.1 кривая спроса на деньги MD_1 соответствует реальному доходу в 1000 млрд. долларов, а кривая MD_2 — реальному доходу в 2000 млрд. долларов. Уровень цен в этом случае считаем постоянным.

При вертикальной кривой предложения денег MS_1 смещение кривой спроса на деньги задаст новое положение равновесия на рынке денег E_1 с нормой

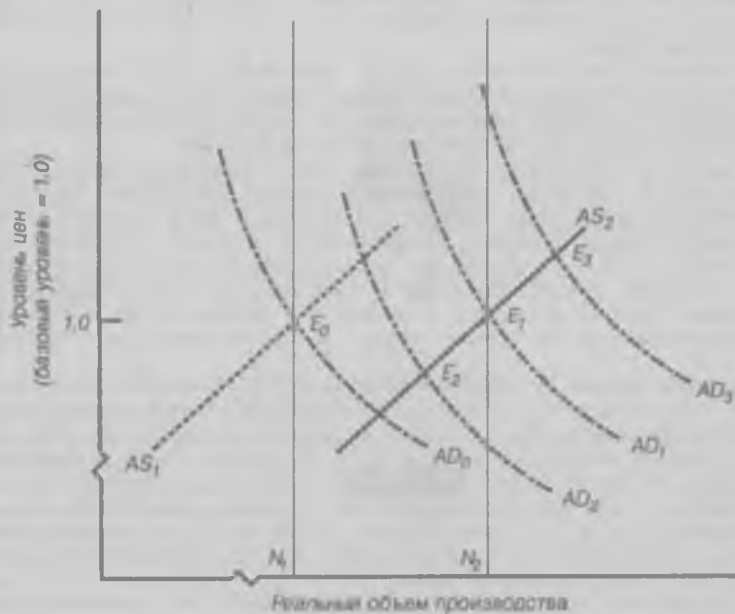


Рис. 20.3 Промежуточные цели денежно-кредитной политики в периоды экономического роста

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия E_0 . С течением времени численный рост трудовых резервов и производительности труда вызывает рост естественного уровня реального объема производства. На долгосрочных временных интервалах это обстоятельство вызывает сдвиг кривой совокупного предложения вправо — из положения N_1 в положение N_2 . При отсутствии каких-либо изменений в уровне цен на привлекаемые факторы производства кривая совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах в этом случае сдвинется из положения AS_1 в положение AS_2 . Чтобы поддержать стабильность уровня цен и соответствие роста истинного реального объема производства росту его естественного уровня, кривая совокупного спроса должна сдвигаться вправо аналогичными темпами, как и при сдвиге из положения AD_0 в положение AD_1 . При постоянной скорости обращения денег в движении доходов это происходит при условии обеспечения со стороны ФРС темпов роста денежной массы, равных темпам роста естественного уровня реального объема производства на достаточно продолжительных интервалах времени. Если темпы роста количества денег, находящихся в обращении, замедляются (или падает скорость обращения денег), экономическая система движется к другому положению равновесия, например, E_2 , в котором будет наблюдаться спад темпов экономического роста. Наоборот, если количество денег, находящихся в обращении, растет слишком быстро (или увеличивается скорость обращения денег), кривая совокупного спроса примет положение типа AD_2 , смещая экономическую систему в положение E_3 , характеризующуюся бурным развитием инфляционных процессов, инспирированных спросом.

процента, равной 10%, вместо прежнего положения E_0 с нормой процента, равной 5%. Соответствующие точки в части (b) рисунка есть e_1 и e_0 . Таким образом, линия, проходящая через эти точки, — есть кривая LM, соответствующая вертикальной кривой предложения денег.

При горизонтальной кривой предложения денег MS_2 смещение кривой спроса на деньги задает другое положение равновесия на рынке денег — E_2 — вместо прежнего положения E_0 , не изменяя, однако, при этом существующую норму процента. Соответствующие точки в части (b) рисунка есть e_2 и e_0 . Таким образом, если ФРС преследует в качестве тактической цели гибкую денежно-кредитную политику, которая задает горизонтальную кривую предложения денег, соответствующая кривая LM — LM_2 — будет также располагаться горизонтально.

И, наконец, при наклонной кривой предложения денег MS_3 смещение кривой спроса на деньги повышает норму процента только до 7,5%. Соответствующая этим обстоятельствам кривая LM — LM_3 — имеет промежуточный угол наклона между рассмотренными крайними случаями.

Кривая LM и эффект вытеснения. Как показано на рисунке 20.2, наклон кривой LM имеет существенное влияние на степень воздействия рассмотренного нами ранее эффекта вытеснения. В части (a) этого рисунка представлен график плановых инвестиций, а в части (b) представлена IS-LM модель. Как и на предыдущем рисунке, три кривых LM соответствуют трем различным тактическим целям. Положим, что первоначально экономическая система находится в положении равновесия E_0 . Затем рост государственных закупок смещает кривую IS из положения IS_1 в положение IS_2 .

Смещение кривой IS относительно кривой LM_1 , соответствующей постоянному количеству денег, находящихся в обращении, сопровождается переходом экономической системы в новое положение равновесия E_1 . При этом норма процента повышается с 5% до 7,5%, а уровень плановых инвестиций снижается, что соответствует движению влево-вверх вдоль графика плановых инвестиций в части (a) рисунка. Уровень плановых инвестиций при этом уменьшается с I_0 до I_1 . Таким образом, воздействие роста государственных закупок на реальный объем производства частично компенсируется вытеснением инвестиций частного сектора.

Экономические процессы, обусловленные кривой LM_2 , соответствующей гибкой денежно-кредитной политике, не обнаруживают наличие эффекта вытеснения. В этом случае сдвиг кривой IS лишь смещает экономическую систему в новое положение равновесия (из E_0 в E_2), оставляя неизменными норму процента и уровень плановых инвестиций. При кривой LM_3 , соответствующей проведению частично гибкой денежно-кредитной политики, экономическая система находит промежуточное положение равновесия E_3 , при котором эффект вытеснения наблюдается, но степень его воздействия на уровень инвестиций частного сектора меньше, чем в случае фиксации количества денег, находящихся в обращении.

Из вышеизложенного следует, что степень гибкости денежно-кредитной политики определяет ряд важных следствий для экономической системы. Более гибкая денежно-кредитная политика приводит к тому, что изменение государственных закупок сильнее скажется на уровне реального объема производства и менее — на изменении норм процента и, соответственно, эффекте вытеснения. Кроме того, этот вывод справедлив для любых изменений уровня автономных затрат (то есть не только государственных закупок, а и иных параметров автономных затрат).

Гибкая денежно-кредитная политика, сопряженная с гибким ценообра-

зованием. Материал, представленный на рис. 20.1 и 20.2, в основе своей опирается на IS-LM модель с фиксированным уровнем цен. Однако при некоторой модификации представленных выше результатов, они применимы и для IS-LM модели, учитывающей гибкое ценообразование.

В предыдущей главе показано, что смещение кривой IS приводит к смещению кривой совокупного спроса в том же самом направлении (см. рис. 19.9). Так как частично гибкая денежно-кредитная политика уменьшает наклон LM кривой, то соответствующий сдвиг кривой IS вызовет относительно большее смещение кривой совокупного спроса. В результате этих процессов увеличивающаяся степень гибкости денежно-кредитной политики будет вызывать все усиливающееся воздействие изменения автономных затрат на реальный объем производства на краткосрочных временных интервалах.

На долгосрочных временных интервалах корректировка ожиданий хозяйственных агентов возвращает реальный объем производства к его естественному уровню, вне зависимости от наклона кривой LM. Но, так как частично гибкая денежно-кредитная политика смещает кривую совокупного спроса на деньги вправо-вверх в более сильной степени (чем сдвиг кривой IS — прим. пер.), то равновесный уровень цен на долгосрочных временных интервалах установится на более высокой отметке¹. В конце главы мы вернемся к рассмотрению этого вопроса, исследуя взаимные связи денежно-кредитной политики и дефицита федерального бюджета.

Промежуточные цели денежно-кредитной политики в периоды экономического роста

До сего момента, обсуждая различные аспекты денежно-кредитной политики, мы исключали из рассмотрения рост естественного уровня реального объема производства во времени. Переставляя акценты нашего анализа экономической системы с тактических целей, господствующих на краткосрочных временных интервалах, на промежуточные цели денежно-кредитной политики, мы приходим к тому, что экономический рост становится одним из основных вопросов дальнейших исследований. Рис. 20.3 иллюстрирует это обстоятельство.

Как показано на рис. 20.3, первоначально экономическая система находится в положении равновесия E_0 , которому соответствует естественный уровень реального объема производства N_1 . С течением времени численный рост трудовых резервов и увеличение производительности труда повышает естественный уровень реального объема производства до N_2 . По мере того как вертикальная кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах смещается вправо, кривая совокупного предложения

Соблюдая полноту изложения, следует отметить, что изменение наклона кривой предложения денег влияет как на наклон кривой совокупного спроса, так и на величину ее смещения в качестве реакции на изменение уровня автономных затрат. Это изложено при рассмотрении рисунка 19.7, иллюстрирующего вышеуказанные процессы для различных видов кривых предложения денег. Приближение кривой предложения денег к горизонтальному положению ведет к тому, что кривая совокупного спроса смещается вправо, кривая совокупного предложения — влево. Если же кривая совокупного спроса и кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах — пролегают вертикально, это соответствует случаю абсолютно гибкой денежно-кредитной политики. Рассмотрение эффекта реального богатства (рисунок 19.8) приводит к появлению отрицательного наклона кривой совокупного спроса даже в случае абсолютно гибкой денежно-кредитной политики. Так как результирующий график не очень нагляден, в настоящем изложении он опущен. — прим. авт.

на краткосрочных временных интервалах сдвинется из положения AS_1 в положение AS_2 . Подобный сдвиг кривой совокупного предложения на краткосрочных интервалах указывает на то, что фирмы и деловые предприятия обеспечат более высокий естественный уровень реального объема производства при неизменном уровне цен, препятствуя изменению ожидаемого уровня цен на привлекаемые факторы производства. Это происходит вследствие предполагаемого и совпадающего с желаниями хозяйственных агентов увеличения производительности труда и возросшего предложения рабочей силы на рынках труда.

Истинный путь, по которому сместятся реальный объем производства и уровень цен вслед за перемещением кривой совокупного предложения, зависит от изменений в совокупном спросе. Если перемещение кривой совокупного спроса полностью соответствует росту естественного уровня реального объема производства (сдвиг кривой совокупного спроса в положение AD_1), экономическая система достигает нового положения равновесия E_1 . В этом положении реальный объем производства находится на своем естественном уровне. Кроме того — что весьма важно — в этом положении на своем «естественном» уровне находится и безработица¹.

Однако, если совокупный спрос не совпадает с темпами роста естественного уровня реального объема производства, процессы в экономической системе не будут протекать столь гладко. Предположим, что кривая совокупного спроса сместится только до положения AD_2 . В этом случае экономическая система по мере роста естественного уровня реального объема производства переместится в положение E_2 , в котором реальный объем производства больше первоначального уровня, соотношенного с положением E_0 , но меньше нового естественного уровня реального объема производства. При этом — вследствие снижения реального объема производства относительно естественного уровня — безработица поднимается выше ее «естественного» уровня. Пример, подобный рассмотренному, при котором темпы роста реального объема производства недостаточны для поддержания уровня безработицы на его «естественном» уровне, известен в экономической науке как спад темпов роста.

Предположим, с другой стороны, что сдвиг кривой совокупного спроса вправо обгоняет рост естественного уровня реального объема производства, что в графической интерпретации соответствует сдвигу кривой совокупного спроса в положение AD_3 . В этом случае перемещение экономической системы завершится в положении E_3 . Здесь истинный реальный объем производства вырастет даже больше своего естественного уровня, но ценой такого процесса будет инфляционная вспышка, инспирированная спросом. С течением времени, когда хозяйственные агенты будут учитывать в своих ожиданиях рост цен на привлекаемые факторы производства, кривая совокупного предложения сдвинется вверх, тем самым иницируя дальнейшее ускорение темпов роста инфляции.

Урок, преподанный денежно-кредитной политикой, очевиден: достижение конечной задачи экономического роста при стабильности цен и полной занятости требует соответствия темпов роста естественного уровня реального объема производства росту совокупного спроса. Выбор конкретной промежуточной цели денежно-кредитной политики должен быть подчинен наилучшему способу корректировки баланса между этими переменными.

¹ «Естественный» уровень безработицы понимается здесь как долговременная (хроническая) безработица, которая не зависит от темпов экономического роста. — *прим. пер.*

Темп роста денежной массы как промежуточная цель

Сторонники монетаристского направления в экономической мысли внесли существенный вклад в споры об эффективности денежно-кредитной политики, акцентируя внимание на постоянстве темпов роста денежной массы как наиболее точной и соответствующей высшим задачам промежуточной цели. Темп роста количества денег, находящихся в обращении, должен подстраиваться наиболее точным и близким образом к темпу роста естественного уровня реального объема производства на долгосрочных временных интервалах, который в послевоенный период американской экономики составлял в среднем около 3 процентов в год.

При достижении устойчивой взаимной связи между количеством денег, находящихся в обращении, и совокупным спросом, другой ключевой принцип монетаризма — постоянный рост денежной массы — позволяет совокупному спросу синхронно реагировать на рост естественного уровня реального объема производства. В этом случае на долгосрочных временных интервалах будет достигнута полная занятость и стабильность цен. Хотя множество факторов временно может повлиять на совокупный спрос, заставляя его то отставать, то обгонять естественный уровень реального объема производства, постоянство темпов роста денежной массы вселяет надежду в наши ожидания на долгосрочных временных интервалах. В этом случае некие нарушения баланса в экономической системе на краткосрочных временных интервалах будут автоматически корректироваться, не вызывая безудержной инфляции и не ввергая экономику в депрессию. Даже если промежуточная цель, состоящая в контроле темпов роста денежной массы, не может полностью и абсолютно точно соответствовать росту естественного уровня реального объема производства на долгосрочных временных интервалах, это различие создает лишь очень ограниченную инфляцию (или дефляцию) в доли процента в год. При этом темпы изменения уровня цен не будут иметь тенденции к ускорению или замедлению, оставаясь на вполне приемлемом уровне.

Правило роста денежной массы и связанные с ним проблемы. Критики изложенной выше концепции заострили внимание на стабильности взаимной связи между денежной массой и совокупным спросом, то есть скорости обращения денег. При постоянстве темпов роста количества денег, находящихся в обращении, увеличение скорости обращения денег ускорит рост совокупного спроса, что потенциально грозит развитием инфляционных процессов. Аналогичным образом уменьшение скорости обращения денег вызовет некое отставание темпов роста совокупного спроса, приводя в экономическую систему весьма вероятный спад темпов ее роста.

Как ранее было установлено, в экономической системе США скорость обращения денег (параметр $M1$) в период с 1950 по 1980 год постоянно возрастала, испытывая при этом год от года значительные флуктуации (см. рисунок 15.4). Эти наблюдатели полагают, что флуктуации скорости обращения денег способны породить на долгосрочных временных интервалах весьма заметную инфляцию, а возникновение резких перепадов объема реального национального продукта на краткосрочных временных интервалах имело бы место при росте денежной массы.

Сторонники монетаристского направления парируют эти возражения двояко. Во-первых, по их мнению, значительная часть резкого увеличения скорости обращения денег (параметр $M1$) до восьмидесятых годов возникла в результате услившейся инфляции. При строгом соблюдении правила роста денежной

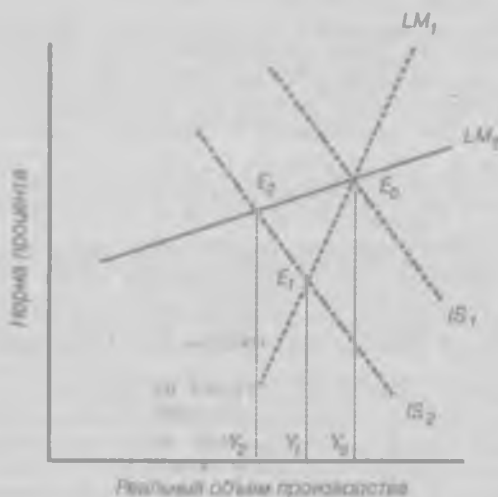


Рис. 20.4 Промежуточные цели и эластичность по проценту

Накопленный фактический материал позволяет предположить, что в восьмидесятые годы спрос на деньги в экономике США стал более эластичен по проценту. Ряд официальных представителей ФРС и независимых экономистов на основании этого пришли к выводу, что это обстоятельство снижает эффективность использования контроля за объемом денежной массы как промежуточной цели экономической политики. Эти рассуждения проиллюстрированы на данном рисунке. Относительно неэластичный спрос на деньги связан с кривой LM относительно крутой формы — на рисунке LM_1 . В этом случае резкое нарушение спроса на деньги (которое, как мы уже знали, сместит кривую IS влево-вниз из положения IS_1 в положение IS_2) вызовет падение уровня реального объема производства до значения Y_1 — при неизменном уровне цен. Более эластичный по проценту спрос на деньги связан с кривой LM относительно пологой формы — на рисунке LM_2 . В этом случае аналогичное нарушение спроса вызовет более значительное падение уровня реального объема производства (на рисунке — до значения Y_2). Сторонники рассмотренной точки зрения считают, что во избежание столь резких изменений в уровне реального объема производства, ФРС обязана скорректировать количество денег, находящегося в обращении, компенсируя изменения скорости обращения денег, вызванные вариациями существовавшей нормы процента.

массы инфляционные процессы в экономике не смогли бы возобладать и, следовательно, скорость обращения денег не возросла бы или выросла в самой малой степени.

Во-вторых, монетаристы всегда сомневались относительно справедливости выбора темпов роста денежного параметра $M1$ как промежуточной цели денежно-кредитной политики. Экономическая реальность восьмидесятых годов подтвердила правоту этих опасений. Как мы видели ранее в главе 15, спрос на деньги (параметр $M1$) в период с 1970 года становился все менее предсказуемым. С другой стороны, спрос на деньги (параметр $M2$) и скорость обращения денег, рассматриваемая в рамках этого параметра, находилась в тесной взаимосвязи с нормами процента, испытывая крайне незначительные флуктуации на долгосрочных временных интервалах. Произошедшее в конце восьмидесятых годов переосмысление денежно-кредитной политики (в частности, перенос основного внимания с $M1$ на

денежные параметры более высоких порядков) со стороны руководства Федеральной Резервной Системы вызвало одобрение у сторонников монетаристской экономической школы.

Важность понятия эластичности по проценту. Некоторые экономисты считают, что постоянный темп роста денежной массы (даже при устойчивой его взаимосвязи со спросом на деньги) малоэффективен как промежуточная цель денежно-кредитной политики, если спрос на деньги высокоэластичен по проценту. Эта точка зрения отражена на рис. 20.4 в рамках IS-LM модели.

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия E_0 , характеризующегося реальным объемом производства, равным Y_0 . В дальнейшем считаем, что происходит сдвиг кривой IS влево-вниз из положения IS₁ в положение IS₂. Это смещение может быть вызвано изменением фискальной политики, трансформацией уровня плановых инвестиций, спадом спроса на экспортные товары и массой других вещей.

Реакция экономической системы на смещение кривой IS зависит от угла наклона LM кривой, который, в свою очередь, зависит от эластичности спроса на деньги по проценту¹.

Кривая LM, характеризующаяся крутым наклоном к оси абсцисс, представляет собой пример относительно неэластичного по проценту спроса на деньги. Считая, что не происходит никаких изменений в уровне цен, сдвиг кривой IS в этом случае вызовет смещение экономической системы в положение E_1 , в котором реальный объем производства сокращается до уровня Y_1 . В более полной модели с гибкими ценами (графически здесь не представленной) разность $Y_0 - Y_1$ эквивалентна смещению влево-вниз кривой совокупного спроса. По мере того, как экономическая система движется влево-вниз вдоль кривой совокупного предложения, уровень цен падает и достигает положения равновесия на краткосрочных временных интервалах при уровне реального объема производства, меньшем, чем Y_0 , но большем, чем Y_1 . Сторонники монетаристской школы склонны рассматривать этот процесс, как умеренный краткосрочный спад реального объема производства, который является вполне естественным следствием обеспечения постоянного роста денежной массы вопреки сдвигу IS.

Более плоская кривая LM₂ представляет собой пример более эластичного по проценту спроса на деньги, который, по всей видимости, преобладал в американской экономике в начале восьмидесятых годов. В этом случае аналогичный сдвиг кривой IS перемещает экономическую систему в положение E_2 . Реальный объем производства при этом уменьшается более существенным образом — до уровня Y_2 . В полной модели, учитывающей гибкое ценообразование, кривая совокупного спроса сдвигается влево-вниз еще резче. Критики правила роста денежной массы усматривают в такой значительной изменчивости реального объема производства при сдвигах кривой IS весьма нежелательное и, зачастую неприемлемое, для экономической системы обстоятельство.

При таких условиях они рекомендуют Федеральной Резервной Системе дополнительно увеличивать темп роста денежной массы, что могло бы сместить кривую LM вправо, компенсируя тем самым снижение уровня реального объема производства.

¹ Чтобы установить, почему более эластичный по проценту спрос на деньги определяет более плоскую форму кривой LM, вернитесь к рис. 19.3 и внимательно изучите рассматриваемую взаимную связь для различных кривых спроса на деньги. — *прим. авт.*

**Номинальный объем производства
как промежуточная цель
денежно-кредитной политики**

Экономическая политика, использующая правило роста денежной массы, сталкивается с трудноразрешимыми проблемами, когда скорость обращения денег меняется непредсказуемым образом, либо спрос на деньги по проценту становится весьма эластичным. Альтернативная изложенной выше денежно-кредитная политика, предложенная целым рядом экономистов, выдвигает в качестве промежуточной цели постоянство темпов роста номинального ВВП. Результатом такой политики, равно как и в предыдущем случае, должно явиться постоянное смещение кривой совокупного предложения строго пропорционально темпам роста естественного уровня реального объема производства на долгосрочных временных интервалах.

Для воплощения указанных целей в жизнь Федеральной Резервной Системе необходимо постоянно корректировать количество денег, находящихся в обращении, уравнивая любые изменения в скорости обращения денег. Если снижение процентных ставок уменьшало бы скорость обращения денег — как это было в середине восьмидесятых годов в экономике США — ФРС реализовала бы дополнительные резервы на открытом рынке. В этом случае количество денег, находящихся в обращении, выросло бы в степени, достаточной для того, чтобы удержать от снижения уровень номинального объема производства (который, как мы помним из главы 14, равен произведению скорости обращения денег на количество денег, находящихся в обращении, а равенство это следует из уравнения $14.2 MV = PY$). С другой стороны, если измерения в структуре банковских правил и методах контроля и регулирования финансовых операций увеличивают скорость обращения денег, как это происходило в семидесятые годы, ФРС изъяла бы часть резервов из банковской системы. И опять в этом случае уровень номинального объема производства соответствовал бы поставленной цели. Поскольку ФРС будет непрерывно корректировать количество денег, находящихся в обращении, компенсируя флуктуации скорости обращения денег, такая промежуточная цель денежно-кредитной политики иногда называется «управление денежными агрегатами, скорректированными по скорости».

Многие наблюдатели отмечали, что с середины восьмидесятых годов ФРС во главу угла своей денежно-кредитной политики поставила именно эту цель. Действия ФРС, позволившие параметру $M1$ резко опережать намеченный диапазон роста в ответ на значительное уменьшение скорости обращения денег 1985—1986 г.г., располагают именно к этой интерпретации произошедших в экономической системе процессов. Однако официальные представители Федеральной Резервной Системы отказались характеризовать проводимую денежно-кредитную политику только в таком ключе, утверждая, что контроль за номинальным объемом производства — один из целого ряда возможных способов воздействия на текущее положение экономической системы.

На самом деле, нежелание ФРС декларировать в качестве промежуточной цели контроль за номинальным объемом производства имеет под собой определенную подоплеку. Таким образом, Федеральная Резервная Система получает поддержку определенного круга экономистов, среди которых большинство составляют сторонники академических взглядов. При такой промежуточной цели, тем не менее, возникает ряд потенциальных проблем и сложностей.

Так, например, изменение темпов роста естественного уровня реального

объема производства войдет в противоречие с достижением стабильности цен и полной занятости. Как номинальный объем производства, так и рост количества денег, находящихся в обращении, принятые в качестве промежуточных целей, так или иначе сталкиваются с вышеуказанной проблемой. Замедление темпов роста естественного уровня реального объема производства, имевшее место в конце семидесятых годов, вызвало бы сильнейшую инфляцию при сохранении намеченных темпов роста номинального выпуска продукции. С другой стороны, ускорение темпов роста естественного уровня реального объема производства может обогнать заданный промежуточной целью уровень номинального объема производства, приводя к увеличению уровня безработицы. Некоторые сторонники «концепции предложения» в экономической мысли усматривали подобную опасность, воследовавшую за сокращением налогов, произошедшим в начале восьмидесятых годов.

Еще одно возражение встречает номинальный объем производства в качестве промежуточной цели экономической политики при анализе формы кривой

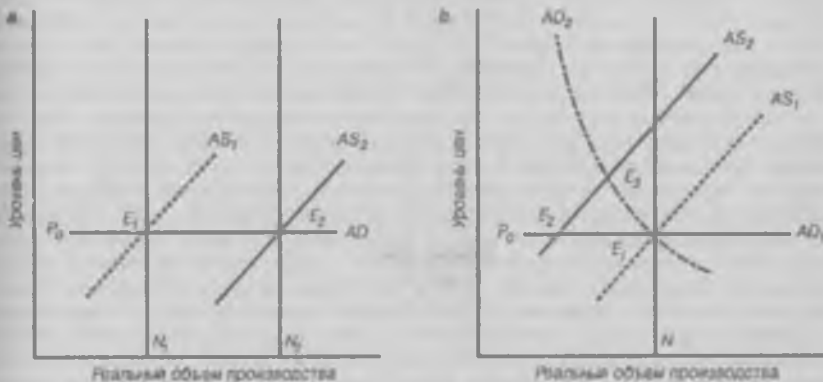


Рис. 20.5 Уровень цен как цель денежно-кредитной политики

Ряд экономистов предложил администрации ФРС использовать регулирование уровня цен в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики. Реализация этого мероприятия на практике должна выглядеть следующим образом: при понижении уровня цен ниже определенной отметки, ФРС предоставляет банковской системе дополнительные резервы, повышая тем самым совокупный спрос. И наоборот — при увеличении уровня цен компенсирующее ограничение совокупного спроса достигается путем изъятия части резервов из банковской системы или резкого уменьшения темпов их продвижения на финансовые рынки. Такие денежно-кредитные мероприятия обеспечивают существование кривой совокупного спроса горизонтальной формы (что рассматривается вполне приемлемой альтернативой при условии равномерных темпов роста экономической системы, без резких изменений в уровне цен на привлекаемые факторы производства. Эта ситуация приведена в части (а) рисунка). Однако, если экономическая система претерпевает в своем развитии резкие нарушения (шок) предложения, поднимающие уровень цен на привлекаемые факторы производства, возникает ряд проблем. Эта ситуация приведена в части (b) рисунка. В этом случае постоянство уровня цен в качестве цели денежно-кредитной политики (кривая совокупного спроса AD_1) приведет к значительному сокращению реального объема производства. Когда промежуточной целью денежно-кредитной политики является контроль и регламентация количества денег, находящихся в обращении (кривая совокупного спроса AD_2 более традиционной формы), рост уровня цен частично компенсирует последствия шока предложения, и реальный объем производства сократится в степени меньшей, чем в предыдущем случае.

совокупного спроса. Рассмотрим этот вопрос подробнее. Когда количество денег, находящихся в обращении, компенсирует изменения скорости обращения денег, кривая совокупного спроса станет единично эластичной, как и в случае, когда скорость обращения денег совместно с количеством денег, находящихся в обращении, не претерпевают каких-либо изменений. В главе 17 была рассмотрена кривая совокупного спроса единичной эластичности. В этом случае экономическая система в ответ на неблагоприятные изменения предложения реагирует, сокращая реальный выпуск продукции строго пропорционально росту уровня цен. Как уже было отмечено в главе 17, ряд экономистов считает, что ФРС при проведении текущих мероприятий обязана смягчить инфляционные процессы, инспирированные шоком предложения, уменьшая вызванное ими влияние на уровень реального объема производства и занятость (советуем Вам вернуться к рассмотрению рис. 17.10). Учтем, что хорошо знакомая нам кривая совокупного спроса с эластичностью, меньшей единицы, автоматически среагирует на процессы, вызванные шоком предложения, и обеспечит необходимые коррективы рассмотренных параметров экономической системы.

И, наконец, контроль за номинальным объектом производства, выступающим в качестве промежуточной цели, трудно осуществим на практике. Дело в том, что этот параметр экономической системы, в отличие от количества денег, находящихся в обращении, лежит вне пределов прямой досягаемости Федеральной Резервной Системы. Проводимые ею операции на открытом рынке ценных бумаг имеют достаточно быстрый и легко предсказуемый результат, когда дело касается такого параметра экономической системы как денежная масса. Опосредствованное через денежную массу влияние на номинальный объем производства требует больше времени (иногда до нескольких месяцев) для его проявления и, более того, подвержено неожиданным сторонним воздействиям, связанным с флуктуацией скорости обращения денег. Это очень существенное возражение, поскольку точная информация об уровне номинального ВВП появляется в распоряжении ФРС лишь спустя некоторый период времени. Этот период также может составлять несколько месяцев. Таким образом, попытки удержать развитие экономической системы в определенном фарватере, руководствуясь контролем за темпами роста номинального объема производства, напоминают попытку вести машину вперед, обернувшись назад или пользуясь зеркалом заднего вида. Короче говоря, даже при постановке подобной задачи заранее можно утверждать, что любые мероприятия ФРС, направленные на ее воплощение в реальную экономическую жизнь, обречены на провал.

Уровень цен как промежуточная цель денежно-кредитной политики

Контроль и ограничение темпов роста как денежной массы, так и номинального объема производства, в качестве промежуточных целей экономической политики в своем развитии послужили причиной возникновения еще одного конструктивного предложения, а именно — рассмотрения постоянства уровня цен как новой промежуточной цели. Согласно этому плану ФРС обязан увеличивать количество денег, находящихся в обращении, всякий раз, когда уровень цен снижася и, соответственно, сокращать объем денежной массы при повышении уровня цен. В этом случае уровень цен может быть измерен либо как дефлятор ВВП, либо как индекс цен для более узкой группы основных товаров широкого потребления.

В графической интерпретации постоянство уровня цен, рассматриваемое

как промежуточная цель денежно-кредитной политики, задает кривую совокупного спроса строго горизонтальной формы — по крайней мере на долгосрочных временных интервалах. Это обстоятельство проиллюстрировано на рис. 20.5. Часть (а) рисунка демонстрирует реакцию экономической системы на рост естественного уровня реального объема производства, когда в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики выступает постоянство уровня цен. По мере роста естественного уровня реального объема производства вертикальная кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах смещается из положения N_1 в положение N_2 , а наклонная кривая совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах (на рис. 20.5 не показанная) смещается вместе с ней. В развитии этих процессов ФРС регулирует уровень цен весьма незамысловатым способом: если он опускается ниже отметки P_0 , ФРС предлагает банковской системе дополнительные резервы; если уровень цен переваливает через отметку P_0 , определенную промежуточной целью, ФРС сокращает предложение резервов. Таким образом, достигается независимость уровня цен от темпов роста естественного уровня реального объема производства. Еще раз подчеркнем, что в рассмотренном выше случае поставленной промежуточной цели адекватно отвечает кривая совокупного спроса горизонтальной формы.

Однако постоянство уровня цен, выбранное в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики, не свободно от ряда существенных недостатков. Одним из них является неадекватная реакция экономической системы на вероятные резкие нарушения предложения (представлена в части (а) рис. 20.5). В этом случае предполагается, что шок предложения смещает кривую совокупного предложения из положения AS_1 в положение AS_2 , тогда как естественный уровень реального объема производства остается неизменным. Поддерживая уровень цен на постоянном уровне, ФРС будет вынуждена сократить количество денег, находящихся в обращении, на весьма значительную величину, чтобы вернуть экономическую систему в положение E_2 . В этом случае отрицательное воздействие шока предложения на реальный объем производства и уровень занятости будет почти катастрофическим. Наоборот, если количество денег, находящихся в обращении, останется неизменным в подобной экономической ситуации, экономическая система начнет двигаться вверх вдоль кривой совокупного спроса AD_2 к положению E_3 . Негативное влияние шока предложения на реальный объем производства и уровень занятости будет много меньше. Многие экономисты склонны считать, что сопутствующая этому процессу умеренная инфляция — вполне приемлемая цена, которую следует заплатить, чтобы свести до минимума отрицательные последствия шока предложения на состояние экономической системы.

Вторая из рассматриваемых проблем (равно как и в случае номинального объема производства, рассматриваемого в качестве промежуточной цели) — это некоторое запаздывание мероприятий ФРС относительно уже произошедших в экономической системе изменений. Ряд исследований, анализирующих эти процессы, называют сроки лишь в 2—3 года достаточными для полного и всеобъемлющего воздействия денежно-кредитной политики на уровень цен. Таким образом, хотя корректировка денежной массы в соответствии с принятым уровнем цен на протяжении короткого периода ее корректирующее влияние на экономику может сказаться лишь тогда, когда экономическая система уже уйдет достаточно далеко от положения равновесия.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: СВОД РЕГЛАМЕНТИРУЮЩИХ ПРАВИЛ

Все наши предыдущие рассуждения свелись к тому, что ни одну цель из возможного спектра промежуточных целей денежно-кредитной политики нельзя рассматривать как идеальное средство, универсальное при всех вероятных обстоятельствах развития экономической системы. Следуя этому, официальные представители Федеральной Резервной Системы пришли к заключению, что контролю с их стороны должен подлежать целый ряд параметров экономической системы — совокупность показателей, характеризующих объем денежной массы; общий объем предоставленных кредитов; структура и тенденции изменений уровней номинального и реального объема производства; изменения различных индексов цен; ряд показателей развития мировой экономической системы — внешнеторговый платежный баланс, обменный валютный курс доллара и т. д. В результате этого анализа возобладаало мнение о необходимости предоставления ФРС полной свободы действий в рамках осуществления текущей денежно-кредитной политики с целью возможно более быстрой и адекватной реакции на происходящие в экономической системе изменения. Так, например, известное решение ФРС отменить контроль за темпами роста денежной массы (в рамках параметра M_1) в свете беспрецедентного в своей стремительности увеличения скорости обращения денег в 1985—1986 г.г. является характерной чертой такого подхода.

Однако ряд критически настроенных экономистов из той же самой подборки фактов сделали диаметрально противоположные выводы. По их мнению, неограниченная свобода выбора тех или иных денежно-кредитных мероприятий, несмотря на то, что не существует какой-либо конкретной технически совершенной денежно-кредитной политики, также не является панацеей. Они считают, что вероятные действия ФРС должны регулироваться неким сводом правил и законов, своего рода «денежно-кредитной конституцией», определенной заранее и изменяемой редко и только в случае крайней необходимости. Основным правилом денежно-кредитной конституции, характерным для монетаристского подхода, является постоянство темпов роста денежной массы в качестве цели выбранной ими денежно-кредитной политики. Сторонники других подходов предложили иные основы денежно-кредитной конституции — зачастую более сложные, основанные на комплексе целей денежно-кредитной политики, корректируемой по мере изменения обстоятельств функционирования экономической системы. Однако целый ряд экономистов рассматривает разработку и воплощение в жизнь конкретных основ денежно-кредитной политики как второстепенный вопрос. На первый план, по их мнению, выдвигается ограничение Федеральной Резервной Системы в выборе средств и методов реализации задуманных денежно-кредитных мероприятий на практике, а также широкое оповещение всех заинтересованных сторон о находящемся в распоряжении ФРС политическом инструментарии, то есть ограничении деятельности ФРС рамками денежно-кредитной конституции. Следующий раздел рассматривает эти вопросы подробнее.

**Проблемы, связанные
с экономическим прогнозом и задержками
в реакции экономической системы**

Проблема денежно-кредитной конституции возникла тогда, когда было отмечено, что денежно-кредитная политика оказывает свое воздействие на поведение экономической системы исключительно с некоторым отставанием во времени. Ряд исследований показал, что изменение темпов роста денежной массы сказывается на темпах роста реального объема производства спустя 3—12 месяцев. До соответствующей реакции уровня цен проходит еще больше времени — по некоторым подсчетам от 2 до 3 лет.

Такие задержки имплицитно связаны со способностью ФРС компенсировать резкие изменения скорости обращения денег, уровня автономных расходов и иных параметров, приводящих к сдвигам кривой совокупного спроса. Естественно, что успешное противодействие нежелательным процессам в экономике в этом случае должно начинаться заблаговременно. Это означает, что проведение эффективных стабилизационных мероприятий должно базироваться на точном экономическом прогнозе гипотетической ситуации и их допустимой временной задержке.

Критики подобного подхода к стабилизационным мероприятиям считают, что в настоящее время точность и оправдываемость экономического прогноза оставляют желать лучшего. Так в период 1973—1975 г.г. предсказывалось резкое увеличение темпов инфляции и норм процента. В действительности оказалось, что темпы роста инфляции были недооценены на 3—4 процентных пункта, а рост уровня безработицы почти на 2 процентных пункта. В 1980 году вне зоны внимания экономистов оказалась скорость выхода экономической системы из непродолжительного по времени спада этого года. Как только экономические прогнозы были скорректированы с учетом этого процесса и был предсказан необычайный экономический рост в будущем году, экономическая система оказалась ввергнутой в еще более сильный спад 1981 года. Прогноз по уровню реального ВВП на 1982 год в итоге оказался завышенным по сравнению с наступившей действительностью на 4 процентных пункта. Это явилось одной из самых неприятных ошибок прогностического толка за последние годы. В середине восьмидесятых годов вне анализа остался резкий спад скорости обращения денег, и экономический прогноз относительно уровня цен и объема производства, имевший в основе изучение количества денег, находящихся в обращении, оказался сильно завышенным.

Сочетания ошибок в экономических прогнозах и задержек в реакции экономической системы привели монетаристов к выводу, что даже самые благие намерения творцов экономической политики не способны «настроить» экономическую систему оптимальным образом, а тщательные попытки преуспеть в этом малоблагодарном занятии равновероятно могут принести экономической системе как пользу, так и вред.

Официальные представители ФРС, разумеется, не согласны с подобными оценками. Разделяя точку зрения на несовершенство экономических прогнозов, они, тем не менее, уверены, что обеспечивают статистически значимое преимущество над наивными представлениями об экономическом будущем как отражении опыта прошлых лет. Более того — по мнению сторонников «свободной» (discretionary) денежно-кредитной политики, не связанной какими-либо рам-

¹ Stephen K. Mc Nees and John Ries, «The Track Record of Macroeconomic Forecasts» New England Economic Review, November-December 1983, pp. 5—18

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: СВОД РЕГЛАМЕНТИРУЮЩИХ ПРАВИЛ

Все наши предыдущие рассуждения свелись к тому, что ни одну цель из возможного спектра промежуточных целей денежно-кредитной политики нельзя рассматривать как идеальное средство, универсальное при всех вероятных обстоятельствах развития экономической системы. Следуя этому, официальные представители Федеральной Резервной Системы пришли к заключению, что контролю с их стороны должен подлежать целый ряд параметров экономической системы — совокупность показателей, характеризующих объем денежной массы; общий объем предоставленных кредитов; структура и тенденции изменений уровней номинального и реального объема производства; изменения различных индексов цен; ряд показателей развития мировой экономической системы — внешнеторговый платежный баланс, обменный валютный курс доллара и т. д. В результате этого анализа возобладаало мнение о необходимости предоставления ФРС полной свободы действий в рамках осуществления текущей денежно-кредитной политики с целью возможно более быстрой и адекватной реакции на происходящие в экономической системе изменения. Так, например, известное решение ФРС отменить контроль за темпами роста денежной массы (в рамках параметра M1) в свете беспрецедентного в своей стремительности увеличения скорости обращения денег в 1985—1986 г.г. является характерной чертой такого подхода.

Однако ряд критически настроенных экономистов из той же самой подборки фактов сделали диаметрально противоположные выводы. По их мнению, неограниченная свобода выбора тех или иных денежно-кредитных мероприятий, несмотря на то, что не существует какой-либо конкретной технически совершенной денежно-кредитной политики, также не является панацеей. Они считают, что вероятные действия ФРС должны регулироваться неким сводом правил и законов, своего рода «денежно-кредитной конституцией», определенной заранее и изменяемой редко и только в случае крайней необходимости. Основным правилом денежно-кредитной конституции, характерным для монетаристского подхода, является постоянство темпов роста денежной массы в качестве цели выбранной ими денежно-кредитной политики. Сторонники других подходов предложили иные основы денежно-кредитной конституции — зачастую более сложные, основанные на комплексе целей денежно-кредитной политики, корректируемой по мере изменения обстоятельств функционирования экономической системы. Однако целый ряд экономистов рассматривает разработку и воплощение в жизнь конкретных основ денежно-кредитной политики как второстепенный вопрос. На первый план, по их мнению, выдвигается ограничение Федеральной Резервной Системы в выборе средств и методов реализации задуманных денежно-кредитных мероприятий на практике, а также широкое оповещение всех заинтересованных сторон о находящемся в распоряжении ФРС политическом инструментарии, то есть ограничении деятельности ФРС рамками денежно-кредитной конституции. Следующий раздел рассматривает эти вопросы подробнее.

Проблемы, связанные с экономическим прогнозом и задержками в реакции экономической системы

Проблема денежно-кредитной конституции возникла тогда, когда было отмечено, что денежно-кредитная политика оказывает свое воздействие на поведение экономической системы исключительно с некоторым отставанием во времени. Ряд исследований показал, что изменение темпов роста денежной массы сказывается на темпах роста реального объема производства спустя 3—12 месяцев. До соответствующей реакции уровня цен проходит еще больше времени — по некоторым подсчетам от 2 до 3 лет.

Такие задержки имплицитно связаны со способностью ФРС компенсировать резкие изменения скорости обращения денег, уровня автономных расходов и иных параметров, приводящих к сдвигам кривой совокупного спроса. Естественно, что успешное противодействие нежелательным процессам в экономике в этом случае должно начинаться заблаговременно. Это означает, что проведение эффективных стабилизационных мероприятий должно базироваться на точном экономическом прогнозе гипотетической ситуации и их допустимой временной задержке.

Критики подобного подхода к стабилизационным мероприятиям считают, что в настоящее время точность и оправдываемость экономического прогноза оставляют желать лучшего¹. Так в период 1973—1975 г.г. предсказывалось резкое увеличение темпов инфляции и норм процента. В действительности оказалось, что темпы роста инфляции были недооценены на 3—4 процентных пункта, а рост уровня безработицы почти на 2 процентных пункта. В 1980 году вне зоны внимания экономистов оказалась скорость выхода экономической системы из непродолжительного по времени спада этого года. Как только экономические прогнозы были скорректированы с учетом этого процесса и был предсказан необычайный экономический рост в будущем году, экономическая система оказалась ввергнутой в еще более сильный спад 1981 года. Прогноз по уровню реального ВВП на 1982 год в итоге оказался завышенным по сравнению с наступившей действительностью на 4 процентных пункта. Это явилось одной из самых неприятных ошибок прогностического толка за последние годы. В середине восьмидесятых годов вне анализа остался резкий спад скорости обращения денег, и экономический прогноз относительно уровня цен и объема производства, имевший в основе изучение количества денег, находящихся в обращении, оказался сильно завышенным.

Сочетания ошибок в экономических прогнозах и задержек в реакции экономической системы привели монетаристов к выводу, что даже самые благие намерения творцов экономической политики не способны «настроить» экономическую систему оптимальным образом, а тщательные попытки преуспеть в этом малоблагодарном занятии равновероятно могут принести экономической системе как пользу, так и вред.

Официальные представители ФРС, разумеется, не согласны с подобными оценками. Разделяя точку зрения на несовершенство экономических прогнозов, они, тем не менее, уверены, что обеспечивают статистически значимое преимущество над наивными представлениями об экономическом будущем как отражении опыта прошлых лет. Более того — по мнению сторонников «свободной» (discretionary) денежно-кредитной политики, не связанной какими-либо рам-

¹ Stephen K. Mc Nees and John Rics, «The Track Record of Macroeconomic Forecasts» New England Economic Review, November-December 1983, pp. 5—18

ками и ограничениями, стабилизационные мероприятия, основанные на экономическом прогнозе, способны временно ухудшить экономическую ситуацию, но в среднем всегда способствуют оздоровлению экономики. Это положение вызывает новый ряд возражений со стороны монетаристов и приверженцев денежно-кредитной конституции.

Политические проблемы «свободного» денежно-кредитного регулирования

Даже если положить, что творцы экономической политики обладают абсолютным сверхъестественным даром предвидения экономической ситуации, сторонники денежно-кредитной конституции не уверены, что эти знания целиком и полностью будут направлены на обеспечение долгосрочной экономической стабильности вследствие политического давления, которое может быть оказано в процессе принятия тех или иных решений. Это обстоятельство вовсе не означает, что принятие определенных шагов в экономической реформации диктуется плохими или своекорыстными намерениями, но ведь хорошо известно, чем вымощена дорога в ад; — даже абсолютно честные политики не могут действовать независимо от системы, частью которой они являются.

Первый вопрос о правомерности подобного подхода возникает в связи с акцентированием внимания текущей политики на краткосрочных временных интервалах. Так в Конгрессе США происходит смена действующих лиц приблизительно за два года. В этом смысле назначение членов Совета Управляющих ФРС на 14-летний срок частично защищает их от необходимости действовать применительно к быстротекущим переменам политического курса. Однако на практике члены Совета Управляющих ФРС почти никогда не занимают свои посты в течение полного срока. Кроме того, в случае какой-либо необходимости Конгресс США и правящая администрация имеют в своих арсеналах достаточно много иных способов воздействия на творцов экономической политики. Это может достигаться при личных встречах между представителями ФРС, с одной и Государственного Казначейства, с другой стороны; во время контактов с представителями правящей администрации. Давление может оказываться и публично — при разнообразных слушаниях в Конгрессе; на пресс-конференциях в Белом Доме. Кроме того, политика «большой дубинки» имеет место и в этом случае — во власти Президента США назначение новых членов Совета Управляющих, что подкрепляется периодическими угрозами со стороны Конгресса об ограничении полномочий ФРС в законодательном порядке. Такие действия, естественно, пугают.

Второй вопрос касается определения момента времени принятия определенных экономических решений. Когда экономическая система ввергается в спад, давление на ФРС с сакраментальными просьбами и пожеланиями типа «сделайте что-нибудь с безработицей» максимально возрастает. Однако любое мероприятие, направленное на стимулирование уровня занятости и предпринятое именно в этот момент, вызовет эффект лишь спустя немалый промежуток времени, когда наступит фаза расширения делового цикла, и приведет уже к обратным результатам. Подобным образом в период экономической экспансии политическое давление «сделайте что-нибудь с инфляцией!», достигающее максимальной силы во время предельного темпа роста уровня цен, приведет к тому, что протекционистские мероприятия скажутся лишь тогда, когда реальный объем производства снова начнет уменьшаться, а предпринятые меры лишь усугубят ситуацию.

**Неоклассический подход
и «свободная»
денежно-кредитная политика**

Приверженцы теории рациональных ожиданий и экономисты-неоклассики солидаризируются с монетаристами в вопросе о необходимости создания денежно-кредитной конституции, расходясь во взглядах лишь в некоторых деталях¹. Необходимость денежно-кредитной конституции мотивируется представителями неоклассической школы исходя из принятой ими на вооружение доктрины супернейтральности денег. Вспомним, что этот тезис предполагает отсутствие сколь-нибудь заметного влияния на реальный объем производства со стороны ожидаемых заранее изменений денежно-кредитной политики и указывает, что существенное воздействие могут возыметь лишь неожиданные повороты политического курса.

Принятие денежно-кредитной конституции само по себе способно усилить неожиданные изменения в заранее определенном курсе денежно-кредитной политики, и, таким образом, отсечет один из возможных источников возникновения экономической нестабильности. Наоборот, режим «свободной» денежно-кредитной политики оказывается не в состоянии повлиять на средний уровень реального объема производства в течение длительного времени, поскольку реальный объем производства в таком случае стремится к своему естественному уровню; это означает, что единственным результатом проведения в жизнь «свободной» денежно-кредитной политики, полной разнообразных превратностей и сюрпризов, явится увеличение дисперсии (разброса) уровня реального объема производства относительно своего естественного значения — то есть приводит к самым нежелательным последствиям.

Хотя свобода в выборе определенных денежно-кредитных мероприятий и не изменит средний уровень реального объема производства с течением времени, сторонники неоклассического подхода в экономической мысли усматривают в этом явлении потенциальную опасность повышения среднего уровня темпов инфляции. Они утверждают, что существует коренное противоречие между долгосрочными и краткосрочными задачами ФРС, известное в экономической жизни как «проблема временных несоответствий».

В качестве доказательства этого обстоятельства неоклассики предлагают следующую схему. Предположим, что в один прекрасный день ФРС, действуя в рамках «свободной» денежно-кредитной политики, объявляет о проведении ряда мероприятий, преследующих снижение темпов инфляции на долгосрочных временных интервалах. Хозяйственные агенты относятся к этому сообщению с полным доверием. Фирмы, деловые предприятия и семейные хозяйства основывают свои экономические планы, руководствуясь низким уровнем инфляции. Однако, когда подобные ожидания входят в плоть и кровь экономической системы, выясняется, что Федеральная Резервная Система может обеспечить рост реального объема производства на краткосрочных временных интервалах только за счет некоторого увеличения темпов инфляции, сопутствующего внезапному повышению темпов роста совокупного спроса. Затем, не дожидаясь полной корректировки ожиданий хозяйственных агентов применительно к новым условиям, ФРС заявляет, что подобные изменения в будущей денежно-кредитной политике

¹ Robert J. Barro «Rules Versus Discretion: Alternative Monetary Regimes» (Baltimore: The John Hopkins University Press, 1986), pp. 16—30.

ками и ограничениями, стабилизационные мероприятия, основанные на экономическом прогнозе, способны временно ухудшить экономическую ситуацию, но в среднем всегда способствуют оздоровлению экономики. Это положение вызывает новый ряд возражений со стороны монетаристов и приверженцев денежно-кредитной конституции.

Политические проблемы «свободного» денежно-кредитного регулирования

Даже если положить, что творцы экономической политики обладают абсолютным сверхъестественным даром предвидения экономической ситуации, сторонники денежно-кредитной конституции не уверены, что эти знания целиком и полностью будут направлены на обеспечение долгосрочной экономической стабильности вследствие политического давления, которое может быть оказано в процессе принятия тех или иных решений. Это обстоятельство вовсе не означает, что принятие определенных шагов в экономической реформации диктуется плохими или своекорыстными намерениями, но ведь хорошо известно, чем вымощена дорога в ад; — даже абсолютно честные политики не могут действовать независимо от системы, частью которой они являются.

Первый вопрос о правомерности подобного подхода возникает в связи с акцентированием внимания текущей политики на краткосрочных временных интервалах. Так в Конгрессе США происходит смена действующих лиц приблизительно за два года. В этом смысле назначение членом Совета Управляющих ФРС на 14-летний срок частично защищает их от необходимости действовать применительно к быстротекущим переменам политического курса. Однако на практике члены Совета Управляющих ФРС почти никогда не занимают свои посты в течение полного срока. Кроме того, в случае какой-либо необходимости Конгресс США и правящая администрация имеют в своих арсеналах достаточно много иных способов воздействия на творцов экономической политики. Это может достигаться при личных встречах между представителями ФРС, с одной и Государственного Казначейства, с другой стороны; во время контактов с представителями правящей администрации. Давление может оказываться и публично — при разнообразных слушаниях в Конгрессе; на пресс-конференциях в Белом Доме. Кроме того, политика «большой дубинки» имеет место и в этом случае — во власти Президента США назначение новых членов Совета Управляющих, что подкрепляется периодическими угрозами со стороны Конгресса об ограничении полномочий ФРС в законодательном порядке. Такие действия, естественно, пугают.

Второй вопрос касается определения момента времени принятия определенных экономических решений. Когда экономическая система подвергается в спад, давление на ФРС с сакраментальными просьбами и пожеланиями типа «сделайте что-нибудь с безработицей» максимально возрастает. Однако любое мероприятие, направленное на стимулирование уровня занятости и предпринятое именно в этот момент, вызовет эффект лишь спустя немалый промежуток времени, когда наступит фаза расширения делового цикла, и приведет уже к обратным результатам. Подобным образом в период экономической экспансии политическое давление «сделайте что-нибудь с инфляцией!», достигающее максимальной силы во время предельного темпа роста уровня цен, приведет к тому, что протекционистские мероприятия скажутся лишь тогда, когда реальный объем производства снова начнет уменьшаться, а предпринятые меры лишь усугубят ситуацию.

Неоклассический подход и «свободная» денежно-кредитная политика

Приверженцы теории рациональных ожиданий и экономисты-неоклассики солидаризируются с монетаристами в вопросе о необходимости создания денежно-кредитной конституции, расходясь во взглядах лишь в некоторых деталях¹. Необходимость денежно-кредитной конституции мотивируется представителями неоклассической школы исходя из принятой ими на вооружение доктрины супернейтральности денег. Вспомним, что этот тезис предполагает отсутствие сколь-нибудь заметного влияния на реальный объем производства со стороны ожидаемых заранее изменений денежно-кредитной политики и указывает, что существенное воздействие могут возыметь лишь неожиданные повороты политического курса.

Принятие денежно-кредитной конституции само по себе способно усилить неожиданные изменения в заранее определенном курсе денежно-кредитной политики, и, таким образом, отсечет один из возможных источников возникновения экономической нестабильности. Наоборот, режим «свободной» денежно-кредитной политики оказывается не в состоянии повлиять на средний уровень реального объема производства в течение длительного времени, поскольку реальный объем производства в таком случае стремится к своему естественному уровню; это означает, что единственным результатом проведения в жизнь «свободной» денежно-кредитной политики, полной разнообразных превратностей и сюрпризов, явится увеличение дисперсии (разброса) уровня реального объема производства относительно своего естественного значения — то есть приводит к самым неблагоприятным последствиям.

Хотя свобода в выборе определенных денежно-кредитных мероприятий и не изменит средний уровень реального объема производства с течением времени, сторонники неоклассического подхода в экономической мысли усматривают в этом явлении потенциальную опасность повышения среднего уровня темпов инфляции. Они утверждают, что существует коренное противоречие между долгосрочными и краткосрочными задачами ФРС, известное в экономической жизни как «проблема временных несоответствий».

В качестве доказательства этого обстоятельства неоклассики предлагают следующую схему. Предположим, что в один прекрасный день ФРС, действуя в рамках «свободной» денежно-кредитной политики, объявляет о проведении ряда мероприятий, преследующих снижение темпов инфляции на долгосрочных временных интервалах. Хозяйственные агенты относятся к этому сообщению с полным доверием. Фирмы, деловые предприятия и семейные хозяйства основывают свои экономические планы, руководствуясь низким уровнем инфляции. Однако, когда подобные ожидания входят в плоть и кровь экономической системы, выясняется, что Федеральная Резервная Система может обеспечить рост реального объема производства на краткосрочных временных интервалах только за счет некоторого увеличения темпов инфляции, сопутствующего внезапному повышению темпов роста совокупного спроса. Затем, не дожидаясь полной корректировки ожиданий хозяйственных агентов применительно к новым условиям, ФРС заявляет, что подобные изменения в будущей денежно-кредитной политике

¹ Robert J. Barro «Rules Versus Discretion: Alternative Monetary Regimes» (Baltimore: The John Hopkins University Press, 1986), pp. 16—30.

никогда более не воспоследствуют. Таким образом напрашивается следующий вывод: рациональные действия ФРС на краткосрочных временных интервалах категорически несовместны с декларируемыми долгосрочными экономическими программами.

Неоклассики утверждают, что рациональные ожидания фирм и семейных хозяйств учтут возможность таких действий со стороны ФРС; поэтому любые декларации ФРС не вызовут у них особого доверия, и они будут строить свои экономические планы, основываясь на завышенных темпах инфляции, нежели те, о которых объявила ФРС как цели своей денежно-кредитной политики. И тут перед Федеральной Резервной Системой возникает весьма неприятная альтернатива. Предположим, что ФРС продолжает упорно поддерживать рост денежной массы, что само по себе обеспечивает низкий темп инфляции на долгосрочных временных интервалах, даже несмотря на увеличение совокупного предложения, питаемого все еще имеющими место инфляционными ожиданиями. В результате происходящих процессов реальный объем производства в скором времени упадет ниже своего естественного уровня, и экономическая система будет ввергнута в спад (либо, в лучшем случае, спад темпов экономического роста). Чтобы удержать реальный объем производства на естественном уровне, ФРС будет вынуждена принять меры, которые обеспечат рост совокупного спроса, причем более высокими темпами, чем это было ранее обещано. Но именно эти действия ФРС и подтвердят рациональные ожидания скептически настроенных хозяйственных агентов.

Неоклассики полагают, что рассмотренная проблема временных несоответствий придает «свободной» денежно-кредитной политике необратимый и неотъемлемый инфляционный уклон, а единственным способом решения возникающих противоречий является принятие денежной конституции, ограничивающей бесконтрольную свободу действий Федеральной Резервной Системы. Такой свод правил делает невозможным преследование со стороны ФРС краткосрочных экспансионистских целей, пусть даже рационально обоснованных, а денежно-кредитная конституция способна стабилизировать ожидания хозяйственных агентов и, соответственно, обеспечить стабильность цен.

Позиция Федеральной Резервной Системы

Члены Совета Управляющих ФРС отдают себе отчет в существовании ряда негативных моментов, сопряженных с проведением «свободной» денежно-кредитной политики, но, тем не менее, считают, что жесткий регламент мероприятий, связанных с денежным обращением, таит в себе больше опасностей. Образно говоря, их положение можно сравнить с действиями командира воздушного лайнера: он понимает все преимущества автопилота при ординарном полете, но принимает управление кораблем на себя, когда возникает необходимость в непредвиденном маневрировании. Располагает ли ФРС необходимым числом сотрудников для успешного проведения выбранного экономического курса? Способна ли эта организация гибко лавировать в угрожающей экономической ситуации? Не тяготит ли основную массу «пассажиров» полет по маршруту, заданному ФРС? Эти вопросы остаются открытыми и по сей день, а споры продолжаются.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА, ФИСКАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА И ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА

До сего момента мы рассматривали экономические проблемы, связанные лишь с денежно-кредитной политикой, оставляя «за кадром» все остальные аспекты функционирования экономической системы. Естественно, что мероприятия по денежно-кредитному регулированию сопряжены с государственными мероприятиями, управляющими федеральными расходами и налогообложением. В восьмидесятые годы эти связи приобрели весьма значительный размах ввиду роста дефицита федерального бюджета. Нижеследующий раздел посвящен анализу этого взаимодействия.

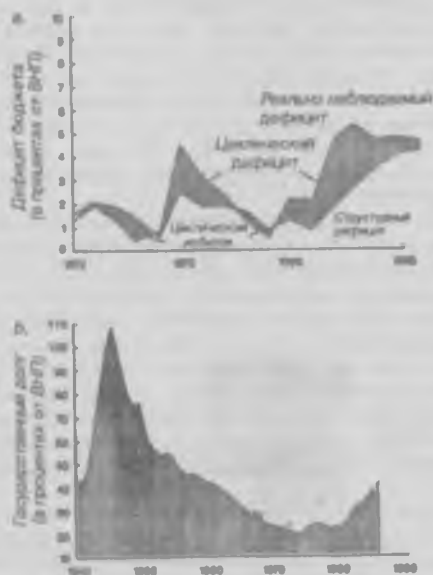


Рис. 20.6 Дефицит федерального бюджета и государственный долг

В части (а) данного рисунка представлен график изменения (в процентах от ВВП) реально наблюдавшегося дефицита бюджета в период 1970—1986 гг. (верхняя линия на графике). Нижняя линия показывает динамику изменений так называемого «структурного» дефицита, вычисленного как разность между федеральными доходами и расходами при определенной фискальной политике и заданном уровне (в нашем случае — составляющем 6%) безработицы. Разность между реально наблюдавшимся дефицитом и структурным дефицитом называется циклическим дефицитом, или избытком при определенных условиях. В части (б) рисунка представлена динамика изменений (в процентах от ВВП) государственного долга США в период 1940—1986 гг. Достигнув низкой точки в 1974 году, государственный долг США в последние годы несколько вырос по отношению к ВВП.

Источник: (а) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis. (b) Office of Management and Budget.

Дефицит бюджета и государственный долг

На рис. 20.6 представлены основные понятия двух тесно связанных между собой характеристик: дефицита федерального бюджета и государственного долга. В части (а) рисунка представлен дефицит бюджета как некий процент от ВВП. Дефицит бюджета равен общим доходам (денежным поступлениям) от федеральных налогов минус затраты на государственные закупки и трансфертные платежи. В середине восьмидесятых годов дефицит федерального бюджета составлял от 4 до 5% ВВП, что является максимальной отметкой за любой предыдущий период мирного времени, не связанный с экономическим спадом.

В части (а) рассматриваемого рисунка дефицит бюджета подразделен на две компоненты: структурный дефицит и циклический дефицит. Структурный дефицит представляет собой вычисленную разность между федеральными доходами и расходами, принятую в расчете действующих мероприятий фискального характера (действующий уровень налогообложения и текущих затрат), а также базового уровня безработицы (в рассматриваемом случае — 6%). Когда экономическая система входит в период спада, а уровень безработицы повышается выше базового, реально наблюдающийся дефицит бюджета превышает уровень структурного дефицита, что происходит частично из-за роста выплат пособий по безработице и другим социальным программам, частично из-за падения доходов от федеральных налогов по мере общего падения доходов населения. Разность между реально наблюдаемым дефицитом бюджета и структурным дефицитом принято называть циклическим дефицитом.

Как показано на рис. 20.6, взаимная связь между циклическим и структурным дефицитом в середине восьмидесятых годов сильно изменилась. Как и ожидалось, период восстановления после известного экономического спада 1981—1982 г.г. сократил циклический дефицит. В то же самое время структурный дефицит неуклонно возрастал, поскольку доходы от налогов в это время оставались приблизительно на одном уровне, тогда как затраты федерального правительства увеличивались. Часть этого увеличения приходилась на оборонные расходы, другая часть — еще большая, чем предыдущая, — на рост таких правительственных программ, направленных на поддержку уровня жизни «среднего американца», как медицинское обеспечение, социальные гарантии и ряд компенсационных мероприятий в сельском хозяйстве.

В части (b) рисунка представлено изменение величины государственного долга США (также в процентах от ВВП) за последние сорок пять лет. Государственный долг — это аккумулярованная сумма бюджетных дефицитов прошлых лет. Как проиллюстрировано на рисунке, государственный долг США достиг рекордного уровня в годы второй мировой войны; в послевоенное время темпы роста ВВП резко возрастали, так что государственный долг, исчисленный как процент ВВП, сократился, хотя число лет, сопровождавшихся наличием дефицита бюджета в этот период, превосходило число лет, давших прибыль федеральному правительству. После 1974 года государственный долг вновь начал увеличиваться отчасти из-за роста бюджетного дефицита, отчасти из-за сокращения объема производства.

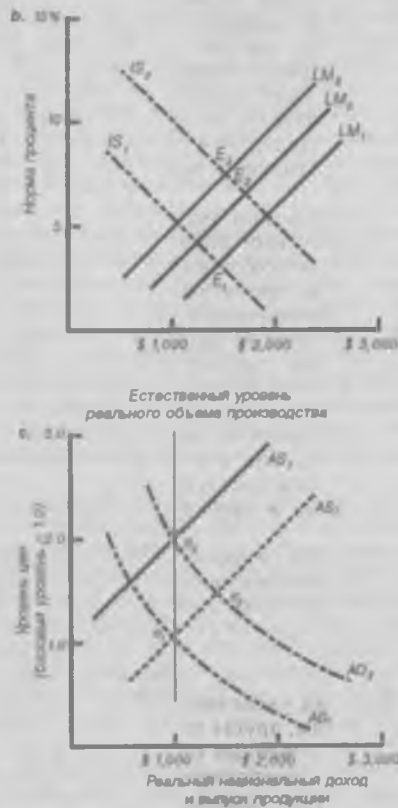


Рис. 20.7 Влияние роста дефицита федерального бюджета

Точка исходного равновесия экономической системы обозначена как E_1 (часть (а) рисунка, IS-LM диаграммы) и e_1 (часть (б) рисунка диаграммы совокупного предложения и спроса). Рост бюджетного дефицита смещает кривую IS из положения IS_1 в положение IS_2 , что, в свою очередь, смещает кривую совокупного спроса из положения AD_1 в положение AD_2 , перемещая экономическую систему в новое положение равновесия на краткосрочных временных интервалах e_2 . Рост уровня цен сдвигает кривую LM в положение LM_2 , а экономическая система достигает (на IS-LM диаграмме) положения равновесия E_2 , соответствующего e_2 . Со временем фирмы, деловые предприятия и семейные хозяйства корректируют свои ожидания относительно уровня цен. При этом кривая совокупного предложения сдвигается в положение AS_2 , а экономическая система в целом достигает положения равновесия на долгосрочных временных интервалах (e_3 в части (б) и E_3 в части (а) настоящего рисунка). Воздействие роста дефицита федерального бюджета можно подытожить следующим образом: на долгосрочных временных интервалах в этом случае возрастет как уровень цен, так и норма процента. Рост процентных ставок, уменьшая инвестиционную долю. Кроме того, на краткосрочных временных интервалах наблюдается временный рост реального объема производства.

Насколько важен в экономической системе дефицит бюджета?

По мере того как дефицит федерального бюджета в восьмидесятые годы начал приближаться к отметке в 200 млрд. долларов, темпы его роста время от времени стали вызывать сильное беспокойство в деловых кругах. Некоторые из них полагали, что растущий дефицит бюджета вытесняет частные инвестиции и мешает тем самым развитию процессов восстановления и выхода из экономического спада. Другие придерживались противоположной точки зрения, считая, что рост дефицита бюджета смягчает инфляционные процессы. Более того — в начале восьмидесятых годов существовала и третья точка зрения: ряд экономистов утверждал, что стремительный рост бюджетного дефицита поддерживает высокий уровень номинальных норм процента даже при уменьшении темпов инфляции, и, кроме того, искусственно завышает обменный курс доллара на внешних валютных рынках. Каждая из вскользь отмеченных проблем произвела на свет многотомные комментарии и экономические обзоры, а также бурные многочасовые дебаты в Палате Представителей и Сенате США. Опросы общественного мнения показывают, что дефицит федерального бюджета рассматривается широкими слоями американского общества в одном ряду с такими проблемами, как наркомания, преступность, безопасность атомных электростанций, — то есть источник обычных повседневных забот рядовых избирателей.

Во второй половине восьмидесятых годов экономика США приготовилась к обширным и ужасным последствиям, гарантированными мрачными предсказаниями, связанными с ростом бюджетного дефицита. Однако дефицит бюджета сохранялся — и при этом четвертый год шло циклическое расширение экономических процессов; темпы инфляции упали до самого низкого послевоенного уровня; номинальные нормы процента находились на самом низком уровне за последнее десятилетие; обменный курс доллара на внешних валютных рынках также понизился. Споры по поводу роли дефицита государственного бюджета тем не менее не утихали. Каково воздействие бюджетного дефицита на состояние экономической системы в целом? Далее мы рассмотрим несколько точек зрения на этот счет.

Господствующая точка зрения на дефицит бюджета. Наиболее популярной точкой зрения на этот вопрос, в той или иной форме поддерживаемый и кейнсианцами, и монетаристами, и эклектиками, является следующая: да, дефицит федерального бюджета играет свою роль в развитии экономической системы. Этот стандартный взгляд на положение вещей проиллюстрирован в рамках IS-LM модели с гибкими ценами, знакомой нам по предыдущей главе — на рис. 20.7.

На этом рисунке представлено влияние на экономическую систему процессов роста бюджетного дефицита, возникающего в связи с увеличением государственных закупок, уменьшения поступлений от чистых налогов или в результате комбинации обоих факторов. Считаем количество денег, находящегося в обращении, величиной постоянной. Первоначально экономическая система находится в положении равновесия (точка E_1 в части (а) рисунка, определенная как место пересечения кривых IS_1 и LM_1 , и точка e_1 в части (b) рисунка, определенная как место пересечения кривой совокупного предложения AS_1 и кривой совокупного спроса AD_1). Положим, что экспансионистская фискальная политика смещает кривую IS из положения IS_1 в положение IS_2 . Такой процесс вызывает рост совокупного спроса, усиленный мультипликативным эффектом воздействия. Тем самым кривая совокупного

спроса сместится из положения AD_1 в положение AD_2 и экономическая система в целом сдвинется к новому положению равновесия на краткосрочных временных интервалах e_2 . При этом растущий уровень цен смещает кривую LM из положения LM_1 в положение LM_2 и экономическая система в части (а) данного рисунка займет положение E_2 , соответствующее e_2 . С течением времени, по мере корректировки ожиданий хозяйственных агентов, кривая совокупного предложения смещается вверх в положение AS_2 и экономическая система возвращается к состоянию, характеризующемуся естественным уровнем реального объема производства (e_3 в части (b) рисунка). При этом продолжающийся рост уровня цен смещает кривую LM до положения LM_3 , приводя экономическую систему в конечное положение равновесия (E_3 в части (a) рисунка).

Наш анализ приводит к следующим выводам: при прочих равных условиях рост дефицита федерального бюджета на долгосрочных временных интервалах повышает равновесные нормы процента, равно как и равновесный уровень цен. Структура объема производства претерпит следующие изменения: частные инвестиции будут замещаться либо государственными закупками (если рост дефицита вызван ростом этих последних), либо ростом потребления (если рост дефицита вызван уменьшением налогов). Хотя реальный объем производства на долгосрочных временных интервалах и возвратится к своему естественному уровню, темпы его роста несколько замедлятся в связи с уменьшением инвестиций. В переходный период — то есть до того момента, пока ожидания хозяйственных агентов полностью не скорректируются, экономическая система пройдет через период инфляции, инспирированной спросом, и временное увеличение реального объема производства¹.

Точка зрения «рикардианской» школы. Как отмечалось выше, доминирующая точка зрения на экономические процессы, связанные с ростом дефицита федерального бюджета, состоит в констатации роста равновесных реальных норм процента, что вытесняет инвестиции частного сектора, замедляет темпы экономического роста и, тем самым, «обедняет» будущие поколения. Однако такой экономист, как Роберт Барро, утверждал, что рост бюджетного дефицита не обязательно в конечном итоге сведется к повышению процентных ставок. Он считает, что государственный долг подразумевает под собой его покрытие через будущие налоги. Таким образом, ожидания налогоплательщиков относительно того, что грядущее увеличение налогов уменьшит их располагаемый доход, приведут к сегодняшнему росту сбережений как защитной мере, направленной на сохранение определенного уровня жизни. Такие добавочные сбережения позволяют Государственному Казначейству реализовать свои ценные бумаги, предназначенные для покрытия бюджетного дефицита, без увеличения норм процента.

Изложенные рассуждения подразумевают, что рост государственных закупок имеет одинаковый эффект безотносительно к источникам их финансирования: путем государственных займов или посредством налогов. Барро в своих трудах прослеживает эту идею вплоть до Давида Рикардо и называет ее «теоремой эквивалентности Рикардо». Подобный взгляд характерен для представителей неоклассической школы в экономической мысли, одним из которых и является Р. Барро.

¹ В следующей главе мы увидим, что влияние роста процентных ставок может включать в себя также увеличение обменного курса доллара на международных валютных рынках, приток капитала из-за границы и сдвиг в сторону увеличения дефицита платежного баланса по текущим внешнеторговым операциям. — *прил. авт.*

Стоит, однако, заметить, что полная и всеобъемлющая достоверность «теоремы эквивалентности Рикардо» зависит в значительной степени от целого ряда достаточно сильных допущений, таких как абсолютно рациональное предвидение будущих событий, желание принимать в расчет наряду с собственным, благосостояние будущих поколений, совершенные финансовые рынки, на которых семейные хозяйства могут получать и предоставлять ссуды на тех же условиях, что и правительственные учреждения. Если эти условия не выполняются, то следствия этой теоремы полностью не реализуются. Но даже если рост дефицита бюджета компенсируется хотя бы частично за счет изменений в сбережениях, подобный подход имеет важные практические приложения для экономической политики.

Эмпирические данные. Ряд статистических исследований последних лет устанавливает связь между дефицитом федерального бюджета и нормами процента. Впрочем, эти результаты были не весьма убедительны. Чаше всего результаты показывали, что значительного воздействия на рост процентных ставок с увеличением дефицита бюджета не наблюдалось, но все же эти результаты варьировались в зависимости от исследуемых периодов и применявшихся статистических методов анализа. В некоторых работах было установлено, что размер государственного долга воздействовал на нормы процента в большей степени, нежели собственно дефицит бюджета¹.

Эти исследования ослабили позиции сторонников господствовавшей точки зрения на связь дефицита бюджета и процентных ставок, однако полностью не привели их к иному взгляду на положение вещей, изложенных в неоклассическом подходе. Одна из проблем большинства подобных исследований состоит в использовании официальных данных, определяющих дефицит федерального бюджета, которые в силу целого ряда причин плохо учитывают такое понятие как фискальный стимул, заложенный в основных макроэкономических моделях.

Роберт Эйснер, ведущий специалист в этой области, указал ряд недостатков официальных отчетов, а также отметил, что для макроэкономической политики наиболее важным фактором является не просто дефицит федерального бюджета, а объединенный совместно дефицит федерального бюджета вкупе с бюджетным дефицитом штатов и органов местного самоуправления². Так, в течение последних нескольких лет превышение доходов правительства отдельных штатов и органов местного самоуправления над расходами скомпенсировало более чем четвертую часть бюджетного дефицита федерального правительства. Во-вторых, дефицит федерального бюджета должен быть скорректирован, дабы показать предельный уровень активов федерального правительства, компенсирующий рост задолженности федеральных органов. Такой вид учета бюджетного дефицита потребовал бы разработки отдельных федеральных бюджетов для капитальных вложений и текущих затрат, как это принято в органах местного самоуправления, частных фирмах и правительственных органах отдельных штатов. В-третьих, подсчет активов и пассивов федерального правительства должен учитывать инфляционные процессы. В-четвертых, необходимо отличать друг от друга циклическую и структурную компоненты бюджетного дефицита. После проведения всех этих мероприятий рекордные уровни бюджетного дефицита середины восьмидесятых годов оказываются далеко не столь внушительными, чем они выглядят в общепринятых официальных данных. Теперь вполне

¹ James R. Barth, George Iden, Frank S. Rumeck. «Do Federal Deficits Really Matter?» *Contemporary Policy Issues*, 1984—1985, pp. 79—95.

² Robert Eisner. «Which Budget Deficit?» *American Economic Review*, May, 1984, pp. 138—143.

вероятной представляется возможность, что неуспех в обнаружении значимой статистической связи между дефицитом федерального бюджета и нормами процента обусловлен вовсе не недостатками экономической модели, а отсутствием точных критериев измерения необходимых параметров.

Дефицит бюджета и общие правила проведения денежно-кредитной политики

Обратимся теперь к вопросу о влиянии дефицита федерального бюджета на воплощение в жизнь той или иной денежно-кредитной политики. В этом аспекте сначала рассмотрим процессы, происходящие при заданном темпе роста денежной массы, что обеспечивается определенными действиями ФРС на финансовых рынках. Ранее мы наблюдали, что, выбирая темп роста количества денег, находящихся в обращении, равным темпу роста естественного уровня реального объема производства на долгосрочных временных интервалах, и считая скорость обращения денег величиной постоянной, Федеральная Резервная Система не без успеха сможет поддерживать стабильный уровень цен и практически полную занятость. Теперь — включив в наше рассмотрение бюджетный дефицит — нетрудно убедиться: что его рост расстроит с течением времени стройные планы ФРС.

Вернемся снова к рис. 20.7. Вспомним, что в наших предыдущих рассуждениях по этому поводу прирост денежной массы считался равным нулю. Но даже без всякого увеличения количества денег, находящихся в обращении, рост дефицита бюджета приведет к единовременному повышению уровня цен; это повышение связано с ростом скорости обращения денег в движении доходов, инспирированной ростом процентных ставок.

Теперь дополним наш пример, допуская трехпроцентный рост количества денег, находящихся в обращении, и аналогичный ожидаемый рост естественного уровня реального объема производства. Как и ранее, рост бюджетного дефицита в этом случае вызовет увеличение норм процента, что в свою очередь приведет к единовременному повышению уровня цен, но теперь этот механизм дополняется следующим существенным обстоятельством: более высокая норма процента уменьшит уровень инвестиций, что замедлит рост естественного уровня реального объема производства. В этих условиях поддержка заданного темпа роста денежной массы приведет к тому, что уровень цен будет продолжать расти и после первоначального скачка, причем темпы его роста на долгосрочных временных интервалах определяться разницей между темпами роста денежной массы и естественного уровня реального объема производства.

Дабы избежать воспоследующих за этим инфляционных процессов, вызванных дефицитом федерального бюджета, ФРС приходится действовать в ином русле. Например — как это ранее указывалось в настоящей главе — Федеральная Резервная Система может избрать в качестве цели непосредственно контроль за постоянством уровня цен. В этом случае единственным способом борьбы с единовременными и необратимыми последствиями роста бюджетного дефицита явится прямо противоположное, единовременное и необратимое сокращение количества денег, находящихся в обращении. Эта мера скомпенсирует рост скорости обращения денег, связанной с вызванным бюджетным дефицитом повышением процентных ставок. Тогда воздействие дефицита федерального бюджета на номинальный национальный доход сведется к нулю, что удержит совокупный спрос в его первоначальном виде, и, таким образом, ни реальный объем производства, ни уровень цен не возрастут даже на краткосрочных временных интервалах. Для обеспечения стабильности уров-

ня цен на долгосрочных временных интервалах темпы роста денежной массы и номинального национального дохода придется искусственно занижать, чтобы скомпенсировать любое возможное падение темпов роста естественного уровня реального объема производства.

Таким образом, правильно выбранная денежно-кредитная политика теоретически может «изолировать» уровень цен от воздействия дефицита федерального бюджета. Следует подчеркнуть, что в реальной практической жизни проведение требуемых денежно-кредитных корректировок сталкивается с ранее обсужденными проблемами: рядом допущений в экономических моделях, задержками реакции экономической системы на соответствующие мероприятия и ошибками в экономическом прогнозе, что делает предыдущие выводы весьма иллюзорными.

Дефицит бюджета и гибкая денежно-кредитная политика

Предшествовавшее обсуждение денежно-кредитных мероприятий и их связи с дефицитом бюджета базировалось на независимости денежной массы, находящейся в обращении, от существующих норм процента. Эта ситуация (рассмотренная ранее в главе 16) представляется вертикальной кривой предложения денег. При таком жестком денежно-кредитном режиме, все действия «свободной» денежно-кредитной политики (равно как и любое изменение количества денег, находящихся в обращении) — суть сдвиги вертикальной кривой предложения денег.

Однако, как указывалось в главе 16, вертикальная кривая предложения денег далеко не точно характеризует денежно-кредитные мероприятия ФРС в период после второй мировой войны — в это время Федеральная Резервная Система проводила денежно-кредитную политику, которая — в большей или меньшей степени — являлась по крайней мере частично гибкой. Как показано на рис. 20.1, гибкая денежно-кредитная политика уменьшает угол наклона кривой LM к оси абсцисс. Это, в свою очередь, усиливает реакцию изменения кривой IS, вызванную новыми обстоятельствами в налогово-бюджетном (фискальном) регулировании. Кроме того, усиливается «чувствительность» положения кривой совокупного спроса на любые изменения фискального характера и, следовательно, увеличивается воздействие на уровень цен на долгосрочных временных интервалах.

В принципе можно было бы утверждать, что, оперируя с наклонной кривой предложения денег, характеризующей гибкую денежно-кредитную политику, стабилизационные мероприятия вполне укладывались бы в краткосрочные временные рамки. Например, ФРС, преследуя постоянство уровня независимых резервов как тактическую цель, могло бы придерживаться промежуточной цели, базирующейся на постоянстве темпов роста денежной массы или номинального ВВП. При этих обстоятельствах экспансионистская фискальная политика увеличила бы существующие нормы процента, возрос бы уровень резервов, полученных путем займа, экономическая система в целом продвинулась бы вверх-вправо вдоль наклонной кривой предложения денег, а количество денег, находящихся в обращении, или уровень номинального ВВП поднялись бы выше уровня, заданного промежуточной целью. Однако, чтобы вернуться к их намеченным пределам роста, ФРС будет достаточно лишь несколько понизить уровень независимых резервов, заданный тактической целью. Такие действия несколько сдвинут влево наклонную кривую предложения денег. В этом случае экспансионистские мероприятия фискального характера на среднесрочных временных интервалах

не окажут более сильного воздействия на экономическую систему, чем в ранее рассмотренном примере, подразумеваемом независимостью денежной массы от существующих процентных ставок (то есть описываемом вертикальной кривой предложения денег).

Сеньораж (прибыль от «чеканки», seigniorage)

Вопрос стыковки и приспособления друг к другу различных мероприятий денежно-кредитного и налогово-бюджетного характера приводит нас к еще одному аспекту их взаимной связи, о котором ранее мы не упоминали. В экономической системе с фиксированным количеством денег, находящихся в обращении, правительственные органы располагают лишь двумя способами изыскать необходимые средства для оплаты своих затрат: налогообложение и займы. Учитывая, что можно увеличивать денежную массу, возникает и третий источник денежных средств — собственное производство денег, или «сеньораж».

Механизм действия «сеньоража». Этот термин имеет долгую историю и восходит к средним векам. В это время золотые и серебряные монеты являлись основным видом денег. Тогда любой гражданин мог принести соответствующее количество серебра или золота — будь то слитки, подвесники или любая другая утварь — в королевское казначейство, попросить переплавить его и отчеканить монету, выделив казначейству некую толику в виде пошлины за эту процедуру. Эта пошлина, то есть прибыль казначейства, полученная за чеканку монеты, и называлась «сеньораж».

Со временем какой-то сметливый государственный чиновник сообразил, что прибыль от чеканки монет будет куда как больше, если казначейство вместо звонкой монеты начнет выпускать бумажные деньги, очень дешевые в изготовлении, так как сырье для их производства производится повсеместно, чего не скажешь о золотых дублонах. Правительство в свою очередь убеждало людей принимать к платежам бумажные деньги по их номинальной стоимости, обещая обменять их по первому требованию на драгоценные металлы, несмотря на то, что общая стоимость выпущенных в обращение бумажных денег могла превысить стоимость драгоценных металлов, хранящихся в подвалах казначейства. Такой метод получения средств стал особенно популярен в военное время. В США таким образом Континентальный Конгресс финансировал Войну за Независимость (1775—1783 гг.), а во время Гражданской войны Севера и Юга обе враждующие стороны поддерживали свои армии именно таким способом.

Сегодня — под контролем Федеральной Резервной Системы — «сеньораж» более не принимает формы слепого печатания денег. Ныне он функционирует посредством создания резервов коммерческих банков. Рассмотрим следующую гипотетическую финансовую операцию. Государственному Казначейству необходимо 100 млн. долларов на оплату правительственных расходов на содержание государственных служащих за две недели. Государственное Казначейство печатает на 100 млн. казначейских векселей и продает их Федеральной Резервной Системе, ФРС расплачивается за векселя, размещая соответствующий кредит на счет Казначейства. Казначейство для расчетов с персоналом использует часть из этой суммы, а остальную, поступившую в качестве дохода, ее владельцы затем вкладывают в коммерческие банки. По окончании процесса клиринга чеков выясняется, что 100 млн. долларов дебиторской задолженности размещено на счету казначейства в ФРС, и, в свою очередь, предоставлено в качестве кредита резервам коммерческих банков. В итоге Казначейство получило 100 млн. долларов для расчетов с государственными служащими,

ния цен на долгосрочных временных интервалах темпы роста денежной массы и номинального национального дохода придется искусственно занижать, чтобы скомпенсировать любое возможное падение темпов роста естественного уровня реального объема производства.

Таким образом, правильно выбранная денежно-кредитная политика теоретически может «изолировать» уровень цен от воздействия дефицита федерального бюджета. Следует подчеркнуть, что в реальной практической жизни проведение требуемых денежно-кредитных корректировок сталкивается с ранее обсужденными проблемами: рядом допущений в экономических моделях, задержками реакции экономической системы на соответствующие мероприятия и ошибками в экономическом прогнозе, что делает предыдущие выводы весьма иллюзорными.

Дефицит бюджета и гибкая денежно-кредитная политика

Предшествовавшее обсуждение денежно-кредитных мероприятий и их связи с дефицитом бюджета базировалось на независимости денежной массы, находящейся в обращении, от существующих норм процента. Эта ситуация (рассмотренная ранее в главе 16) представляется вертикальной кривой предложения денег. При таком жестком денежно-кредитном режиме, все действия «свободной» денежно-кредитной политики (равно как и любое изменение количества денег, находящихся в обращении) — суть сдвиги вертикальной кривой предложения денег.

Однако, как указывалось в главе 16, вертикальная кривая предложения денег далеко не точно характеризует денежно-кредитные мероприятия ФРС в период после второй мировой войны — в это время Федеральная Резервная Система проводила денежно-кредитную политику, которая — в большей или меньшей степени — являлась по крайней мере частично гибкой. Как показано на рис. 20.1, гибкая денежно-кредитная политика уменьшает угол наклона кривой LM к оси абсцисс. Это, в свою очередь, усиливает реакцию изменения кривой IS, вызванную новыми обстоятельствами в налогово-бюджетном (фискальном) регулировании. Кроме того, усиливается «чувствительность» положения кривой совокупного спроса на любые изменения фискального характера и, следовательно, увеличивается воздействие на уровень цен на долгосрочных временных интервалах.

В принципе можно было бы утверждать, что, оперируя с наклонной кривой предложения денег, характеризующей гибкую денежно-кредитную политику, стабилизационные мероприятия вполне укладывались бы в краткосрочные временные рамки. Например, ФРС, преследуя постоянство уровня независимых резервов как тактическую цель, могло бы придерживаться промежуточной цели, базирующейся на постоянстве темпов роста денежной массы или номинального ВВП. При этих обстоятельствах экспансионистская фискальная политика увеличила бы существующие нормы процента, возрос бы уровень резервов, полученных путем займа, экономическая система в целом продвинулась бы вверх-вправо вдоль наклонной кривой предложения денег, а количество денег, находящихся в обращении, или уровень номинального ВВП увеличилось бы. Однако, чтобы вернуться к их намеченным пределам роста, ФРС будет достаточно лишь несколько понизить уровень независимых резервов, заданный тактической целью. Такие действия несколько сдвинут влево наклонную кривую предложения денег. В этом случае экспансионистские мероприятия фискального характера на среднесрочных временных интервалах

не окажут более сильного воздействия на экономическую систему, чем в ранее рассмотренном примере, подразумевающим независимость денежной массы от существующих процентных ставок (то есть описываемом вертикальной кривой предложения денег).

Сеньораж (прибыль от «чеканки», seigniorage)

Вопрос стыковки и приспособления друг к другу различных мероприятий денежно-кредитного и налогово-бюджетного характера приводит нас к еще одному аспекту их взаимной связи, о котором ранее мы не упоминали. В экономической системе с фиксированным количеством денег, находящихся в обращении, правительственные органы располагают лишь двумя способами изыскать необходимые средства для оплаты своих затрат: налогообложение и займы. Учитывая, что можно увеличивать денежную массу, возникает и третий источник денежных средств — собственное производство денег, или «сеньораж».

Механизм действия «сеньоража». Этот термин имеет долгую историю и восходит к средним векам. В это время золотые и серебряные монеты являлись основным видом денег. Тогда любой гражданин мог принести соответствующее количество серебра или золота — будь то слитки, подсвечники или любая другая утварь — в королевское казначейство, попросить переплавить его и отчеканить монету, выделив казначейству некую толику в виде пошлины за эту процедуру. Эта пошлина, то есть прибыль казначейства, полученная за чеканку монеты, и называлась «сеньораж».

Со временем какой-то сметливый государственный чиновник сообразил, что прибыль от чеканки монет будет куда как больше, если казначейство вместо звонкой монеты начнет выпускать бумажные деньги, очень дешевые в изготовлении, так как сырье для их производства произрастает повсеместно, чего не скажешь о золотых дублонах. Правительство в свою очередь убеждало людей принимать к платежам бумажные деньги по их номинальной стоимости, обещая обменять их по первому требованию на драгоценные металлы, несмотря на то, что общая стоимость выпущенных в обращение бумажных денег могла превысить стоимость драгоценных металлов, хранящихся в подвалах казначейства. Такой метод получения средств стал особенно популярен в военное время. В США таким образом Континентальный Конгресс финансировал Войну за Независимость (1775—1783 гг.), а во время Гражданской войны Севера и Юга обе враждующие стороны поддерживали свои армии именно таким способом.

Сегодня — под контролем Федеральной Резервной Системы — «сеньораж» более не принимает формы слепого печатания денег. Ныне он функционирует посредством создания резервов коммерческих банков. Рассмотрим следующую гипотетическую финансовую операцию. Государственному Казначейству необходимо 100 млн. долларов на оплату правительственных расходов на содержание государственных служащих за две недели. Государственное Казначейство печатает на 100 млн. казначейских векселей и продает их Федеральной Резервной Системе, ФРС расплачивается за векселя, размещая соответствующий кредит на счет Казначейства. Казначейство для расчетов с персоналом просто выдает чеки на этот счет, а служащие, получившие в качестве оплаты, владельцы затем вкладывают в коммерческие банки. По окончании процесса клиринга чеков выясняется, что 100 млн. долларов дебиторской задолженности размещено на счету казначейства в ФРС, и, в свою очередь, предоставлено в качестве кредита резервам коммерческих банков. В итоге Казначейство получило 100 млн. долларов для расчетов с государственными служащими,

ни на цент не повысив налоги и не занимая ни гроша у населения. Источник этих средств — механизм «сеньоража» в процессе производства 100 млн. долларов новых банковских резервов.

На практике Федеральной Резервной Системе запрещено покупать вновь выпущенные ценные бумаги прямо из Государственного Казначейства. Это слишком бы отдавало «инфляционным духом». Однако Федеральная Резервная Система вкупе с Казначейством способны объединиться, чтобы получить прибыль путем «сеньоража». В несколько измененном виде это мероприятие выглядит так: Казначейство выпускает векселей на 100 млн. долларов, но продает их всем желающим; одновременно ФРС на открытом рынке ценных бумаг проводит закупку ранее выпущенных ценных бумаг на ту же сумму. В результате общие резервы, равно как и портфель ценных бумаг ФРС, расширяются на 100 млн. долларов. В этом случае Государственное Казначейство прибегло к помощи займа у населения, но в реальном исчислении никакого займа на самом деле не существует — так как изменения в количестве ценных бумаг на руках у населения не произошло. В конечном итоге всякий раз при проведении гибкой или частично гибкой денежно-кредитной политики ФРС правительство для финансирования собственных нужд изыскивает средства, привлекая механизм «сеньоража».

Монетизация и устойчивость дефицита бюджета

Новые банковские резервы, созданные в процессе «сеньоража», становятся основой многократного расширения количества денег, находящихся в обращении. По этой причине операции на открытом рынке, компенсирующие займы Государственного Казначейства, часто называются монетизацией дефицита. Незначительный объем подобных сделок не обязательно несет с собой пагубные последствия — мы уже видели, что постоянное умеренное расширение денежной массы абсолютно совместимо со стабильностью уровня цен на долгосрочных временных интервалах. Но если правительственные органы чрезмерно полагаются на инструмент «сеньоража» как средства оплаты своих счетов, количество денег, находящихся в обращении, будет расти слишком быстрыми темпами, порождая инфляцию.

Казалось бы, избежать излишней монетизации дефицита несложно: Федеральной Резервной Системе достаточно один раз сказать «нет» в ответ на просьбы Казначейства о вспомоществовании. В последние годы, однако, экономисты отметили ряд новых сложностей в этой проблеме. Выяснилось, что по достижении определенного критического уровня бюджетного дефицита его дальнейший рост принимает взрывообразный характер, и никакие «сверхмеры» фискального характера уже не способны остановить этот процесс. В этом случае у ФРС в распоряжении не останется иных средств кроме дальнейшей монетизации дефицита.

Это обстоятельство становится весьма тревожным, если учесть рост федеральных затрат, уходящих на выплату процентов по государственному долгу. Доля выплат по процентам государственного долга в период с 1978 по 1985 год выросла с 7% до 14% от общей суммы затрат федеральных правительственных органов. Если этот процесс продолжится, то может сложиться ситуация, в которой объем вновь привлекаемых займов с целью обслуживания выплат по процентам государственного долга станет настолько значительным, что сам государственный долг возрастет относительно ВВП практически беспредельно. «Спусковым механизмом» подобного развития экономической систе-

мы считается такое положение вещей, когда реальная инфляция не только не компенсирует темпы роста номинальных цен, но и превышает темпы роста номинальных цен. Это приводит к тому, что номинальные доходы не покрывают номинальных расходов, что приводит к дефициту.

В конечном итоге государственный долг возрастает, что превышает совокупные финансовые активы всех частных домохозяйств и семейных хозяйств. В этой ситуации правительство не захочет или не сможет купить ценные бумаги у населения. Казначейство для покрытия бюджетного дефицита будет вынуждено поддерживать рынок ценных бумаг федерального правительства, что приведет к немедленной покупке Федеральной Резервной системой операций на открытом рынке. Это ведет к бесконечному росту количества денег, находящихся в обращении, что приводит к инфляции. Увы, приведенные рассуждения несут неопределенный характер. Дефицит бюджета, «сседавший» значительную роль в гиперинфляционных процессах, по мнению многих стран.

Выводы

Основной вывод наших рассуждений состоит в том, что политика не может быть абсолютно независимой по отношению к бюджетным (фискальным) мероприятиям. Традиционная IS-LM экономической модели указывает, что колебания от его дефицита до образования излишков и наоборот в коротких интервалах влияют на уровень цен, а также на объем производства на интервалах краткосрочных. Эффектами воздействия дефицита бюджета на процентные ставки обращения денег. ФРС может попытаться компенсировать негативные последствия, вызванные к жизни этими процессами «свободной» денежно-кредитной политики, однако эти задержки в реакции экономической системы на приращивания ошибками в экономическом прогнозе.

В период после Второй мировой войны в реальной политике ФРС никогда не старалась полностью компенсировать негативные эффекты, возникающие при проведении бюджетных мероприятий, а вместо этого — в большинстве случаев — смягчала их последствия. Такие действия вероятнее всего являются результатом меры фискальной политики, и, очевидно, способствовали в конце семидесятых годов. В восьмидесятые годы пересмотр курса и вызванный этим отказ полностью обслуживать стимулы позволил резко снизить темпы инфляции.

К моменту написания этой книги экономисты расходятся во мнениях о будущем экономической системы. Некоторые из них в предположении, что значительный бюджетный дефицит приведет к разрушительным последствиям для экономической системы, в то время как другие считают, что в деле неоднозначные эмпирические данные допускают трактовку самого факта наличия значительного бюджетного дефицита.

¹ Thomas J. Sargent and Neil Wallace «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic», *Minneapolis Quarterly Review*, Fall 1981, pp. 1—17.

ни на цент не повысив налоги и не занимая ни гроша у населения. Источник этих средств — механизм «сеньоража» в процессе производства 100 млн. долларов новых банковских резервов.

На практике Федеральной Резервной Системе запрещено покупать вновь выпущенные ценные бумаги прямо из Государственного Казначейства. Это слишком бы отдавало «инфляционным душком». Однако Федеральная Резервная Система вкупе с Казначейством способны объединиться, чтобы получить прибыль путем «сеньоража». В несколько измененном виде это мероприятие выглядит так: Казначейство выпускает векселей на 100 млн. долларов, но продает их всем желающим; одновременно ФРС на открытом рынке ценных бумаг проводит закупку ранее выпущенных ценных бумаг на ту же сумму. В результате общие резервы, равно как и портфель ценных бумаг ФРС, расширяются на 100 млн. долларов. В этом случае Государственное Казначейство прибегло к помощи займа у населения, но в реальном исчислении никакого займа на самом деле не существует — так как изменения в количестве ценных бумаг на руках у населения не произошло. В конечном итоге всякий раз при проведении гибкой или частично гибкой денежно-кредитной политики ФРС правительство для финансирования собственных нужд изыскивает средства, привлекая механизм «сеньоража».

Монетизация и устойчивость дефицита бюджета

Новые банковские резервы, созданные в процессе «сеньоража», становятся основой многократного расширения количества денег, находящихся в обращении. По этой причине операции на открытом рынке, компенсирующие займы Государственного Казначейства, часто называются монетизацией дефицита. Незначительный объем подобных сделок не обязательно несет с собой пагубные последствия — мы уже видели, что постоянное умеренное расширение денежной массы абсолютно совместимо со стабильностью уровня цен на долгосрочных временных интервалах. Но если правительственные органы чрезмерно полагаются на инструмент «сеньоража» как средства оплаты своих счетов, количество денег, находящихся в обращении, будет расти слишком быстрыми темпами, порождая инфляцию.

Казалось бы, избежать излишней монетизации дефицита несложно: Федеральной Резервной Системе достаточно один раз сказать «нет» в ответ на просьбы Казначейства о вспомоществовании. В последние годы, однако, экономисты отметили ряд новых сложностей в этой проблеме. Выяснилось, что по достижении определенного критического уровня бюджетного дефицита его дальнейший рост принимает взрывообразный характер, и никакие «сверхмеры» фискального характера уже не способны остановить этот процесс. В этом случае у ФРС в распоряжении не останется иных средств кроме дальнейшей монетизации дефицита.

Это обстоятельство становится весьма тревожным, если учесть рост федеральных затрат, уходящих на выплату процентов по государственному долгу. Доля выплат по процентам государственного долга в период с 1978 по 1985 год выросла с 1% до 14% от общей суммы затрат федеральных правительственных органов. Если этот процесс продолжится, то может сложиться ситуация, в которой объем вновь привлекаемых займов с целью обслуживания выплат по процентам государственного долга станет настолько значительным, что сам государственный долг возрастет относительно ВНП практически беспредельно. «Спускным механизмом» подобного развития экономической систе-

мы считается такое положение вещей, когда реальная норма процента применительно к федеральным налогам превысит темпы роста реального ВВП на долгосрочных временных интервалах¹.

В конечном итоге государственный долг возрастает до такой степени, что превышает совокупные финансовые активы всех вместе взятых фирм, деловых предприятий и семейных хозяйств. В этом положении (а на практике достаточно заблаговременно) никто, ни один хозяйственный агент, не захочет или не сможет купить ценные бумаги, которые продает Казначейство для покрытия бюджетного дефицита. Единственный способ поддержать рынок ценных бумаг федерального правительства состоит в их немедленной покупке Федеральной Резервной Системой посредством операций на открытом рынке. Это ведет к бесконечному и бесконтрольному росту количества денег, находящихся в обращении и, следовательно, гиперинфляции. Увы, приведенные рассуждения несут не только абстрактный характер. Дефицит бюджета, «съедавший» значительную часть ВВП, играл заметную роль в гиперинфляционных процессах, поразивших в XX веке многие страны.

Выводы

Основной вывод наших рассуждений состоит в том, что денежно-кредитная политика не может быть абсолютно независимой по отношению к налогово-бюджетным (фискальным) мероприятиям. Традиционный анализ в рамках IS-LM экономической модели указывает, что колебания федерального бюджета от его дефицита до образования излишков и обратно на долгосрочных временных интервалах влияют на уровень цен, а также на уровень цен и реальный объем производства на интервалах краткосрочных. Последнее объясняется эффектами воздействия дефицита бюджета на процентные ставки и скорость обращения денег. ФРС может попытаться компенсировать или ослабить негативные последствия, вызванные к жизни этими процессами, путем проведения «свободной» денежно-кредитной политики, однако это затруднено наличием задержек в реакции экономической системы на привходящие изменения и ошибками в экономическом прогнозе.

В период после Второй мировой войны в реальной практической деятельности ФРС никогда не старалась полностью компенсировать макроэкономические эффекты, возникающие при проведении определенных налогово-бюджетных мероприятий, а вместо этого — в большей или меньшей степени — смягчала их последствия. Такие действия вероятнее всего лишь усилили меры фискальной политики, и, очевидно, способствовали удвоению инфляции в конце семидесятых годов. В восьмидесятые годы пересмотр денежно-кредитного курса и вызванный этим отказ полностью обслуживать растущие фискальные стимулы позволил резко снизить темпы инфляции.

К моменту написания этой книги экономисты расходились во взглядах на будущее экономической системы. Некоторые из них в своем прогнозе исходят из предположения, что значительный бюджетный дефицит последних лет не приведет к разрушительным последствиям для экономической системы. На самом деле неоднозначные эмпирические данные допускают весьма разнообразную трактовку самого факта наличия значительного бюджетного дефицита. Другие

¹ Thomas J. Sargent and Neil Wallace «Some Unpleasant Monetarist Arithmetic» «Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review», Fall 1981, pp. 1—17.

экономисты не столь жизнерадостны в своих ожиданиях. По их мнению, вполне успешно складывающиеся дела на краткосрочных временных интервалах не дают оснований для оптимизма. Они считают значительный бюджетный дефицит своего рода бомбой замедленного действия, которая рано или поздно взорвется, сокрушая экономическую систему вынужденной монетизацией государственного долга и гиперинфляцией. Единственная их надежда на долгосрочную денежно-кредитную стабильность состоит в возвращении к строгой налогово-бюджетной дисциплине. Эта дисциплина должна, по крайней мере, означать сбалансированность федерального бюджета по фазам делового цикла.

Часть V
ДЕНЬГИ И МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

6H6 JLEDOM

6H6 JLEDOM

6H6 JLEDOM

Глава 21

ВНЕШНИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ

После изучения настоящей главы вы сможете:

Определить основных участников операций на внешних валютных рынках и соответствующие институты, посредством которых эти операции осуществляются.

Объяснить взаимную связь между различными типами внешнеторговых сделок, включая как общепринятый обмен товарами и услугами, так и транснациональные финансовые операции в рамках стандартных представлений бухгалтерского учета.

Использовать экономическую модель анализа спроса и предложения для определения степени воздействия международной торговли товарами и услугами на обменный курс валют.

Объяснить, каким образом текущие валютные обменные курсы, ожидаемые валютные обменные курсы и реальные нормы процента определяют спрос на иностранную валюту.

Использовать экономическую модель анализа спроса и предложения, чтобы выяснить, каким образом обменные курсы влияют на транснациональные финансовые операции.

Объяснить разницу между краткосрочными и долгосрочными последствиями изменений валютных обменных курсов.

В главах этой части книги мы расширим наш анализ роли денег в экономической системе, интегрируя в него разнообразные аспекты торговой деятельности с другими странами. Таким образом мы переходим от рассмотрения замкнутой экономической системы к открытой экономической системе. В замкнутой экономической системе все деловые операции и сделки происходят внутри одной страны, а расчеты по ним производятся в валюте этой страны (в Соединенных Штатах — в долларах). Открытая экономическая система, кроме перечисленного, включает в себя международные внешнеэкономические связи, расчеты по которым требуют использования иностранной валюты.

Рассмотрим типичную транснациональную торговую операцию. Партия японских проигрывателей компакт-дисков закупается американским универсамом для продажи в США. В этом случае покупатель хочет заплатить за товар долларами, но продавцу потребны японские цены для расчетов с рабочими и поставщиками. Таким образом, реализация этой сделки требует обмена одной валюты на другую (долларов на йены), аналогично обмену товара на деньги. Возьмем другой пример. Некий инвестор из США пожелал купить акции какой-то британской фирмы. Чтобы совершить эту покупку, вкладчику средств придется обменять доллары на английские фунты, в которых исчисляется цена акций британских корпораций.

Настоящая глава рассматривает внешние валютные рынки, на которых осуществляется международная торговля и обмен иностранных валют. Кроме того, в ней обсуждаются причины изменений обменных курсов различных валют друг относительно друга. В последней главе книги анализ состояния внешних валютных рынков будет распространен на взаимодействие международной и внутренней денежно-кредитной политики.

ОРГАНИЗАЦИЯ ВНЕШНЕГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА

Внешний валютный рынок — это самый большой финансовый рынок в мире. Каждый день на нем происходят сделки на десятки и даже сотни миллиардов долларов. Внешний валютный рынок отнюдь не централизованное мероприятие, он действует через ряд многочисленных учреждений, а участвующие в рыночном процессе дилеры и брокеры связываются друг с другом посредством телексов, телефонов и телефаксов. Наиболее крупные центры подобных предприятий — это Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майне и Токио. Однако существует и целый ряд других центров поменьше.

Институты внешнего валютного рынка

Основные участники торговых сделок на внешнем валютном рынке — это крупные коммерческие банки, во многих случаях выполняющие функции дилеров в рыночном процессе. В этом качестве они «поддерживают позицию»

двух или более валют, то есть обладают вкладами, выраженными в этих валютах. Например, «Чейз Манхеттен Банк» имеет отделения в Лондоне и Нью-Йорке. Отделение в Нью-Йорке располагает депозитами в фунтах стерлингов в лондонском отделении, а отделение в Лондоне — депозитами в долларах в нью-йоркском. Каждое из этих отделений может предоставить вкладчику иностранную валюту в обмен на местный вклад. На осуществлении этой операции банк получает прибыль как дилер, продавая иностранную валюту по «цене продавца», которая немного выше «цены покупателя», по которой банк приобретает валюту. Конкуренция между банками удерживает разрыв между «ценой покупателя» и «ценой продавца» на уровне 1% для больших международных деловых операций.

Иногда коммерческие банки выступают в роли брокеров. В этом качестве они не «поддерживают позицию» по определенным валютам, но только сводят вместе продавцов и покупателей. Так, например, какая-либо английская фирма может попросить лондонский банк выступить в роли брокера при необходимой ей организации обмена долларов на фунты.

Кроме коммерческих банков на внешнем валютном рынке существует небольшое количество небанковских дилеров и брокеров. Коммерческие банки используют независимых брокеров как посредников при заключении значительных оптовых сделок между собой. Например, «Чейз Манхеттен Банк» в один прекрасный день обнаруживает, что в результате его дилерской деятельности в его распоряжении оказалось больше немецких марок, чем того хотело бы его управляющим. В этой ситуации «Чейз Манхеттен Банк» скорее всего обратится к услугам брокера, который подберет подходящего партнера для осуществления обмена. Скорее всего, это будет другой коммерческий банк, который пожелает получить немецкие марки в обмен на доллары.

Средства обмена

Телеграфные переводы. Телеграфные переводы являются основным способом проведения международных обменных операций. Предположим, что некая американская компания продала сети розничных магазинов в Великобритании партию медикаментов, оцениваемую в 1000 долларов. Банк, на который замыкаются операции этой компании, — это коммерческий банк в Нью-Йорке. Этот нью-йоркский банк пошлет телеграфное сообщение лондонскому банку британской сети розничной торговли, сообщая ему о необходимости поместить 1000 долларов на банковский счет нью-йоркского банка в его лондонском отделении. После этого банк Нью-Йорка предоставляет поставщику кредит на эквивалентную сумму в долларах. Перевод денежных средств с помощью телеграфа обычно осуществляется на первый или второй день, следующий за покупкой или продажей.

Переводные векселя. Существует второе, несколько более сложное, средство обмена, основанное на финансовом документе, известном как переводной вексель. В случае продажи партии медикаментов подобная операция может быть организована следующим образом. Во-первых, британская торговая фирма получит в своем банке кредитное письмо (letter of credit) и перешлет его американской фирме — поставщику медикаментов. Получение этого документа обязет экспортера выписать переводной вексель на британский банк. Этот переводной вексель — суть распоряжение, подобное банковскому чеку, которое подразумевает, что банк обязан заплатить экспортеру определенное количество денег (в нашем случае — в английских фунтах стерлингов). Экспортер может затем продать этот вексель коммерческому банку, получив взамен эквива-

лентное количество долларов. Когда по этому векселю будет уплачено, коммерческий банк получит платеж в фунтах стерлингов.

Переводной вексель может быть оплачен немедленно или в определенный момент в будущем — например, через 30, 60 или 90 дней спустя. Если экспортер выписывает вексель, подлежащий оплате через 90 дней, а наличные средства нужны ему немедленно, он может снова обратиться за помощью к коммерческому банку. В этом случае коммерческий банк приобретет вексель с учетом дисконтной ставки, которая отражает преобладающую норму процента. В этот момент, например, если краткосрочная рыночная процентная ставка равна 12% годовых, или 3% за 90 дней, то коммерческий банк заплатит по 970 долларов за каждую 1000 долларов номинальной стоимости 90-дневного векселя. После истечения срока векселя коммерческий банк может потребовать его полной оплаты.

Если коммерческий банк, выкупив вексель, не хочет держать его полные 90 дней, он может предпринять следующий шаг. Этот банк может связаться с британским банком, на который выписан вексель, и затребовать подтверждение, что данный вексель будет оплачен в срок. По получении подтверждения вексель помечается как «акцептованный вексель» и становится банковским акцептом, который может быть реализован на открытом рынке ценных бумаг, во многом аналогичным образом как иные краткосрочные ценные бумаги — казначейские векселя федерального правительства, коммерческие ценные бумаги и т. д.

Валюта и дорожные чеки. Кроме телеграфных переводов и переводных векселей небольшая доля финансовых операций на международных рынках обеспечивается собственно валютой и дорожными чеками. Предположим, что вы собрались во Францию. Вы можете обратиться к дилеру, специализирующемуся на торговле иностранной валютой, или в ваш банк и обменять валюту США на французскую. Банк или дилер от этой операции получает прибыль за счет разницы в «цене продавца» и «цене покупателя», во многом по своему характеру схожей с извлечением прибыли при совершении значительных сделок, требующих обмена банковскими вкладами. Однако при совершении небольших валютных операций такого рода разрыв в цене покупателя и продавца составляет в среднем 4—5%, а не доли процента, как это принято при осуществлении больших финансовых операций на международных валютных рынках.

Туристы и путешественники считают, что дорожные чеки более безопасны, чем валюта. Отправляясь во Францию, вы можете приобрести дорожные чеки, денонмированные либо в долларах, либо во франках, в коммерческом банке или в компании типа «Американ Экспресс». Владелец французского отеля, который берет дорожные чеки компании «Американ Экспресс» в виде платы за услуги, депонирует их в местном банке, получая кредит во франках независимо от того, в какой валюте исчислена стоимость чека. Французский банк затем получит доллары или соответствующее количество франков у «Американ Экспресс».

Обменный валютный курс

Дилеры и брокеры на внешних валютных рынках располагают непрерывной, можно сказать даже сиюминутной, информацией о любых изменениях обменных валютных курсов. Другие хозяйственные агенты, чья потребность в этих знаниях не столь оперативна, могут почерпнуть соответствующую информацию в разделе финансовой хроники основных ежедневных газет. Пример такого сообщения приведен в табл. 21.1.

Курсы большинства валют даются за два предыдущих торговых дня. Эти курсы представлены обычно двумя способами: как число долларов, необходимых для приобретения одной единицы иностранной валюты, и как число единиц иностранной валюты, необходимое для приобретения одного доллара США. Например, в четверг, 29 января 1987 года, курс английского фунта стерлингов составлял 1,5380 доллара США за один фунт, или, что равносильно, 0,6502 фунта стерлингов за один доллар США.

Табл. 21.1 Биржевая котировка курсов иностранных валют

Обменные валютные курсы постоянно меняются, что представляет собой реакцию на изменение условий спроса и предложения. В предлагаемой ниже таблице воспроизведена типичная ежедневная биржевая котировка курсов иностранных валют. Обычно представляются курсы за два последних торговых дня. Курсы приводятся как в цене американского доллара за единицу иностранной валюты, так и в цене иностранной валюты за один доллар США. Курсы основных валют, таких как английский фунт стерлингов и канадский доллар даются как обменный курс по кассовым операциям (для немедленных сделок), так и обменный курс по срочным операциям (для заключения сделок через 30, 60 или 90 дней).

ВАЛЮТНЫЙ КУРС Четверг, 29 января 1987 год

Страна	Цена доллара США за единицу валюты		Цена иностранной валюты за один доллар США	
	четверг	среда	четверг	среда
Австралия (доллар)	0,6618	0,6612	1,511	1,5124
Австрия (шиллинг)	0,07943	0,08032	12,59	12,45
Бельгия (франк)	0,02703	0,02703	37,00	37,00
Бразилия (крузадо)	0,6112	0,6146	16,36	16,27
Великобритания (фунт)	1,5380	1,5400	0,6502	0,6494
30-дневный курс	1,5321	1,5345	0,6581	0,6568
90-дневный курс	1,5195	1,5225	0,6581	0,6568
180-дневный курс	1,5036	1,5066	0,6651	0,6637
Канада (доллар)	0,7457	0,7469	1,3411	1,3388
30-дневный курс	0,7448	0,7462	1,3426	1,3402
90-дневный курс	0,7433	0,7447	1,3453	1,3428
180-дневный курс	0,7408	0,7425	1,3499	1,3468
Чили (официальный курс)	0,004927	0,004927	202,96	202,96
Китай (юань)	0,2687	0,2687	3,722	3,722
Колумбия (песо)	0,004545	0,004545	220,00	220,00

Для большинства валют приводится только один курс — обменный курс по кассовым операциям (spot rate). Он применим для торговых сделок, которые будут заключены в период не более 48 часов. Кроме того, для обширного числа иностранных валют приводятся также и обменные курсы по срочным операциям (forward rate). Срочная сделка — это контракт между банком и его клиентом, по которому доллары будут обменены на нужную валюту в какой-либо определенный день в будущем по курсу, определенному сегодня. Приведем несложный пример. Предположим, что 29 января 1987 года некая американская фирма заказывает английских леденцов и ирисок на миллион фунтов стерлингов. Контракт предусматривает оплату через 90 дней после получения заказа. Фирма-заказчик может сразу же купить английские фунты стерлингов по обменному курсу по кассовым сделкам, заплатив на

1 млн. фунтов стерлингов 1 538 000 долларов. Или эта фирма может предпочесть приобрести фунты в результате срочной операции. Это будет означать, что фирма подпишет с коммерческим банком контракт, в котором будет оговорено, что она заплатит 1 519 500 долларов за тот же самый миллион фунтов стерлингов через 90 дней.

Разница в исчислении обменных курсов по кассовым операциям и обменных курсов по срочным операциям в любой выбранный момент времени отражает существующую разницу между рыночными нормами процента в сравниваемых странах. В нашем случае факт того, что обменный курс по срочным операциям для фунта стерлингов меньше обменного курса по кассовым операциям, отражает то обстоятельство, что в рассматриваемый период времени английские рыночные нормы процента в среднем выше американских в расчете по сопоставимым ценным бумагам. Поскольку английские нормы процента выше, в равенстве этих курсов заложено потенциальное преимущество: сегодня полученные фунты стерлингов возможно вложить в Лондоне по более высокой процентной ставке, спокойно ожидая, когда придет срочный платеж за леденцы и ириски. Поэтому курс фунта стерлингов по срочным операциям должен быть пропорционально ниже, дабы компенсировать это преимущество. Американская фирма может также вложить свои денежные средства в Нью-Йорке по более низкой процентной ставке до того момента, когда состоится контракт. Опытные и прозорливые бизнесмены, ищущие возможность получения прибыли путем получения займов в одной стране и ссужая средства в другой, обычно стараются варьировать цены по срочным финансовым операциям таким образом, чтобы сохранялась рассмотренная взаимная связь между обменными курсами валют по срочным и кассовым операциям, учитывающая существующие нормы процента.

УЧЕТ ПЛАТЕЖЕЙ ПО МЕЖДУНАРОДНЫМ ОПЕРАЦИЯМ

Кратко рассмотрев институты внешних валютных рынков, далее мы обратимся к вопросу бухгалтерской отчетности для различных типов международных торговых операций. Стандартный метод бухгалтерского учета платежей по международным торговым операциям состоит в перечислении общим списком во взаимосвязанных категориях всех источников средств и мест их применения в процессе перехода этих средств из рук в руки. Упрощенный вариант платежного баланса США по внешнеторговым операциям дан в табл. 21.2.

Текущий счет внешнеторговых операций

Первая часть табл. 21.2 показывает импорт и экспорт товаров и услуг, включая разовые односторонние платежи. Совместно эти позиции составляют текущий счет внешнеторговых операций.

Импорт и экспорт товаров. Большинство людей, рассуждая о процессах международной торговли, первым делом вспоминают импорт и экспорт товаров. В приведенном в табл. 21.2 примере экспорт товаров из США составляет 200 млрд. долларов. За два последних десятилетия — с 1965 по 1985 год — экспорт товаров из США быстро возрастал; за этот период он вырос более чем в 2,5 раза в реальном исчислении. Однако импорт товаров в это время рос еще больше — к 1984 году в реальном исчислении он достиг четырех-

кратного уровня 1965 года. В табл. 21.2 импорт товаров составляет 300 млрд. долларов.

Табл. 21.2 Упрощенный платежный баланс США по внешнеторговым операциям (миллиарды долларов)

В приведенной ниже таблице представлен упрощенный вариант платежного баланса США по внешнеторговым операциям в типичный для середины восьмидесятых годов. Первая часть таблицы — текущий счет внешнеторговых операций — охватывает процессы обмена товарами и услугами, а также односторонние разовые переводы. Вторая часть таблицы — счет движения капитальных средств — сопрягается с транснациональной куплей-продажей активов, а также международной практикой получения займов и предоставления ссуд. Третья часть — официальный резервный счет — освещает изменения федеральных резервных активов правительства США и иностранных правительств. Все денежные средства, поступающие в США посредством операций на внешних валютных рынках, приходятся со знаком плюс, а денежные средства, покидающие пределы США, — со знаком минус. Так как любая сделка на внешнем валютном рынке имеет как покупателя, так и продавца, итоговый платежный баланс по текущему счету внешнеторговых операций, счету движения капитальных средств и официальному резервному счету в сумме дает ноль. В приведенном ниже примере (официальный резервный счет здесь дает в итоге ноль) дефицит текущего счета внешнеторговых операций восполняется активным сальдо счета движения капитальных средств.

Текущий счет внешнеторговых операций	млрд. долларов
Экспорт товаров	200
Импорт товаров	-300
Торговый баланс	-100
Услуги	
Чистый доход от инвестиций	20
Другие услуги, чистый доход	-5
Разовые односторонние платежи	<u>-10</u>
Баланс по текущему счету внешнеторговых операций	-95
Счета движения капитальных средств	
Чистый отток капитала	-20
Чистый приток капитала	<u>115</u>
Баланс по счету движения капитальных средств	95
Официальный резервный счет	
Рост резервных активов федерального правительства США	-5
Рост резервных активов, размещенных за рубежом	<u>5</u>
Баланс официального резервного счета	0

Согласно установившейся традиции экспорт товаров, являющийся источником денежных средств, притекающих в экономическую систему, берется в бухгалтерском учете со знаком плюс. Наоборот, импорт товаров, который сам по себе является использованием денежных средств, берется со знаком минус. Разность между этими двумя экономическими переменными составляет торговый баланс.

Неторговые операции. Не вся внешняя торговля состоит из импорта и экспорта товаров. Между разными странами происходит активный обмен услуг. Доходы от инвестиций — это одна из основных категорий услуг. Доходы от инвестиций, полученные фирмами и деловыми предприятиями США, представляют собой платежи за использование американских фирм, оперирующих за рубежом. Кроме того, в эту позицию входят услуги, оказанные в процессе менеджмента. Денежные поступления в виде доходов от инвестиций — это источник денежных средств (+), а платежи по этим доходам — использование

денежных средств (-). В нашем случае чистый доход от инвестиций составляет 20 млрд. долларов.

Международные внешнеторговые операции включают в себя платежи и поступления средств от туризма, перевозок, телерадиокоммуникаций, страхования и т. д. В американской экономике расходы по этим статьям обычно превышают доходы (в табл. 21.2 — (-5) млрд. долларов).

И, наконец, некоторые виды платежей не имеют под собой никакой торговой основы. В их число входят официальные переводы средств — таких как оказание иностранной помощи, а также частные переводы от помощи голодающим и оказание гуманитарной помощи до пенсионного обеспечения бывших работников американских фирм, теперь проживающих за рубежом. Эта позиция в чистом виде входит в итоговый баланс как величина отрицательная, что является характерной особенностью экономики США. Без исключения расход средств для проведения этих платежей иностранным правительствам и частным лицам превышает аналогичные поступления из-за рубежа. Сумма торгового баланса, чистого дохода от реализованных услуг и односторонних разовых платежей известна как сальдо текущего счета по внешнеторговым операциям. В информационных сообщениях его зачастую называют платежным балансом внешнеторговых операций. В рассматриваемом примере дефицит платежного баланса внешнеторговых операций составляет 95 млрд. долларов.

Счет движения капитальных средств

Внешнеторговые операции по текущим счетам получили свое название в связи с тем, что в этом случае денежные средства обмениваются на товары и услуги, которые предназначены для немедленного использования, либо перевод денежных средств временно не подразумевает получения чего-либо осязаемого взамен. Кроме подобных расчетов по текущим счетам внешнеторговых операций проводятся и иные финансовые мероприятия, связанные с куплей-продажей финансовых активов, а также с международной практикой предоставления и получения кредитов и займов. Такие финансовые сделки называются операциями по счетам движения капитальных средств (представлены в табл. 21.2 во второй части платежного баланса США по внешнеторговым операциям).

Приобретения финансовых активов США иностранными покупателями, а также займы в иностранных банках и небанковских источниках американскими фирмами, деловыми предприятиями и отдельными гражданами США представляют собой приток денежных средств в США. Подобные операции в практике банковского дела известны как приток капитала (показан с положительным знаком в платежном балансе США). Покупки и приобретения иностранных активов деловыми предприятиями и гражданами США, а также ссуды, предоставленные банками США и иными небанковскими источниками иностранным фирмам и гражданам, представляют собой утечку денежных средств из экономики США, своего рода их использование вне пределов США. Такие операции называются оттоком капитала (показаны с отрицательным знаком в платежном балансе США).

Цифровые выражения операций по притоку-оттоку капитала на первый взгляд выглядят по сравнению с экспортно-импортными операциями весьма скромно. Это несколько сбивает с толку, однако необходимо вспомнить, что баланс по этим операциям приводится в чистых единицах. Ежедневные операции на внешних валютных рынках, имеющие отношение к счетам движения капитальных средств, намного превосходят по своим масштабам

операции по текущим счетам внешнеторговых операций. Например, в табл. 21.2 20 млрд. долларов чистого оттока капитала могут состоять из 300 млрд. долларов вновь предоставленных ссуд, 290 млрд. долларов выплат по ранее предоставленным ссудам, 700 млрд. долларов, заплаченных деловыми предприятиями и гражданами США за ценные бумаги иностранных государств, и 690 млрд. долларов, вырученных за продажу иностранных ценных бумаг. В табл. 21.2 дается лишь чистая величина в долларах по этим операциям — (-20) млрд. долларов.

Из приведенной таблицы также видно, что приток капитала в рассматриваемом случае превышает отток на 95 млрд. долларов. Таков баланс по счетам движения капитальных средств за год. В этом случае принято говорить, что счет движения капитальных средств имеет активное сальдо; при превышении притока капитала над оттоком употребляют обратный термин — в этом случае считается, что счет движения капитальных средств имеет пассивное сальдо.

Расчеты по официальным резервным счетам

Третья часть табл. 21.2, фиксирует операции по официальным резервным активам центральных банков и правительственных органов. Они включают в себя операции купли-продажи иностранной валюты, золота, а также ряд иных мероприятий, реализуемых через Международный Валютный Фонд (о них подробнее в следующей главе). Концептуально эти операции мало чем отличаются от операций по счетам движения капитальных средств, проводимых частными фирмами и хозяйственными агентами. Однако, поскольку мотивом для проведения подобных сделок обычно является отнюдь не извлечение финансовой прибыли, эти расчеты учитываются отдельно.

Рост официальных резервных активов федерального правительства США (например, рост вкладов федерального правительства США в иностранных центральных банках) представляет собой использование денежных средств вне экономики США и входит в платежный баланс со знаком минус. Рост иностранных резервных активов, размещенных в США (например, рост вкладов иностранных правительств в ФРС), является источником денежных средств и входит в платежный баланс со знаком плюс. В приведенном примере итоговый баланс этих операций равняется нулю.

Взаимосвязь операций по счетам

Важным свойством счетов по внешнеторговым операциям является то обстоятельство, что итоговый баланс по всем позициям дает в итоге ноль. Это происходит вследствие того, что все поступления денежных средств (+) и их суммарное использование (-) равным образом проходят через внешние валютные рынки, и, естественно, каждая из затрат денежных средств обязательно должна найти свой источник.

В уже знакомом нам примере баланс официального резервного счета равен нулю, так что эта позиция сама по себе не может являться ни источником финансирования других операций, ни использованием привлеченных откуда-либо денежных средств. Рассматривая далее текущий счет внешнеторговых операций, мы убеждаемся, что необходимо изыскать 315 млрд. долларов, чтобы покрыть издержки в 300 млрд. долларов по импорту товаров, 5 млрд. долларов чистого импорта услуг, не являющихся доходом от инвестиций, и 10 млрд. долларов разовых односторонних платежей. Доход от экспорта товаров пок-

рывает 200 млрд. долларов этих издержек, а доход от инвестиций еще 20 млрд. долларов. Каков же источник недостающих 95 млрд. долларов, необходимых для сведения сальдо платежного баланса по внешнеторговым операциям к нулю?

Очевидно, что этим источником является счет движения капитальных средств. Одной такой возможностью — поскольку экспорт товаров и услуг не покрывает расходы по импорту — может быть приобретение этих товаров и услуг в кредит. Как мы уже видели, получение займов в иностранных источниках входит в платежный баланс по внешнеторговым операциям со знаком плюс — как приток капитала в экономику США, дополнительный источник денежных средств. В качестве иной возможности может быть рассмотрена следующая операция: потребители импортных товаров США в качестве платы за них могут экспортировать за рубеж финансовые активы¹. Например, вполне возможно продать облигации федерального правительства США японскому пенсионному фонду или контрольный пакет акций корпорации «Америкен Моторс» французскому концерну «Рено», либо роскошное поместье во Флориде — удачливому торговцу нефтью из Саудовской Аравии, не знающему, куда вложить свои нефтедоллары. Такие сделки, равно как и привлечение иностранных займов, являются притоком капитала. В рассмотренном примере чистый приток капитала превышает отток капитала на 95 млрд. долларов — то есть именно на ту сумму, которая обеспечивает покрытие дефицита платежного баланса по текущему счету внешнеторговых операций.

ВНЕШНИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ — ТЕКУЩИЕ ОПЕРАЦИИ

Теперь, когда мы получили представление о бухгалтерском учете платежей по международным операциям, рассмотрим положение дел на рынках иностранной валюты в рамках анализа процессов спроса и предложения. Сначала, несколько упрощая ситуацию для проведения дальнейшего анализа, мы рассмотрим операции на рынках иностранной валюты, затрагивающие только текущие счета внешнеторговых операций. Единственная статья счетов движения капитальных средств, привлекаемая в этом случае к рассмотрению, — это остатки на счетах до востребования, необходимые для проведения расчетов по импортно-экспортным операциям. Более того, мы еще более упростим рассматриваемую ситуацию, сознательно ограничиваясь анализом лишь двусторонних торговых отношений между Францией и США.

Кривая спроса на доллары

В рассматриваемом случае спрос на доллары возникает в связи со спросом во Франции на экспортируемую Соединенными Штатами продукцию. Предположим, что некий розничный торговец во Франции хочет приобрести партию долгоиграющих дисков, произведенных в США. Каждый диск стоит, положим, 5 долларов. Их стоимость во Франции зависит от обменного валютного курса франка по отношению к доллару. При обменном валютном курсе 6 франков за доллар для покупки диска придется затратить 30

¹ В этой операции предусмотрена также купля-продажа и иных реальных активов, например, недвижимой собственности. — *прим. ред.*

франков; при обменном валютном курсе 7 франков за доллар придется затратить 35 франков и т. д.

Следовательно, мы видим, что повышение стоимости доллара, то есть рост его обменного валютного курса, выраженный во франках за доллар, повышает цену американских товаров, выраженную во франках. Это обстоятельство уменьшает спрос на американские товары и, таким образом, величину спроса на доллары у французских импортеров американских товаров. Понижение стоимости доллара, то есть падение его обменного валютного курса, выраженное во франках за доллар, уменьшает цену американских товаров, выраженную во франках. Это обстоятельство увеличивает спрос на американские товары и, следовательно, величину спроса на доллары на рынках иностранной валюты. На основании этих обстоятельств — спроса во Франции на товары и услуги США — на рис. 21.1 представлена кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций, имеющая, как это следует из приведенного графика, наклонную форму.



Рис. 21.1 Предложение и спрос по текущим счетам внешнеторговых операций на рынках иностранной валюты

Спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций растет в зависимости от спроса иностранных партнеров на товары и услуги, экспортируемые Соединенными Штатами Америки. Падение обменного курса доллара делает американские товары для зарубежных покупателей дешевле; в этом случае объем экспорта США и, следовательно, величина спроса на доллары возрастает, обеспечивая кривой спроса на доллары отрицательный наклон. Предложение долларов по текущим счетам внешнеторговых операций растет в связи с ростом спроса в США на товары, произведенные за границей. Рост обменного курса доллара делает импорт товаров и услуг дешевле, тем самым увеличивая его объем. Если спрос на импорт товаров и услуг эластичен, кривая предложения долларов имеет положительный наклон (как это представлено на рисунке). Если спрос на импорт товаров и услуг неэластичен, кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций будет иметь отрицательный наклон.

Кривая предложения долларов

Ограничение нашего анализа лишь текущим счетом внешнеторговых операций предполагает, что доллары предлагаются на рынках иностранной валюты американскими покупателями импортируемых товаров и услуг, произведенных за рубежом. Величина спроса на доллары, как мы уже знаем, в связи с изменением обменного курса на доллары зависит от величины спроса на импортируемые товары и услуги.

Рост обменного курса доллара относительно французского франка понизит цену французских товаров в долларах. Например, если курс доллара вырастет с 6 до 7 франков за доллар, цена бутылки французского шампанского стоимостью 84 франка, выраженная в долларах, упадет с 14 долларов до 12 долларов.

Такое снижение цены повысит величину спроса на французское шампанское, однако не совсем ясна абсолютная величина повышения этого спроса. Если в США спрос на французские товары эластичен, то такое повышение стоимости доллара приведет к росту их предложения. Предположим, что величина спроса на французское шампанское возрастает с 100 000 бутылок до 125 000 бутылок при росте обменного курса доллара с 6 до 7 франков за один доллар. Количество долларов, которое необходимо будет обменять для уплаты за вино, возрастет с 1 400 000 долларов до 1 500 000 долларов. Предположение эластичности спроса на импортируемые товары и услуги, таким образом, обеспечивает положительный наклон кривой предложения по текущим счетам внешнеторговых операций (как это показано на рис. 21.1).

С другой стороны, если в США спрос на французские товары неэластичен, повышение обменного курса доллара приведет к сокращению количества долларов, предлагаемых на рынках иностранных валют. Предположим, что повышение стоимости доллара с 6 до 7 франков увеличит спрос на французское шампанское только лишь до 110 000 бутылок. В этом случае количество долларов, подлежащих обмену, упадет с 1 400 000 долларов до 1 320 000 долларов. Таким образом, неэластичный спрос на импортируемые товары и услуги обеспечивает отрицательный наклон кривой предложения долларов. В дальнейших рассуждениях, особенно в первой части раздела, будет использоваться вертикальная кривая предложения долларов (перпендикулярная оси абсцисс), в последующем — рассмотренная выше кривая предложения долларов с отрицательным наклоном.

Ожидаемый обменный валютный курс и паритет покупательной способности

Из графика, представленного на рис. 21.1 видно, что равновесный обменный курс составляет 6 французских франков за доллар. Основные соображения, занимающие умы торговцев иностранной валютой, состоят в определении взаимной связи сегодняшнего равновесного обменного курса и равновесного обменного курса, который можно ожидать в будущем.

Согласно одной давно установившейся гипотезе, на долгосрочных временных интервалах равновесный обменный курс каких-либо двух валют корректируется относительно паритета покупательной способности, то есть такого положения вещей, при котором превращение (конвертация) денежных средств из одной валюты в другую не вызывает изменений в покупательной способности этих средств.

Например, предположим, что 1000 долларов обеспечивает покупательную способность для приобретения стандартного рыночного набора потребительских

товаров и услуг («потребительской корзины») в Соединенных Штатах. Этот набор может включать в себя пальто, три буханки хлеба, 10 минут междугородных телефонных переговоров, 20 галлонов бензина и т. д.

Если аналогичный рыночный набор во Франции стоит 6000 франков, то обменный валютный курс в 6 франков за один доллар будет соответствовать паритету покупательной способности. Это означает, что затраты 1000 долларов в США или их конвертация во франки и приобретение аналогичных товаров во Франции для покупателя будет иметь одинаковую покупательную способность.

Несомненно, что понятие паритета покупательной способности не обладает высокой точностью. Это понятие определяется зависимостью соответствующего уровня обменных курсов валют от структуры рыночного набора товаров и услуг, образующего основу для сопоставления. Относительная стоимость «потребительской корзины», содержащей определенный набор товаров и услуг и произведенной во Франции, имеет одно соотношение для паритета. Ее относительная стоимость в США будет несколько иной. Если стоимость «потребительской корзины» определяется посредством вычисления отношений, в которых входящие в нее товары и услуги интегрируются в международную торговлю, то получится некое третье значение. Поскольку не существует единого и оптимального способа выбора «корзины», положенной в основу для вычисления паритета, это концептуальное понятие представимо лишь в некоем диапазоне обменных курсов, а отнюдь не в точных абсолютных значениях. Несмотря на всю приближительность этого экономического параметра, его изучение дает весьма полезную основу для рассмотрения проблем, связанных с обменными валютными курсами. Без этого понятия, само существование валютных обменных курсов базировалось бы на весьма произвольной основе. Вооруженные этим понятием обратим внимание на экономические причины, которые заставляют обменный валютный курс колебаться выше или ниже уровня паритета.

Изменения в обменном валютном курсе

Ранее мы видели, что кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций отражает спрос в США на товары, импортируемые из Франции, а кривая спроса на доллары характеризует спрос во Франции на товары, экспортируемые Соединенными Штатами во Францию. Из этого следует, что любой фактор, изменяющий спрос на импортно-экспортные товары, сдвинет кривые спроса и предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций и изменит обменный валютный курс.

На рис. 21.2 представлен такой пример. Первоначально рынок иностранной валюты находится в положении равновесия E_1 (обменный курс равен 6 франков за доллар). Далее экономическая система США входит в фазу расширения делового цикла, тогда как экономическая система Франции не претерпевает каких-либо существенных изменений. Расширение экономической активности в США означает увеличение числа покупок, произведенных фирмами, деловыми предприятиями, правительственными органами и учреждениями, рядовыми потребителями и прочими хозяйственными агентами. Эти обстоятельства приведут к сдвигу вправо кривых спроса для широкого диапазона товаров и услуг. Товары, импортируемые из Франции, равно как и американские, также будут подвержены этому общему увеличению спроса. В результате роста спроса на импортные товары кривая предложения долларов также сдвинется вправо из положения S_1 в положение S_2 .

По мере роста импорта в США на рынке иностранной валюты появится избыточное предложение долларов и уже не найдется покупателей на все количество долларов, предлагаемое рынком, по обменному валютному курсу 6 франков за доллар. Чтобы реализовать достаточное количество долларов, необходимых для обмена на франки, предназначенные для уплаты за французские товары, импортеры из США будут вынуждены предлагать больше долларов за то же количество франков. Таким образом, рост спроса на импортные товары приведет к понижению стоимости доллара относительно франка.

Падение валютного обменного курса доллар-франк приводит к тому, что импортируемые из Франции товары становятся более дорогими для американских покупателей. По мере того, как американские потребители будут сокращать приобретение французских товаров, предложение долларов на рынке иностранной валюты также начнет уменьшаться, что приведет к сдвигу экономической системы влево-вниз вдоль кривой предложения долларов. Кроме того, падение валютного обменного курса сделает американские товары, экспортируемые во Францию, несколько дешевле для французских потребителей. По мере того, как французские потребители будут наращивать приобретение американских товаров, их потребность в долларах также возрастет. Это сместит экономическую систему вправо-вниз вдоль кривой спроса на доллары, а ва-



Рис. 21.2 Сдвиги кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций

При прочих равных условиях рост активности в экономике США в процессе делового цикла увеличивает спрос на импортные товары, сдвигая тем самым кривую предложения долларов вправо. Такие изменения вызывают избыточное предложение долларов на рынке иностранной валюты, снижая, тем самым, обменный валютный курс доллара. Если операции по счетам движения капитальных средств не оказывают заметного воздействия на рассматриваемый процесс, экономическая система на валютном рынке достигает нового положения равновесия E_2 , в котором обменный курс доллара снижен в степени, достаточной для восстановления равновесия по текущим счетам внешнеторговых операций.

лютный обменный курс достигнет нового положения равновесия E_2 на рынке иностранной валюты и будет составлять (как это следует из рис. 21.2) 5 франков за доллар.

Отметим, что в новом положении равновесия как американский импорт, так и экспорт, находятся на более высоком уровне, нежели в прошлом. Падение обменного валютного курса даст возможность для американской промышленности, работающей в экспортных отраслях, интегрироваться в экспансионистский процесс, начавшийся в экономике ростом внутреннего спроса на товары и услуги. В то же самое время рост импорта из США передает процессы циклического расширения, возникающие в американской экономике, экономической системе Франции. Так как французские экспортеры начнут увеличивать выпуск продукции, удовлетворяя тем самым спрос американских потребителей, этот рост посредством мультипликативного эффекта окажет стимулирующее влияние и на другие секторы французской экономики. Сделки по текущим счетам внешнеторговых операций и их влияние на обменные валютные курсы открывают канал для транснациональной передачи структурных изменений в экономике различных стран, вызванных процессами развития деловых циклов.

Однако график, представленный на рисунке 21.2, в полном объеме не завершен. Всеобъемлющая картина функционирования рынков иностранной валюты может быть сформирована лишь при совместном рассмотрении текущих счетов внешнеторговых операций и счетов движения капитальных средств.

ВНЕШНИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ: ТЕКУЩИЕ СЧЕТА ВНЕШНЕТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ И СЧЕТА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ

В предыдущем разделе мы вскользь упомянули счета движения капитальных средств при обсуждении операций на внешнем валютном рынке, однако они оставались на втором плане нашего анализа. В качестве платы за импортруемые товары и услуги потребители могут снимать средства со вкладов до востребования, денеминированных в иностранной валюте. Кроме того, возможно оплатить импортные товары на основании краткосрочного кредита, полученного за границей в форме переводного векселя. За исключением случая, когда международная торговля проводится на бартерной основе (что само по себе хорошо известно), каждая операция по текущим счетам внешнеторговых операций сопровождается аналогичной операцией, взятой с противоположным знаком по счету движения капитальных средств. Однако до сего момента операции по счету движения капитальных средств играли в нашем рассмотрении процессов, происходящих на внешних валютных рынках, пассивную роль; стимулом для реализации каждой конкретной операции являлось желание импортировать или экспортировать определенные товары или услуги. Международные банковские вклады и краткосрочный кредит служили лишь инструментами, облегчающими совершение подобных операций по текущим счетам. Ни кассовые остатки, ни другие виды банковских активов сами по себе безотносительно к торговым сделкам не служили целью совершения подобных операций.

Однако в мире реальной экономики такое положение вещей далеко не адекватно описывает происходящее. Операции по счету движения капитальных средств входят как часть глобального процесса по выравниванию портфелей активов. В главах 15 и 16 настоящей книги мы

убедились, каким образом, по мере изменений условий рынка, держатели портфелей активов корректируют структуру их содержимого, то есть перераспределяют отношение наличных денег, облигаций, акций, недвижимого имущества и т. д. Аналогичная корректировка происходит и в глобальном транснациональном масштабе. Портфели активов финансовых фирм, промышленных корпораций, частных лиц и иных хозяйственных агентов постоянно подвергаются ревизии и содержат разнообразный конгломерат активов, таких как акции корпораций США, вклады в канадских коммерческих банках, ценные бумаги Британского Казначейства, ссуды правительству Аргентины, — их спектр практически беспредельно. Подобные ежедневные операции по счетам движения капитальных средств доминируют на внешних валютных рынках. Рассмотренная нами модель "внешних валютных рынков" позволяет, не нарушая предыдущие выводы, включить в анализ операции по счетам движения капитальных средств."

Кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств

На рис. 21.3 представлен график кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств. Эта кривая показывает величину чистого спроса на доллары для операций по счету движения капитальных средств при любом заданном обменном валютном курсе. Вертикальная ось координат расположена в середине графика, так как чистый спрос на доллары по счету движения капитальных средств равновероятно может иметь как положительное, так и отрицательное значение.

Чистый приток капитала в США создает положительный чистый спрос на доллары по счетам движения капитальных средств. Это обстоятельство отражает тот факт, что владельцы портфелей активов будут вынуждены покупать доллары для приобретения акций американских корпораций, недвижимого имущества или для помещения этих средств на банковские вклады, либо их вложения в иные виды активов. Чистый отток капитала из США создает отрицательный спрос на доллары, что характеризует желание владельцев портфелей предоставить доллары в обмен на иностранную валюту, которую они собираются поместить на вклады до востребования, обменять на акции и облигации иностранных правительств и компаний и т. д.

Как показано на рис. 21.3, кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств имеет отрицательный наклон. Основными факторами, определяющими наклон и положение кривой чистого спроса, являются следующие: ожидания хозяйственных агентов относительно будущих обменных валютных курсов и различие реальных норм процента в международной экономике. Сначала обратим наше внимание к ожиданиям хозяйственных агентов.

Ожидания определенных обменных валютных курсов

Отрицательный наклон кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств объясняется эффектом ожидания хозяйственными агентами определенных будущих обменных курсов валют, влияющих на спрос на ту или иную валюту. Рассмотрим пример, который поможет нам проникнуть в этот процесс. Некая транснациональная корпорация, базирующаяся во Франции, аккумулировала 100 млн. долларов в ликвидных активах, ожидая расширения своих операций в США. Управляющие корпорации, ведающие финансами,

должны определить вероятное направление инвестиций этих средств до того момента, пока они не потребуются. Положим, что их выбор определяется классическими векселями федерального правительства США и краткосрочными ценными бумагами, выпускаемыми правительством Франции.

Вполне очевидно, что необходимо принять во внимание действующие нормы процента по этим ценным бумагам, на основании которых по ним выплачиваются дивиденды. Предположим, что существующие процентные ставки по обоим видам ценных бумаг составляют 10% годовых; в этом случае выбор между французскими и американскими ценными бумагами будет зависеть от взаимной связи текущих норм процента и норм процента, ожидаемых в будущем.

Будем считать, что управляющие этой корпорации ожидают, что в наступающем году обменный валютный курс будет стремиться к уровню 6 франков за доллар. Этот ожидаемый в будущем обменный курс частично будет отражать паритет покупательной способности франка и доллара, а также гипотетические оценки рыночных факторов, способных повлиять на отклонения от паритета.



Рис. 21.3 Кривая чистого спроса по счету движения капиталных средств

Кривая чистого спроса по счету движения капиталных средств иллюстрирует величину чистого спроса на доллары, потребные для осуществления операций по счетам движения капиталных средств. В данном случае вертикальная ось — обменный валютный курс — расположена в центре графика. При чистом притоке капитала чистый спрос на доллары по счетам движения капиталных средств больше нуля, при чистом оттоке капитала — меньше нуля. Ожидаемый обменный валютный курс на долгосрочных временных интервалах E^* служит в качестве отправной точки. Если обменный курс выше ожидаемого, то при прочих равных условиях инвесторы будут ориентироваться на понижение стоимости доллара. Они переведут долларские активы в иные формы, вызывая тем самым чистую утечку капитала. Обратная процедура наступит в том случае, когда существующий в определенный момент обменный курс ниже ожидаемого на долгосрочных временных интервалах. Таким образом, кривая чистого спроса по счетам движения капиталных средств имеет отрицательный наклон.

убедились, каким образом, по мере изменений условий рынка, держатели портфелей активов корректируют структуру их содержимого, то есть перераспределяют отношение наличных денег, облигаций, акций, недвижимого имущества и т. д. Аналогичная корректировка происходит и в глобальном транснациональном масштабе. Портфели активов финансовых фирм, промышленных корпораций, частных лиц и иных хозяйственных агентов постоянно подвергаются ревизии и содержат разнообразный конгломерат активов, таких как акции корпораций США, вклады в канадских коммерческих банках, ценные бумаги Британского Казначейства, ссуды правительству Аргентины, — их спектр практически беспределен. Подобные ежедневные операции по счетам движения капитальных средств доминируют на внешних валютных рынках. Рассмотренная нами модель "внешних валютных рынков" позволяет, не нарушая предыдущие выводы, "включить" в анализ операции по счетам движения капитальных средств."

Кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств

На рис. 21.3 представлен график кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств. Эта кривая показывает величину чистого спроса на доллары для операций по счету движения капитальных средств при любом заданном обменном валютном курсе. Вертикальная ось координат расположена в середине графика, так как чистый спрос на доллары по счету движения капитальных средств равновероятно может иметь как положительное, так и отрицательное значение.

Чистый приток капитала в США создает положительный чистый спрос на доллары по счетам движения капитальных средств. Это обстоятельство отражает тот факт, что владельцы портфелей активов будут вынуждены покупать доллары для приобретения акций американских корпораций, недвижимого имущества или для помещения этих средств на банковские вклады, либо их вложения в иные виды активов. Чистый отток капитала из США создает отрицательный спрос на доллары, что характеризует желание владельцев портфелей предоставить доллары в обмен на иностранную валюту, которую они собираются поместить на вклады до востребования, обменять на акции и облигации иностранных правительств и компаний и т. д.

Как показано на рис. 21.3, кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств имеет отрицательный наклон. Основными факторами, определяющими наклон и положение кривой чистого спроса, являются следующие: ожидания хозяйственных агентов относительно будущих обменных валютных курсов и различие реальных норм процента в международной экономике. Сначала обратим наше внимание к ожиданиям хозяйственных агентов.

Ожидания определенных обменных валютных курсов

Отрицательный наклон кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств объясняется эффектом ожидания хозяйственными агентами определенных будущих обменных курсов валют, влияющих на спрос на ту или иную валюту. Рассмотрим пример, который поможет нам выникнуть в этот процесс. Некая транснациональная корпорация, базирующаяся во Франции, аккумулировала 100 млн. долларов в ликвидных активах, ожидая расширения своих операций в США. Управляющие корпорацией, ведающие финансами,

должны определить вероятное направление инвестиций этих средств до того момента, пока они не потребуются. Положим, что их выбор определяется казначейскими векселями федерального правительства США и краткосрочными ценными бумагами, выпускаемыми правительством Франции.

Вполне очевидно, что необходимо принять во внимание действующие нормы процента по этим ценным бумагам, на основании которых по ним выплачиваются дивиденды. Предположим, что существующие процентные ставки по обоим видам ценных бумаг составляют 10% годовых; в этом случае выбор между французскими и американскими ценными бумагами будет зависеть от взаимной связи текущих норм процента и норм процента, ожидаемых в будущем.

Будем считать, что управляющие этой корпорации ожидают, что в наступающем году обменный валютный курс будет стремиться к уровню 6 франков за доллар. Этот ожидаемый в будущем обменный курс частично будет отражать паритет покупательной способности франка и доллара, а также гипотетические оценки рыночных факторов, способных повлиять на отклонения от паритета.

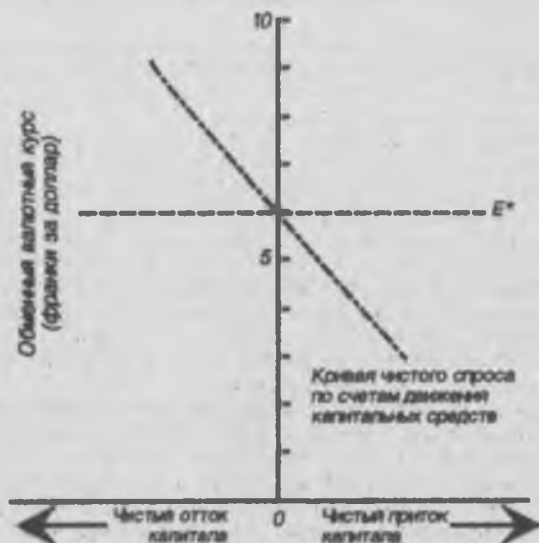


Рис. 21.3 Кривая чистого спроса по счетам движения капиталовых средств

Кривая чистого спроса по счетам движения капиталовых средств иллюстрирует величину чистого спроса на доллары, потребные для осуществления операций по счетам движения капиталовых средств. В данном случае вертикальная ось — обменный валютный курс — размещена в центре графика. При чистом притоке капитала чистый спрос на доллары по счетам движения капиталовых средств больше нуля, при чистом оттоке капитала — меньше нуля. Ожидаемый обменный валютный курс на долгосрочных временных интервалах E^* служит в качестве отправной точки. Если обменный курс выше ожидаемого, то при прочих равных условиях владельцы портфелей активов будут ориентироваться на понижение стоимости доллара. Они переведут долларовые активы в иные формы, вызывая тем самым чистую утечку капитала. Обратная процедура наступит в том случае, когда существующий в определенный момент обменный курс ниже ожидаемого на долгосрочных временных интервалах. Таким образом, кривая чистого спроса по счетам движения капиталовых средств имеет отрицательный наклон.

убедились, каким образом, по мере изменений условий рынка, держатели портфелей активов корректируют структуру их содержимого, то есть перераспределяют отношение наличных денег, облигаций, акций, недвижимого имущества и т. д. Аналогичная корректировка происходит и в глобальном транснациональном масштабе. Портфели активов финансовых фирм, промышленных корпораций, частных лиц и иных хозяйственных агентов постоянно подвергаются ревизии и содержат разнообразный конгломерат активов, таких как акции корпораций США, вклады в канадских коммерческих банках, ценные бумаги Британского Казначейства, ссуды правительству Аргентины, — их спектр практически беспределен. Подобные ежедневные операции по счетам движения капитальных средств доминируют на внешних валютных рынках. Рассмотренная нами модель "внешних валютных рынков" позволяет, не нарушая предыдущие выводы, "интерпретировать" анализ операции по счетам движения капитальных средств." *полюс д*

Кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств

На рис. 21.3 представлен график кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств. Эта кривая показывает величину чистого спроса на доллары для операций по счету движения капитальных средств при любом заданном обменном валютном курсе. Вертикальная ось координат расположена в середине графика, так как чистый спрос на доллары по счету движения капитальных средств равновероятно может иметь как положительное, так и отрицательное значение.

Чистый приток капитала в США создает положительный чистый спрос на доллары по счетам движения капитальных средств. Это обстоятельство отражает тот факт, что владельцы портфелей активов будут вынуждены покупать доллары для приобретения акций американских корпораций, недвижимого имущества или для помещения этих средств на банковские вклады, либо их вложения в иные виды активов. Чистый отток капитала из США создает отрицательный спрос на доллары, что характеризует желание владельцев портфелей предоставить доллары в обмен на иностранную валюту, которую они собираются поместить на вклады до востребования, обменять на акции и облигации иностранных правительств и компаний и т. д.

Как показано на рис. 21.3, кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств имеет отрицательный наклон. Основными факторами, определяющими наклон и положение кривой чистого спроса, являются следующие: ожидания хозяйственных агентов относительно будущих обменных валютных курсов и различие реальных норм процента в международной экономике. Сначала обратим наше внимание к ожиданиям хозяйственных агентов.

Ожидания определенных обменных валютных курсов

Отрицательный наклон кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств объясняется эффектом ожидания хозяйственными агентами определенных будущих обменных курсов валют, влияющих на спрос на ту или иную валюту. Рассмотрим пример, который поможет нам выкинуть в этот процесс. Некая транснациональная корпорация, базирующаяся во Франции, аккумулировала 100 млн. долларов в ликвидных активах, ожидая расширения своих операций в США. Управляющие корпорацией, ведающие финансами,

должны определить вероятное направление инвестиций этих средств до того момента, пока они не потребуются. Положим, что их выбор определяется казначейскими векселями федерального правительства США и краткосрочными ценными бумагами, выпускаемыми правительством Франции.

Вполне очевидно, что необходимо принять во внимание действующие нормы процента по этим ценным бумагам, на основании которых по ним выплачиваются дивиденды. Предположим, что существующие процентные ставки по обоим видам ценных бумаг составляют 10% годовых; в этом случае выбор между французскими и американскими ценными бумагами будет зависеть от взаимной связи текущих норм процента и норм процента, ожидаемых в будущем.

Будем считать, что управляющие этой корпорации ожидают, что в наступающем году обменный валютный курс будет стремиться к уровню 6 франков за доллар. Этот ожидаемый в будущем обменный курс частично будет отражать паритет покупательной способности франка и доллара, а также гипотетические оценки рыночных факторов, способных повлиять на отклонения от паритета.

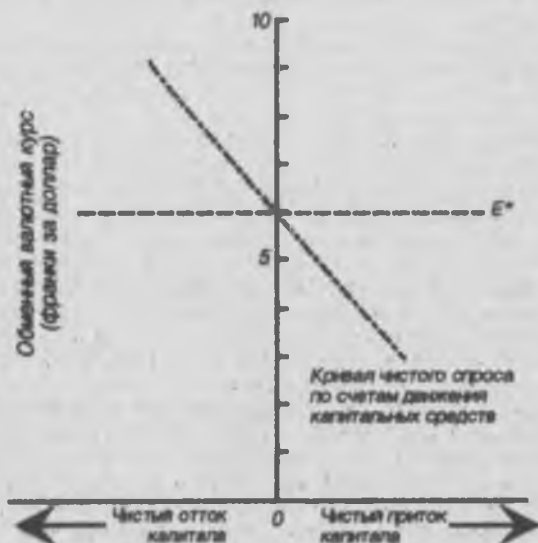


Рис. 21.3 Кривая чистого спроса по счету движения капиталных средств

Кривая чистого спроса по счету движения капиталных средств иллюстрирует величину чистого спроса на доллары, потребные для осуществления операций по счетам движения капиталных средств. В данном случае вертикальная ось — обменный валютный курс — размещена в центре графика. При чистом притоке капитала чистый спрос на доллары по счетам движения капиталных средств больше нуля, при чистом оттоке капитала — меньше нуля. Ожидаемый обменный валютный курс на долгосрочных временных интервалах E^* служит в качестве отправной точки. Если обменный курс выше ожидаемого, то при прочих равных условиях владельцы портфелей акций будут ориентироваться на понижение стоимости доллара. Они переведут долларовые активы в иные формы, вызывая тем самым чистую утечку капитала. Обратная процедура наступит в том случае, когда существующий в определенный момент обменный курс ниже ожидаемого на долгосрочных временных интервалах. Таким образом, кривая чистого спроса по счетам движения капиталных средств имеет отрицательный наклон.

Если текущий обменный курс равняется ожидаемому в будущем, и действующие нормы процента в США и Франции равны, то для инвестора не останется никакого предпочтения перед тем или иным помещением капитала в 100 млн. долларов. Если фирма предпочтет приобрести на 100 млн. долларов казначейских векселей федерального правительства США, то через год она будет обладать капиталом в 110 млн. долларов для расширения своих операций на американском рынке. Если, однако, эта фирма решит инвестировать свои средства в размере 600 млн. франков в французские ценные бумаги, то при ожидаемом обменном валютном курсе к концу года она будет располагать капиталом в 660 млн. французских франков, что в точности соответствует 110 млн. долларов США.

Теперь предположим, что текущий валютный обменный курс составляет 8 франков за доллар и ожидается, что в будущем году он упадет до уровня 6 франков за доллар. Если эта фирма вложит свои 100 млн. долларов в казначейские векселя, у нее, как и ранее, будет 110 млн. долларов в конце года. И наоборот, эта фирма может сейчас обменять 100 млн. долларов на 800 млн. франков и приобрести французские ценные бумаги, приносящие 10% годовых. В итоге у фирмы в конце года образуется сумма в 880 млн. франков. Исходя из предположения, что к этому времени обменный валютный курс упадет до 6 франков за доллар, эти 880 млн. франков могут тогда быть обменены почти на 147 млн. долларов. Следовательно, при прочих равных условиях этой фирме в этом случае имеет смысл инвестировать свои средства в активы, сосредоточенные во франках, если ожидается, что обменный курс доллара по отношению к франку понизится.

С другой стороны предположим, что текущий валютный обменный курс составляет 4 франка за доллар и ожидается, что в будущем году он вырастет до 6 франков за доллар. В этом случае фирма, вкладывая 100 млн. долларов, сможет приобрести ценных бумаг французского правительства лишь на 400 млн. франков. Эта сумма (с учетом действующих норм процента) к концу года вырастет до 440 млн. франков, но к тому времени ожидается, что валютный обменный курс франк-доллар возрастет и 440 млн. франков смогут обеспечить приобретение лишь 73 с небольшим миллионов долларов. Это предприятие выглядит явно убыточным.

Обобщая, можно сказать, что при равенстве норм процента имеет смысл хранить свои активы в тех валютных девизах, обменные курсы которых, согласно ожиданиям, возрастут, и избежать размещения активов в тех девизах, которым грозит падение их обменного валютного курса. Аналогичные рассуждения показывают, что в практике получения займов на внешних валютных рынках действует обратное правило, а именно: при равных нормах процента заемщик получает преимущество, получая заем в тех валютных девизах, которые, как ожидается, понизят свой обменный курс, и наоборот, — получение займа в валюте, курс которой в скором будущем может быть повышен, приведет заемщика к дополнительным потерям.

Таким образом, мы сделали еще один небольшой шаг от международной практики предоставления займов и ссуд к пониманию процессов, характеризующихся наклонной кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств. Если существующий валютный обменный курс превышает ожидаемый, то вполне вероятно, что в ближайшем будущем он понизится. В этом случае обладатели портфелей активов постараются переключиться с долларов на франки, а заемщики предпочтут получать кредиты в американских, а не во французских банках. Такие мероприятия приведут к утечке капитала из США, а соответствующая точка на кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств — при графической интерпретации происходящих в эко-

номической системе процессов — сместится влево от вертикальной оси (рис. 21.6). Аналогично, если текущий валютный обменный курс ниже ожидаемого, то, вполне вероятно, что скоро он несколько поднимется. Тогда владельцы портфелей активов постараются переключиться с франков на доллары, а хозяйственные агенты, нуждающиеся в средствах, будут ориентироваться на французские займы. Возникший приток капитала в США сдвинет соответствующую точку на кривой чистого спроса по счетам движения капитала вправо от вертикальной оси.

Однако необходимо дополнить вышеприведенные рассуждения еще одним существенным обстоятельством: в мире реальной экономики на каждом шагу встречается неуверенность и расхождение во мнениях относительно будущих колебаний валютных обменных курсов. Если будущие обменные курсы были бы известны заранее и все хозяйственные агенты имели эту информацию, то обладатели портфелей активов бросались бы из стороны в сторону — от одной валюты к другой — в ответ на малейший сдвиг в текущих или ожидаемых обменных валютных курсах. На практике наблюдается несколько иная картина: рост текущего валютного курса постепенно убеждает сначала немногих, а затем все большее и большее количество хозяйственных агентов и владельцев портфелей активов в том, что выгодно произвести изменения в своих портфелях активов и иные соответствующие экономические мероприятия. Непрерывная кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств, представленная на рис. 21.3, характеризует именно реальные экономические процессы на внешних валютных рынках.

Реальные нормы процента и их влияние на кривую чистого спроса по счетам движения капитальных средств

Анализируя последствия ожиданий определенного валютного обменного курса для внешнеэкономической системы, мы считали, что не существовало различий в реальных нормах процента в США и во Франции. Далее мы рассмотрим влияние различий в существующих в разных странах реальных нормах процента в процессе транснациональной внешнеэкономической деятельности.

На рис. 21.4 дана графическая интерпретация этих явлений в международной экономике. Первоначально кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств находится в положении D_1 , что характеризует равенство процентных ставок в двух странах. Допустим, что исходный обменный курс составляет 6 франков за доллар и равен ожидаемому в будущем курсу E' . При этих условиях (точка E_1 на рис. 21.4) владельцам портфелей активов будет абсолютно безразлично с точки зрения извлечения собственной выгоды, в какой валюте — долларах или франках — эти активы формировать.

Далее предположим, что реальная норма процента в США начала возрастать; при этом ожидаемый обменный курс и реальная норма процента во Франции остались на прежнем уровне. Вследствие этого активы, хранящиеся в долларовых дивизах, становятся для хозяйственных агентов более привлекательными; далее, многие обладатели портфелей активов начнут обмен франков на доллары для их последующего инвестирования на более благоприятных условиях. В рассмотренном случае изменения в экономических системах сдвигают вправо-вверх кривую чистого спроса по счетам движения капитальных средств в положение D_2 (рис. 21.4).

Зададимся вопросом — какие экономические обстоятельства устанавливают

предел рассмотренного выше сдвига вверх кривой чистого спроса? Почему владельцы портфелей активов немедленно не поспешат полностью перевести свои активы из франков в доллары? Дело обстоит в следующем. Как только кривая чистого спроса на доллары по счетам движения капиталовых средств сдвинется вверх, обменный курс доллара также возрастет несколько выше своего долгосрочного ожидаемого значения. Достигнув уровня выше ожидаемого, обменный валютный курс остановит свой дальнейший рост — в этой точке преимущества хранения активов в приносящих больший доход долларовых девидах скомпенсируются риском вероятных убытков, возникающих при возвращении обменного курса доллара к своему долгосрочному ожидаемому уровню. При этом уровне валютного обменного курса экономические мотивы перехода от франков к долларам исчезают.

Теперь рассмотрим следующий вопрос. Почему разница именно в реальных, а не номинальных, нормах процента приводит к смещению положения кривой чистого спроса по счетам движения капиталовых средств? Рассмотрим случай, при котором реальная норма процента составляет 5% как во Франции, так

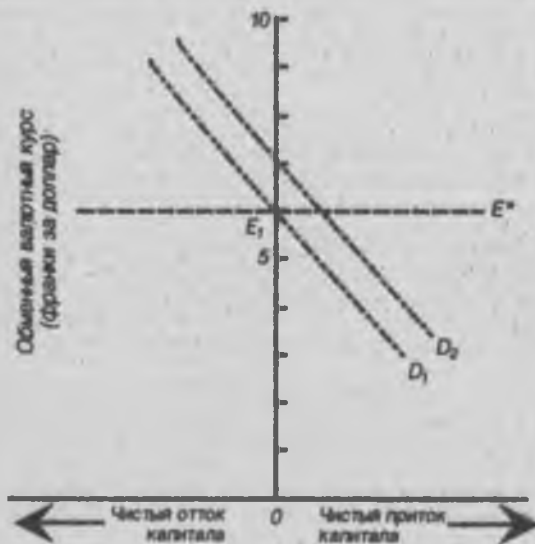


Рис. 21.4 Реальные нормы процента и чистый спрос по счетам движения капиталовых средств

При текущем обменном валютном курсе, равном ожидаемому в будущем (E^*), ни повышение, ни понижение стоимости доллара в обозримый период времени не грозит. Так же, если во Франции реальные существующие нормы процента равны реальным нормам процента, господствующим в это время в американской экономике, не будет наблюдаться увеличения и переинвестирования активов ни в долларовые дебиты, ни во франки. В *таблице 21.1* описывается, как происходит эта экономическая ситуация. Если же, вследствие каких-либо экономических причин, происходит повышение реальных процентных ставок в США относительно норм процента, действующих в этот момент во Франции, владельцы портфелей активов начнут переинвестировать свои средства в долларовые дебиты, сдвигая при этом кривую чистого спроса по счетам движения капиталовых средств прямо-вверх из положения D_1 в положение D_2 .

и в США, и инфляция в экономике обеих стран в этот момент отсутствует. Затем предположим, что в США начинается рост цен, характеризующийся в год 5-процентным уровнем. Соответственно номинальная норма процента вырастает до 10%, сохраняя неизменной реальные процентные ставки. Во Франции в это время уровень цен и существующие нормы процента сохраняются на фиксированном уровне. Из-за разницы в инфляционных процессах в экономике рассматриваемых стран паритет покупательной способности между франком и долларом начинает изменяться. В результате инфляционных процессов, возобладавших в экономике США, паритетный обменный валютный курс доллара начнет падать со скоростью 5% в год. Поскольку поддержание паритета покупательной способности является одним из основных обстоятельств, формирующих ожидания хозяйственных агентов относительно будущих валютных курсов, действительный обменный курс операций на внешнем валютном рынке также начнет понижаться с темпами, равными 5% в год. Это понижение покупательной способности доллара в точности компенсирует «псевдопреимущество» более высокой номинальной нормы процента, действующей при этих обстоятельствах в США. Таким образом, изменение номинальных норм процента, отражающее аналогичные изменения темпов инфляции, оставляет реальные процентные ставки на прежнем фиксированном уровне, что само по себе не способно сделать доллар ни более, ни менее привлека-



Рис. 21.5 Суперпозиция кривых спроса по текущим счетам внешнеторговых операций и счетам движения капиталных средств

Объединение кривой чистого спроса по счетам движения капиталных средств совместно с кривой отрицательного наклона кривой общего суммарного спроса на доллары. При наличии чистого притока капитала кривая общего суммарного спроса располагается справа от кривой по текущим счетам внешнеторговых операций, при наличии чистого оттока капитала — слева от нее. При каждом конкретном обменном валютном курсе расстояние по горизонтали между кривой суммарного спроса на доллары и кривой спроса по текущим счетам внешнеторговых операций характеризует итоговый баланс по счетам движения капиталных средств.

тельными, чем ранее. Следовательно, изменение номинальной нормы процента не способно оказать какое-либо влияние на смещение кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств.

Суперпозиция кривых спроса по текущим счетам внешнеторговых операций и счетам движения капитальных средств

На рис. 21.5 представлен способ, посредством которого кривые спроса по текущим счетам внешнеторговых операций и счетам движения капитальных средств могут быть связаны воедино. При каждом конкретно заданном обменном валютном курсе кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций характеризуется то количеством долларов, которое необходимо французским покупателям в качестве оплаты экспорта товаров и услуг из США. Чем ниже обменный валютный курс доллара, тем дешевле американский экспорт для французских потребителей, поэтому кривая спроса по текущим счетам внешнеторговых операций имеет отрицательный наклон.

Помимо внешнеторговых операций, связанных с импортом и экспортом товаров и услуг, каждый день регистрируется огромный объем сделок по счетам движения капитальных средств. Эти операции характеризуют практику предоставления и получения займов ссуд, а также куплю-продажу финансовых активов. В предыдущих разделах эти обстоятельства подробно комментировались. Вспомним, что при наличии притока капитала в США, спрос на доллары по счетам движения капитальных средств превышает их предложение. Чистый спрос по счетам движения капитальных средств, имеющий в этом случае положительное сальдо, добавляется к спросу по текущим счетам внешнеторговых операций. Согласно схеме, представленной на рисунке 21.6, такая ситуация характерна для всех уровней валютных обменных курсов ниже 6 франков за доллар.

Поскольку кривая чистого спроса на доллары по счетам движения капитальных средств имеет наклонную форму, геометрическая сумма рассматриваемых кривых, представляющая общий суммарный спрос на доллары, характеризуется той же формой. Расстояние по горизонтали между кривой суммарного спроса на доллары и кривой спроса по текущим счетам внешнеторговых операций есть мера степени притока (или оттока) капитала для каждого конкретного валютного курса.

Сдвиги предложения и спроса по текущему счету внешнеторговых операций

Ранее в этой главе мы ограничивались кратким рассмотрением эффектов воздействия на уровень обменных валютных курсов сдвигов и изменений предложения и спроса по текущим счетам внешнеторговых операций. Одновременный учет спроса на доллары по счетам движения капитальных средств представляет собой всеобъемлющий анализ этих процессов в экономике. Их графическая интерпретация дана на рис. 21.6.

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия E_1 при валютном обменном курсе 6 франков за доллар, равном ожидаемому обменному курсу на долгосрочных временных интервалах E^* . Движения средств по текущим счетам внешнеторговых операций и счетам движения капитальных средств также находятся в равновесии. Чистый спрос на доллары по счету движения капитальных средств равен нулю и, таким образом, общий суммарный

спрос и спрос и предложение (S_1) по текущим счетам внешнеторговых операций — равны.

Далее, как и в примере из предыдущего раздела, предположим, что фаза расширения делового цикла стимулирует развитие экономики США. Фирмы, деловые предприятия и рядовые потребители увеличивают свой спрос на широкий ассортимент товаров и услуг, включая и обширно увеличивающийся импорт. Чтобы приобрести франки (а равно и валюту других стран), которая необходима в качестве платы за импорт, американские хозяйственные агенты будут вынуждены предлагать на внешние валютные рынки все увеличивающееся количество долларов. Результатом этих мероприятий явится сдвиг кривой предложения долларов по текущему счету внешнеторговых операций вправо — из положения S_1 в положение S_2 .



Рис. 21.6 Влияние изменений положения кривой предложения долларов как по текущим счетам внешнеторговых операций, так и по счетам движения капитальных средств

При наступлении фазы расширения делового цикла в экономике США кривая предложения долларов смещается из положения S_1 в положение S_2 , и избыточное предложение долларов на внешних валютных рынках способствует падению обменного валютного курса доллара. Эти процессы вызывают расширение экспорта США, увеличивая тем самым спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций. Поскольку владельцы портфелей активов ожидают, что в конечном итоге обменный курс доллара вернется назад к уровню E^* (обменный валютный курс доллара на долгосрочных временных интервалах), чистый спрос на доллары по счету движения капитальных средств также возрастет. По мере того, как оба эти источника увеличивают величину спроса на доллары, обменный валютный курс сдвигается вправо-вниз вдоль кривой общего суммарного спроса, достигая нового положения равновесия экономической системы на высших валютных курсах E_1 . Отметим, что снижение обменного валютного курса не происходит столь сильно, как это может быть при рассмотрении лишь только текущего счета внешнеторговых операций (в этом случае равновесие достигается в положении E_2). Вместо этого в положении E_2 существует некий дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций, а равный чистый приток капитала, возникающий при синхронном рассмотрении операций по счетам движения капитальных средств, компенсирует этот дефицит. Сравните этот пример с приведенным на рис. 21.5.

При этом смещении предложение долларов на рынках превосходит спрос при существующем обменном валютном курсе; уровень обменного курса начинает падать, что делает экспортируемые из США товары дешевле для французских покупателей. Это повышает спрос на доллары по текущему счету внешнеторговых операций, что графически интерпретируется смещением экономической системы вправо-вниз вдоль кривой спроса на доллары по текущим счетам. Одновременно это понижение обменного курса доллара приводит к тому, что французские товары становятся для американских покупателей более дорогими. Графически это обстоятельство интерпретируется как перемещение экономической системы влево-вниз вдоль новой кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций S_2 .

Если исходить только лишь из расчетов по текущим счетам внешнеторговых операций (как это делалось в начале настоящей главы), то обменный валютный курс падал бы до отметки E_1 (2,75 франка за доллар), так как новое положение равновесия на внешних валютных рынках в этих условиях будет достигнуто именно здесь. Однако на практике в действие вступают операции по счетам движения капитальных средств, которые ограничивают столь резкое падение обменного курса.

Этот сдвиг предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций понижает обменный валютный курс доллара ниже уровня паритета. Допуская, что в этом случае не происходит каких-либо изменений в значениях реальных норм процента, такое обстоятельство приводит к тому, что активы, находящиеся в долларовых дивизах, становятся для хозяйственных агентов привлекательнее, чем раньше. Ожидая, что в конечном результате последует некое повышение стоимости доллара, хозяйственные агенты начинают обменивать франков на доллары для впоследствии приобретения американских активов. В графической интерпретации это выглядит, как движение экономической системы от положения E_0 в положение E_1 (рис. 21.6) вдоль кривой общего суммарного спроса на доллары. Чем ниже падает обменный валютный курс доллара, тем выше чистый спрос на доллары по счетам движения капитала, и, следовательно, тем больше разрыв между общим суммарным спросом на доллары и спросом на них по текущему счету внешнеторговых операций. Разрыв между этими кривыми показывает величину притока капитала в экономику США для каждого конкретного обменного курса (на рис. 21.6 заштрихован).

В точке E_2 экономическая система на внешних валютных рынках вновь достигает положения равновесия, при котором спрос на доллары равен их предложению. Обменный валютный курс доллар-франк в этом положении составляет 4,5 франка за доллар, что ниже уровня ожидаемого в будущем обменного курса, но существенно выше значения обменного курса, которое обеспечивает равновесие на рынке при учете движения средств лишь по текущим счетам внешнеторговых операций. Именно наличие существенного дефицита по текущим счетам (что графически иллюстрируется взаимным положением новой кривой предложения долларов S_2 и кривой спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций) обуславливает достигнутое равновесие на валютных рынках. Стрелкой на рис. 21.7 отмечено абсолютное значение дефицита по текущим счетам внешнеторговых операций, равное по величине и противоположное по знаку притоку капитала в экономику США.

Следует подчеркнуть, что равновесие на внешних валютных рынках вполне совместимо с дисбалансом по текущим счетам внешнеторговых операций. Например, почти на всем протяжении XIX века экономика США характеризовалась дефицитом по текущему счету внешнеторговых операций, который

компенсировался притоком капитала (ситуация, аналогичная рассмотренной на рис. 21.6). Такая ситуация вообще вполне обычна для бурно развивающейся экономической системы, которая интенсивно вовлекает в себя чистый импорт товаров и услуг, притягивая в то же самое время и денежные средства, инвестируемые в нее с целью обеспечения продолжающегося экономического роста. Возможно и равновесие противоположного типа. Так с 1894 по 1970 год в американской экономике наблюдалось активное сальдо по текущим счетам внешнеторговых операций (т. е. превышение экспорта товаров и услуг над импортом), что компенсировалось чистым оттоком капитала. В это время Соединенные Штаты стали основным поставщиком капитала для всего остального мира.

В восьмидесятые годы стрелка экономического барометра качнулась еще раз — в американской экономике вновь был отмечен дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций, а счет движения капиталных средств приобрел компенсирующее этот процесс активное сальдо. Однако события, произошедшие в этот период в экономической системе США, и их интерпретация



Рис. 21.7 Сдвиг кривой чистого спроса по счетам движения капиталных средств и его влияние на валютные рынки

По мере роста реальных норм процента в американской экономике чистый спрос на доллары по счетам движению капиталных средств возрастает и кривая общего суммарного спроса изменяет свое положение на TD_1 в TD_2 . Результирующий избыточный спрос на доллары вызывает увеличение обменного валютного курса доллара, что уменьшает экспорт американских товаров и увеличивает импорт. Таким образом, возникает дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций. В новом положении равновесия экономической системы приток капитала в американскую экономику компенсирует дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций (на рисунке обозначен стрелкой). Отдавайте внимание, что в этом примере (в противоположность приведенному на рис. 21.6) дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций сопровождается обменным валютным курсом, который по своему значению превышает ожидаемый обменный курс на долгосрочных временных интервалах E^* .

несколько отличаются от рассмотренных выше. В следующем разделе мы попытаемся объяснить возникшие обстоятельства.

**Сдвиг кривой чистого спроса
по счетам движения капитальных средств
и его влияние на валютные рынки**

В предыдущем примере операции по счетам движения капитальных средств адаптировались к изменениям и нарушениям, возникавшим при рассмотрении таких счетов внешнеторговых операций.

Как обычно, наш анализ опирается на исходное положение равновесия, в котором текущий обменный валютный курс равен ожидаемому в будущем, а операции по обоим типам счетов сбалансированы. Теперь предположим, что реальная норма процента в США возрастает относительно действующей во Франции. Это вызывает сдвиг вверх (разумеется, в графической интерпретации) кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств, аналогично показанному на рис. 21.4. На рис. 21.7 кривая общего суммарного спроса на доллары сдвигается из положения TD_1 в положение TD_2 , но при этом кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций своего положения не изменяет.

В связи с ростом реальной нормы процента в США владельцы портфелей активов захотят обратить их некоторую часть из франков в доллары. Это обстоятельство повышает чистый спрос на доллары, что способствует увеличению валютного обменного курса; при этом импортные товары и услуги становятся дешевле и доступнее для американских потребителей. Количество долларов, предлагаемое на внешние валютные рынки по текущим счетам внешнеторговых операций, возрастает по мере того, как экономическая система смещается вправо-вверх вдоль кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций. В это же самое время экспорт товаров и услуг из США для зарубежных потребителей все дороже, что уменьшает величину спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций; это обстоятельство иллюстрируется смещением влево-вверх вдоль кривой спроса по текущему счету внешнеторговых операций. Совместное рассмотрение двух этих процессов приводит к тому, что итоговый баланс по текущему счету внешнеторговых операций вновь сводится с дефицитом.

Тем временем рост обменного валютного курса оказывает влияние и на операции по счету движения капитальных средств. Кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств смещается, отражая то обстоятельство, что более высокие процентные ставки, действующие в США, делают активы, выраженные в долларовых девидах, более привлекательными для хозяйственных агентов при заданном обменном валютном курсе. Однако повышение обменного курса выше ожидаемого уровня E' несколько уменьшает радость и энтузиазм хозяйственных агентов, обративших свои средства в долларовые девиаты, так как они начинают вполне резонно ожидать грядущее его понижение. Графически это соответствует смещению экономической системы влево-вверх вдоль новой кривой чистого спроса на доллары TD_2 , а новое положение равновесия экономической системы на внешних валютных рынках устанавливается в точке E_2 (рис. 21.7). Такое положение вещей обеспечивает интенсивный приток капитала в США, обеспеченный существованием относительно высоких процентных ставок, но ограниченный относительно высоким обменным курсом доллара. Дефицит по текущему счету внешнеторговых операций соответствует

притоку капитала, характеризующему воздействию относительно высокого обменного валютного курса на импортеров и экспортеров.

Небесполезно сравнить примеры, представленные на рис. 21.6 и 21.7. В одном аспекте они совпадают: в обоих случаях наличествует дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций при чистом притоке капитала. Однако в другом отношении они совершенно различны. Поясним это обстоятельство. Дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций, вызванный циклическим ростом экономической активности и представленный на рис. 21.6, сопрягается с равновесным обменным курсом доллара, зафиксированным на уровне ниже ожидаемого на долгосрочных временных интервалах. В этом

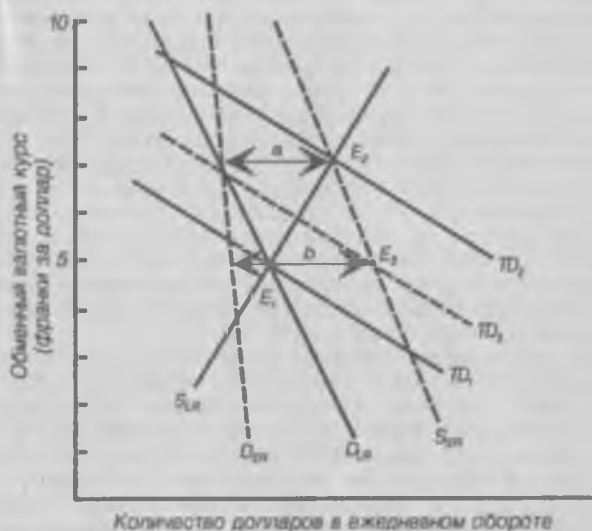


Рис. 21.8 Понижение обменного валютного курса на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах

Предположим, что спрос на импорт (равно, как и на экспорт) на краткосрочных временных интервалах имеет относительно невысокую эластичность. Согласно нашему предыдущему анализу, в ответ на увеличение реальных норм процента в американской экономике происходит смещение экономической системы из положения E_1 в положение E_2 . В этом положении произошла полная корректировка всех параметров, входящих в экономическую систему и оперирующих на внешних валютных рынках. Затем отмечается падение реальных норм процента. В этом случае — так как спрос на экспорт менее эластичен на краткосрочных временных интервалах, нежели чем на долгосрочных, — экономическая система сдвинется по кривой спроса на краткосрочных временных интервалах (D_{2L}), а отнюдь не по аналогичной кривой, построенной для долгосрочных временных интервалов (D_{1L}). Кривая общего суммарного спроса таким образом сместится из положения TD_2 в положение TD_3 — геометрической сумме кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств и кривой D_{2L} . Аналогично — поскольку спрос на импорт также весьма неэластичен на краткосрочных временных интервалах — экономическая система смещается вдоль кривой предложения долларов на краткосрочных временных интервалах S_{2L} , а не S_{1L} , что устанавливает новое положение равновесия в точке E_3 . В этом случае наблюдающийся дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций (стрелка (b)) больше, чем до понижения стоимости доллара (стрелка (a)). Позднее, по мере того как произойдет полная адаптация экономической системы к новому обменному курсу валют, процессы экономического развития войдут в свою колею, задействовав кривые спроса и предложения на долгосрочных временных интервалах, и экономическая система вернется в исходное положение равновесия E_1 .

случае рост экономической активности способствует возникновению дефицита по текущим счетам внешнеторговых операций, что в дальнейшем понижает обменный валютный курс относительно ожидаемого уровня. Дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций, представленный на рисунке 21.7, совсем иного рода: причина его — рост реальных процентных ставок в американской экономике, а сопрягается он с равновесным обменным курсом доллара, зафиксированным на уровне выше ожидаемого на долгосрочных временных интервалах. В этом случае рост реальной нормы процента вызывает повышение обменного валютного курса, что, в свою очередь, вызывает дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций.

Эластичность и кривые спроса по текущим счетам внешнеторговых операций. На рис. 21.8 представлена графическая интерпретация влияния эластичности спроса по цене на функционирование экономической системы на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах. Рис. 21.8 — своеобразное продолжение темы, начатой при анализе рис. 21.7. Начиная с исходного положения равновесия в точке E_1 , рост реальных процентных ставок смещает экономическую систему в новое положение равновесия E_2 . Обозначения S_{LR} и D_{LR} введены для кривых предложения (S_{LR}) и спроса (D_{LR}) на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций на долгосрочных временных интервалах. В результате роста реальной нормы процента кривая общего суммарного спроса смещается из положения TD_1 в положение TD_2 . В положении равновесия E_2 наблюдается дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций (на рисунке отмечен стрелкой с индексом (a), проведенной между кривыми предложения (S_{LR}) и спроса (D_{LR}) на долгосрочных временных интервалах. Этот дефицит в данном случае компенсируется активным сальдо итогового баланса по счетам движения капитальных средств.

Теперь мы предположим, что реальная норма процента в американской экономике несколько снизилась, уменьшив в результате чистый спрос на доллары по счетам движения капитальных средств. В графической интерпретации этот процесс выглядит как сдвиг вниз кривой общего суммарного спроса на доллары из положения TD_2 в положение TD_3 . Зададим риторический вопрос: возвратит ли это экономическую систему в исходное положение равновесия, а текущий счет внешнеторговых операций вновь счастливо избежит дефицита? Конечно нет, если не принять во внимание неэластичность спроса на импорт и экспорт на краткосрочных временных интервалах.

По мере того как обменный валютный курс доллара начинает падать, товары США для французских покупателей становятся дешевле. Однако в этом случае вместо того, чтобы предположить немедленный рост закупок американского экспорта на то количество, которое обеспечивает движение экономической системы вдоль кривой D_{LR} обратно в положение E_1 , допустим, что французские потребители увеличили свои закупки лишь незначительно. Тогда экономическая система сдвинется вниз вдоль менее эластичной кривой спроса (D_{SR}) на краткосрочных временных интервалах.

В то же самое время снижение нормы процента в США делает французские товары более дорогими для американских покупателей. Они несколько сокращают объем закупок импортных товаров, однако процентное уменьшение закупок меньше соответствующего процентного изменения обменного валютного курса. Такой спрос на импорт на краткосрочных временных интервалах неэластичен по цене. Как ранее показано в этой главе, неэластичность спроса на импортируемые товары и услуги сопряжена с наличием отрицательно наклонной кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций. Таким образом, при падении обменного валютного курса экономиче-

ская система смещается из положения E_2 вниз-вправо вдоль кривой предложения долларов на краткосрочных временных интервалах (S_{SR}), а не вниз-влево вдоль кривой предложения долларов на долгосрочных временных интервалах (S_{DR}).

Как представлено на рис. 21.8, кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций имеет не только отрицательный наклон, но и пролегает менее круто, чем кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций на краткосрочных временных интервалах. Вследствие этого, по мере падения обменного курса доллара дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций увеличивается (графически это соответствует расширению створа между кривыми D_{SR} и S_{SR} по мере продвижения вниз к оси абсцисс). Обменный валютный курс достигает нового положения равновесия E_3 , в котором пересекаются кривая предложения долларов S_{SR} на краткосрочных временных интервалах с кривой общего суммарного спроса на доллары TD_3 . В этой точке обменный курс снова устанавливается на первоначальном уровне 6 франков за доллар, но теперь дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций (его абсолютное приращение показано на рисунке стрелкой (b)) превосходит его соответствующий уровень, отмеченный в положении E_2 . При определенных обстоятельствах в реальной экономической жизни вполне вероятно, что обменный курс на долгосрочных временных интервалах в течение какого-либо периода времени упал бы ниже равновесного уровня E_3 .

На долгосрочных временных интервалах произойдут дальнейшие корректировки процессов развития экономической системы. Покупатели товаров и услуг во Франции и, равным образом, в США постепенно начнут формировать новую стратегию закупок применительно к новым относительным ценам. Эти действия приведут к тому, что вновь заработает механизм спроса и предложения применительно к долгосрочным временным интервалам, и экономическая система вернется в исходное положение равновесия E_1 . Но все это потребует значительного количества времени — быть может несколько лет, как свидетельствует опыт США восьмидесятых годов.

Заглядывая вперед

В настоящей главе вопросы претворения в жизнь той или иной экономической политики в процессе международной торговли остались вне поля нашего внимания. Но всему свое время и свой черед. При рассмотрении экономических процессов на внешних валютных рынках многие хорошо знакомые нам экономические переменные предстали в новой ипостаси. Мы убедились, что изменения национального дохода влияют на спрос на импортные товары и услуги, «экспортируя» таким образом экономические процессы, связанные с развитием делового цикла, за пределы государственных границ. Мы увидели, каким образом концептуальные понятия спроса на активы и выбор определенного портфеля активов могут быть расширены путем включения в анализ денежных активов, наряду с другими активами и пассивами, размещенными в иностранной валюте. Кроме того, нами установлено, что нормы процента играют весьма существенную (и зачастую определяющую) роль при фиксации того или иного уровня обменных валютных курсов, равно как и во многих аспектах внутренней денежно-кредитной политики.

Теперь, когда нам стала очевидна роль дохода, денег и норм процента в международной экономической практике, остается сделать небольшой

шаг, чтобы перейти к анализу тех или иных мероприятий международной экономической политики, которые способны повлиять на вышеуказанные переменные. Поскольку контроль за ними (в большей или меньшей степени) со стороны творцов экономической политики вполне осуществим, очевидно, что и обменные валютные курсы до некоторой степени подвержены контролю и ревизии. В следующей главе мы в последний раз рассмотрим взаимодействие денежно-кредитной и налогового-бюджетной политики, чтобы определить, каким образом это взаимодействие сказывается не только на внутреннюю экономическую жизнь, но и на состояние мировой экономической системы в целом.

Глава 22

МЕЖДУНАРОДНАЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

После изучения настоящей главы вы сможете:

- Перечислить основные моменты воздействия изменений обменных валютных курсов на состояние внутренней экономической системы и обсудить причины, ведущие к регулированию обменного валютного курса, рассматриваемого в качестве промежуточной цели экономической политики.
- Объяснить средства и методы, с помощью которых центральные банки вмешиваются в деятельность внешних валютных рынков, оказывая соответствующее влияние на обменный курс валют.
- Обсудить взаимные связи между валютной интервенцией на внешних валютных рынках и внутренней денежно-кредитной политикой.
- Обсудить значение тарифов, квот на импортные товары, экспортных субсидий и контроля за валютными операциями (валютных ограничений), используемые с целью воздействия на обменные валютные курсы.
- Описать золотой стандарт, действовавший в международных валютных отношениях в мировой экономике на протяжении XIX—начала XX веков.
- Проанализировать сильные и слабые стороны Бреттон-Вудсской валютной системы, которая управляла международным денежным обращением с конца второй мировой войны вплоть до 1973 года.
- Объяснить функционирование существующей сегодня международной валютно-кредитной системы.

В предыдущей главе мы рассмотрели основные параметры, формирующие обменные валютные курсы, почти не привлекая к анализу вопросы экономической политики. Импортёры, экспортёры, владельцы портфелей активов играли главные роли на подмостках внешних валютных рынков, а правительственные органы довольствовались местами статистов.

Хотя преуменьшение влияния правительственных органов упростило в некоторой степени изложение сути экономических процессов, происходящих на внешних валютных рынках, большая часть вопросов, связанных с международным денежным обращением и денежно-кредитными отношениями в мировой экономике, осталась нераскрытой. Их освещение и является собой основной предмет исследования настоящей главы. Глава начинается с рассмотрения обменного валютного курса как цели денежно-кредитной политики. Первый раздел главы обсуждает, каким образом изменения и движение обменного валютного курса влияют на положение дел во внутренней экономике, те средства и методы, с помощью которых правительственные органы могут оказывать воздействие и регулировать обменные валютные курсы, а также последствия для внутренней экономической системы реализации определенной международной денежно-кредитной политики. Остальная часть этой главы анализирует эволюцию системы мирового денежного обращения, то есть свод правил, законов и институтов, посредством которых правительственные органы реализуют свои потенции в области международных денежно-кредитных отношений.

ОБМЕННЫЙ ВАЛЮТНЫЙ КУРС КАК ЦЕЛЬ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

В главе 20 мы рассматривали проведение в жизнь определенной экономической политики в рамках замкнутой экономической системы и выдвигали в качестве конечных задач денежно-кредитной политики обеспечение стабильности цен, экономического роста и полной занятости. Переход к открытой экономической системе сохраняет эти приоритеты. В этом случае, однако, при рассмотрении промежуточных целей денежно-кредитной политики, а не ее конечных задач, положение меняется. В открытой экономической системе обменный валютный курс и его вероятные изменения рассматриваются как важная промежуточная цель экономической политики наряду с обеспечением стабильности количества денег, находящихся в обращении, или уровня цен. Прежде чем мы рассмотрим технические аспекты варьирования обменных валютных курсов, зададимся вопросом, каковы последствия этих мероприятий для экономической системы и сколь они важны.

Избирательный эффект

Изменения уровня обменных валютных курсов воздействуют далеко не на все секторы и отрасли экономики. Вспомним практически в два раза увеличившуюся стоимость доллара в период с 1981 по 1985 год. Как показано на рис. 22.1, стремительный рост стоимости доллара резко уменьшил возможности обрабатывающих отраслей американской промышленности работать на экспорт и конкурировать с импортируемой продукцией.

Однако этот процесс затронул различные отрасли промышленности далеко не одинаковым образом. Ряд отраслей (например, производство мебели и предметов домашней обстановки), слабо связанных с мировым рынком, практически ущерба не понес. Другие отрасли (например, производство строительной-монтажной техники) потеряли большую часть своего экспортного рынка. Станкостроение столкнулось с растущей конкуренцией аналогичных товаров импортного производства. В итоге ряд фирм, принадлежавших к «неблагополучным» отраслям промышленности, были вынуждены свернуть производство, закрыть значительное количество заводов и фабрик, либо максимально жестко сократить производственные издержки и затраты. Экономический опыт этого периода для очень многих хозяйственных агентов, деловых предприятий и сообществ стал весьма болезненным явлением. Кто-то вышел из этих экономических передряг «похудевшим и окрепшим», кто-то был вынужден свернуть операции и был вытеснен с рынков.

Конечно, последствия увеличения стоимости доллара ни в коей мере не ограничивались лишь негативным опытом. Отрасли промышленности, работающие на импортном сырье, — от стали и меди до бокситов и конопли, обнаружили, что их производственные затраты сократились. Кроме того, в значительном выигрыше остались потребители — выбор импортных товаров стал больше, а цены на импорт упали. Несомненным плюсом для американской экономики оказалось и то, что фирмы и деловые предприятия, поставленные в очень жесткие условия «выживания», были вынуждены всемерно снижать производственные затраты и издержки при одновременном повышении качества выпускаемой продукции.

При уменьшении стоимости доллара победители и побежденные в экономической гонке меняются местами. Те отрасли промышленности (как ориентированные на экспорт, так и на внутренний рынок), которым приходится сталкиваться в конкурентной борьбе с импортными товарами, процветают; деловые предприятия и потребители, использующие в своей хозяйственной деятельности привлекаемые факторы производства, базирующиеся на импортном сырье, материалах и оборудовании, — страдают.

Легко убедиться, что победители и побежденные будут существовать всегда — при любых колебаниях обменного валютного курса. Обзор экономических новостей, политических обзоров и передовиц газет конца семидесятых годов показывает, сколько слез было пролито и сломано копий по поводу имевшего место в тот период времени рекордно низкого обменного курса доллара. Основное внимание тогда уделялось тем негативным последствиям для экономики США, которые принес «слабый» доллар. Однако аналогичный обзор материалов начала восьмидесятых годов, когда стоимость доллара на внешних валютных рынках резко возросла, показывает, что далеко не все были обрадованы этими переменами. Те же рыдания и выкручивание рук, всхлипы и причитания по поводу неприятностей, которые принес в экономику «сильный» доллар, неслись отовсюду.

Частично парадоксальность описываемой ситуации объясняется естественными человеческими чувствами: выигравшие, радуясь своим успехам и дости-

жениям, предпочитают скромно помалкивать о своих доходах и барышах, а проигравшие трубят о своих трудностях на целый мир, требуя справедливости и укоряя всех и вся в бездействии. Однако описываемые события свидетельствуют и о том, что хозяйственные агенты (как импортеры, так и экспортеры) предпочитают иметь дело с предсказуемыми изменениями обменных валютных курсов, которые могут обеспечить стабильную основу для планирования их экономической деятельности. Главным образом именно по этой причине (учитывая, что изменения обменных валютных курсов сказываются на различных секторах экономики далеко не равным образом) фиксация обменных валютных курсов и контроль за их изменениями заносится в список важных целей экономической политики.

Влияние обменных валютных курсов на совокупный спрос

Кроме влияния изменений обменных валютных курсов на различные секторы экономики (что по сути своей является микроэкономическим воздействием) повышение или понижение стоимости валюты вызывают к жизни важные эффекты на макроэкономическом уровне. Таковыми являются воздействие изменений валютных курсов на совокупные предложения и спрос. Сначала рассмотрим совокупный спрос.

В главе 18 мы ввели в рассмотрение понятие плановых затрат. Там плановые затраты рассматривались как сумма потребления, плановых инвестиций и государственных закупок. Теперь мы оказываемся в состоянии модифицировать это понятие, учитывая и принимая во внимание импорт и экспорт товаров и услуг.

Экспортные операции увеличивают уровень плановых затрат. Подобно внутреннему потреблению, плановым инвестициям и государственным закупкам такие операции в сути своей являются источником спроса на товары и услуги, производимые и предоставляемые внутренней экономикой. С другой стороны, импорт товаров и услуг уменьшает уровень плановых затрат в том смысле, что некоторые потребительские товары, товары производственного назначения (т. е. предназначенные для дальнейшего инвестирования) и товары и услуги, приобретаемые правительственными органами, закупаются за рубежом, в иностранных источниках, а спрос на производимые внутри страны аналогичные товары и услуги тем самым падает. Следовательно, общие плановые затраты равны потреблению плюс плановые инвестиции плюс государственные закупки плюс чистый экспорт. Это понятие, концептуально представляющее собой экспорт товаров и услуг за вычетом импорта товаров и услуг, близко по сути и смыслу итоговому платежному балансу по текущим счетам внешнеторговых операций, однако, в отличие от последнего, не включает в себя разовые односторонние (трансфертные) платежи.

Поскольку чистый экспорт являет собой компоненту плановых затрат, его изменение приведет к изменению национального дохода через мультипликативный эффект. Это, в свою очередь, изменит совокупный спрос в экономической системе и окажет воздействие на уровень реального объема производства, занятости и цен. Уменьшение стоимости (обесценивание) валюты какой-либо страны вследствие увеличения чистого экспорта таким образом окажет на ее экономическую систему экспансионистский эффект. Увеличение стоимости валюты уменьшит чистый экспорт и будет способствовать сжатию и сокращению деловой активности в экономической системе.

Таким образом, взаимная связь между обменным валютным курсом и совокупным спросом, опосредованная через чистый экспорт, означает, что внутренняя экономическая система чутко реагирует на события экономической

жизни за рубежом. Например, увеличение темпов экономического роста за рубежом, уменьшение номинальных процентных ставок в других странах или усилившиеся в них инфляционные процессы при прочих равных условиях стимулируют экономическую активность во внутренней экономической системе. Наоборот — снижение темпов экономического роста за рубежом, рост номинальных процентных ставок или сокращение уровня инфляции в других странах сдерживает темпы развития внутренней экономической системы.

Влияние обменных валютных курсов на совокупное предложение

Изменение обменного курса валюты какой-либо страны, кроме влияния на совокупный спрос в ее экономической системе, оказывает воздействие и на совокупное предложение посредством ожидания определенных цен на привлекаемые факторы производства. Как показано в главе 17, ожидаемый хозяйственными агентами рост уровня цен на привлекаемые факторы производства приводит к сдвигу вверх кривой совокупного предложения, а его уменьшение — к ее соответствующему сдвигу вниз. Короче говоря, изменение обменного валютного курса подвергает внутреннюю экономическую систему в состояние шока предложения¹.

Обменные валютные курсы оказывают значительное влияние на уровень цен на привлекаемые факторы производства, так как многие из них импортируются из других стран. Так, например, в экономике США объем импорта сырья и материалов для нужд американской промышленности плюс товары производственного назначения (исключая автомобили и транспортное оборудование) составляет 40% от суммарного импорта товаров и услуг. Включение в рассмотрение доли импортируемой для производственных целей нефти повышает эту цифру до 50%. Кроме того, изменения валютных курсов сказываются на цене потребительских товаров и, следовательно, на стоимости жизни, а эта последняя посредством вызываемых изменений уровня заработной платы производит дальнейшую корректировку цен на привлекаемые факторы производства. И, наконец, изменение валютных курсов косвенно оказывает дополнительное воздействие на цены привлекаемых факторов производства, вследствие обострения конкуренции, с которым сталкиваются производители на внутреннем рынке. Например, рост курса валюты какой-либо страны, уменьшающий цены в валюте этой страны на импортируемую сталь, воздействует на своих производителей, вынуждая их снизить цены на аналогичную продукцию отечественного производства.

На рис. 22.1 показано, каким образом экономическая система реагирует на изменение обменных валютных курсов, принимая во внимание их воздействие как на спрос, так и на предложение. В приведенном примере первоначально экономическая система находится в положении равновесия на долгосрочных временных интервалах E_1 . Положим, что далее стоимость валюты, обращающейся в этой экономической системе, понижается. В этот период времени экспорт товаров и услуг из этой страны возрастает, а импорт сокращается. Рост чистого экспорта в графической интерпретации смещает кривую совокупного спроса вправо-вверх из положения AD_1 в положение AD_2 . В то же самое время фирмы, деловые предприятия и хозяйственные агенты ожидают, что падение курса валюты их родной страны увеличит цены на привлекаемые факторы производства, смещая тем самым кривую совокупного предложения из положения AS_1 в положение AS_2 . Учитывая оба эти процесса,

¹ Более или менее резко выраженного в зависимости от амплитуды колебаний курсов валют — прим. ред.

отметим, что экономическая система движется к новому положению равновесия на краткосрочных временных интервалах E_2 . Воздействия изменения обменного валютного курса на совокупный спрос и совокупное предложение интегрируются, в результате чего отмечается рост уровня цен.

Рис. 22.1, кроме того, демонстрирует, что понижение обменного валютного курса в чистом виде представляет собой экспансионистское воздействие на экономическую систему. В новом положении равновесия на краткосрочных временных интервалах E_2 как реальный объем производства, так и уровень цен, устанавливаются выше своих прежних значений. Такое положение вещей считается обычной и стандартной ситуацией в экономической системе. Однако следует помнить, что спрос на импорт и экспорт в реальной действительности может оказаться на краткосрочных временных интервалах столь неэластичным, что чистый экспорт в начале не только не увеличится, а даже сократится при понижении обменного валютного курса. Если влияние шока предложения,



Рис. 22.1 Влияние уменьшения стоимости доллара на совокупный спрос и совокупное предложение

На приведенном рисунке показано, что понижение обменного валютного курса доллара оказывает воздействие как на совокупный спрос, так и на совокупное предложение в экономике. С позиции анализа совокупного спроса ситуация такова: уменьшение стоимости доллара увеличивает чистый экспорт, который является одной из компонент плановых затрат. Рост плановых затрат, воздействуя на экономическую систему опосредованно через мультипликативный эффект, смещает (в графической интерпретации) кривую совокупного спроса вправо-вверх из положения AD_1 в положение AD_2 . В то же самое время понижение обменного валютного курса доллара увеличивает стоимость в долларах привлекаемых факторов производства, импортируемых из-за границы. Это обстоятельство обременяет фирмы и деловые предприятия основывать свои планы о выпуске продукции и ценах на нее, исходя из более высоких цен на привлекаемые факторы производства. Рост ожидаемого уровня цен привлекаемые факторы производства смещает (в графической интерпретации) кривую совокупного предложения вверх из положения AS_1 в положение AS_2 . Приведенный рисунок характеризует вышеописанный процесс на краткосрочных временных интервалах как чисто экспансионистское для экономической системы мероприятие. По мере того, как экономическая система движется от положения E_1 в положение E_2 , наблюдается рост уровня реального объема производства наряду с ростом уровня цен.

связанного с понижением обменного валютного курса, ощущается экономической системой ранее, чем аналогичное воздействие на совокупный спрос, то мгновенной реакцией экономической системы может стать рост уровня цен, сопровождающийся явным увеличением (а иногда даже сокращением) реального объема производства.

ВАЛЮТНАЯ ИНТЕРВЕНЦИЯ НА ВНЕШНИХ ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Наш предыдущий анализ предполагал, что состояние и уровень текущего обменного валютного курса можно толковать двояко: с одной стороны — как промежуточную цель экономической политики, а с другой стороны — как инструмент, эту политику регулирующий и сдерживающий.

Именно в качестве промежуточной цели экономической политики изменения обменного валютного курса могут служить средством управления и манипулирования совокупным спросом во многом аналогично тому, как изменения количества денег, находящихся в обращении, или структуры и объема государственных закупок служат этим целям. Если какое-либо правительство намеренно и целенаправленно понижает курс валюты своей страны, рассматриваемый в этот момент как промежуточная цель экономической политики, позволяя ей обесцениться относительно других иностранных валют, говорят, что правительство проводит девальвацию своей валюты. Девальвация призвана стимулировать совокупный спрос, таким же образом как это происходит при обесценивании валюты, вызванном рыночной стихией и рыночными силами. Если какое-либо правительство намеренно повышает курс валюты своей страны, рассматриваемый в этот момент как промежуточная цель экономической политики, позволяя увеличивать стоимость этой валюты относительно других, говорят, что правительство проводит ревальвацию своей валюты. Ревальвация валюты будет ограничивать совокупный спрос равным образом, как его сдерживает повышение стоимости валюты под воздействием рыночных сил, расходящихся вне сферы контроля со стороны правительственных органов.

В это же самое время обменные валютные курсы служат не только в качестве промежуточных целей определенной экономической политики, но и оказывают сдерживающее влияние на разнообразные экономические новации. Творцы экономической политики, используя в своей деятельности весь возможный арсенал средств и методов денежно-кредитной и налогового-бюджетной политики, обязаны иметь в виду, каким образом проводимые мероприятия окажут воздействие на обменный валютный курс. Считает ли ФРС в лице ее руководящих органов разумным в какой-либо определенный период развития экономической системы увеличить количество денег, находящихся в обращении? Вряд ли ФРС рискнет осуществить такое мероприятие, не принимая во внимание, что эта мера существенно повлияет на номинальные нормы процента и ожидаемые темпы инфляции, а они, в свою очередь, — на обменный валютный курс доллара. Жаждет ли Конгресс США увеличить государственные закупки, не повышая при этом налоги, финансирующие эту процедуру? Если да, то Конгрессу придется учитывать последствия воздействия этих шагов на такие экономические параметры, как реальные нормы процента и темпы экономического роста, которые способны моментально изменить текущий обменный валютный курс.

В нашем последующем анализе мы постоянно будем помнить и учитывать оба этих обстоятельства, характеризующие обменный валютный курс.

Механизм «валютной интервенции»

Предположим, что творцы экономической политики решили, что объектом изменений в силу тех или иных экономических причин должен стать обменный валютный курс. Каким образом их желание реализуется на практике? Механизм валютной интервенции в реальной действительности отличается от способов манипулирования равновесной ценой на любом ином рынке, который становится мишенью для вмешательства правительственных органов, самым незначительным образом. Если правительство хочет «ревальвировать» такой товар, как сыр, — оно скупит всю продукцию у фермеров, создавая на своих складах огромные излишние запасы. Если правительство возжелает «девальвировать» нефть, то, в дополнение к существующей нефтеторговле, оно начнет распродавать нефть из своих стратегических резервов. Схожим образом оно может манипулировать обменным валютным курсом, покупая или продавая доллары на внешних валютных рынках. Интервенция на внешних валютных



Рис. 22.2 Валютная интервенция, понижающая обменный валютный курс

На представленном рисунке приводится графическая интерпретация процессов в экономической системе, вызванных к жизни продажей Федеральной Резервной Системой некоего количества долларов с целью его девальвации. Предпринятая продажа долларов увеличивает количество долларов, предлагаемое на внешних валютных рынках, сдвигая кривую общего суммарного предложения долларов вправо от кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций. Этот сдвиг кривой предложения долларов понижает обменный валютный курс доллар от E_1 до E_2 . В положении E_2 стрелка, обозначенная на рисунке литерой (a), проходящая между кривыми предложения и спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций, соотносится с активным сальдо платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций. Стрелка, обозначенная на рисунке литерой (b), проходящая между кривой спроса по текущим счетам внешнеторговых операций и кривой общего суммарного спроса, влияет собой графическую интерпретацию чистого притока капитала по счету движения капитальных средств. Равный и противоположный по знаку отток долларов по официальным резервным счетам компенсирует активное сальдо платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций и чистый приток капитала.

рынках проводится под руководством Управляющего зарубежными операциями Федерального Резервного банка Нью-Йорка под надзором Федерального Комитета Открытого Рынка. Государственное Казначейство играет ведущую роль в определении характера действий и времени валютной интервенции, которая воплощается в практическую жизнь Федеральной Резервной Системой.

Девальвация доллара. Предположим, что Государственное Казначейство США задумало девальвировать доллар относительно французского франка. Чтобы осуществить продажу долларов, ФРС свяжется с дилером, специализирующимся на торговле иностранной валютой, предлагая сделку по приобретению франков. На эти франки ФРС приобретает приносящие прибыль в виде процента активы, деноминированные во франки, которые Казначейство добавляет к тем нескольким миллиардам долларов активов, деноминированных в иностранных валютах, которые ФРС обычно имеет на своем платежном балансе.

ФРС расплачивается за приобретенные иностранные девизы, выраженные во франках, посредством телеграфного перевода в банк дилера. Таким образом ФРС обменивает денежные обязательства, выраженные в долларах (резервный счет банка дилера) на активы, деноминированные во франках. В платежном балансе США по внешнеторговым операциям такое мероприятие будет представлено как рост резервных активов федерального правительства США. Поскольку в данном случае имеет место использование долларов, соответствующая позиция появится в разделе «официальный резервный счет» со знаком минус.

Рис. 22.2 иллюстрирует вышеописанные процессы под углом предложения и спроса на внешних валютных рынках. Первоначально внешний валютный рынок находится в положении равновесия E_1 , когда и текущий счет внешнеторговых операций и счет движения капитальных средств находятся в равновесии. Затем правительственные органы предпринимают продажу долларов, увеличивая резервные активы федерального правительства, деноминированные во франках. Предпринятые продажи долларовых девизов увеличивают количество долларов, предлагаемое по текущим счетам внешнеторговых операций. Результирующая кривая предложения долларов в итоге пролегает правее кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций.

По мере роста и увеличения предложения долларов на внешних валютных рынках обменный валютный курс доллара снижается; при этом спрос на доллары как по текущим счетам внешнеторговых операций, так и по счетам движения капитальных средств возрастает. Это обстоятельство графически иллюстрируется движением экономической системы вниз и вправо вдоль общей суммарной кривой спроса на доллары. В положении E_2 произошло снижение обменного валютного курса доллара, и равновесие воцарилось в новых условиях.

При новом равновесном валютном курсе доллара спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций превышает предложение долларов по этой позиции. Активное сальдо по текущим счетам внешнеторговых операций означает, что в этот момент экспорт товаров и услуг превышает импорт (графически это интерпретируется как расстояние, отмеченное стрелкой (а) между кривыми спроса и предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций); кроме того общий суммарный спрос на доллары превышает спрос по текущим счетам внешнеторговых операций, что свидетельствует о наличии положительного чистого спроса на доллары по счету движения капитальных средств (графически это интерпретируется как расстояние, отмеченное стрелкой (b) между кривой общего суммарного спроса на доллары и кривой спроса на доллары по текущим счетам) и приток капитала в сумме равняется тому количеству долларов, которое предлагается на внешние валютные рынки Федеральной Резервной Системой при проведении валютной

интервенции. Рассматривая в этом случае платежный баланс США по внешнеторговым операциям, отметим, что положительный баланс по счетам движения капитальных средств и текущим счетам внешнеторговых операций компенсируется отрицательным балансом официального резервного счета федерального правительства США.

Ревальвация доллара. Теперь представим, что Государственное Казначейство США вознамерилось ревальвировать доллар — то есть потребовать от ФРС активно скупать доллары на внешних валютных рынках вместо того, чтобы продавать их. В большинстве рассмотренных аспектов процесс ревальвации асимметричен процессу девальвации, с той лишь разницей, что при девальвации доллара ФРС может обеспечить его неограниченное предложение, поскольку Федеральная Резервная Система может произвести любое требуемое количество долларов одним росчерком пера, а в случае ревальвации доллара сопутствующая этому продажа иностранной валюты должна опираться на какой-либо ее источник. Где же его изыскать?

Во-первых, можно понизить уровень активов, размещенных в иностранных валютах. Если Федеральная Резервная Система компенсирует иррегулярные продажи иностранной валюты соответствующими закупками ее в других случаях, вполне возможно создать для этих целей достаточный резервный запас иностранной валюты.



Рис. 22.3 Валютная интервенция, повышающая обменный валютный курс

В рассматриваемом на приведенном рисунке случае Федеральная Резервная Система предпринимает покупку долларов на внешних валютных рынках, имеющую целью повысить обменный валютный курс доллара. Эти мероприятия ФРС уменьшают чистое предложение долларов на внешних валютных рынках, сдвигая тем самым (в графической интерпретации) кривую общего суммарного предложения долларов влево от кривой предложения долларов по текущему счету внешнеторговых операций. При этом обменный валютный курс доллара возрастает от E_1 до E_2 . В положении E_2 стрелка, обозначенная на рисунке литерой (a), сопоставляется с дефицитом платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций, а стрелка (b) — с чистым оттоком капитала. Их компенсирует равный и противоположный по знаку приток долларов по официальным резервным счетам.

Если резервы иностранной валюты исчерпываются, ФРС может обратиться к другим источникам. Один из этих источников — так называемое «своп»-соглашение (swap agreement) с каким-либо иностранным центральным эмиссионным банком. В сути своей «своп»-соглашение — это взаимный межгосударственный краткосрочный кредит, предусматривающий закупку иностранной валюты на рынке кассовых операций с последующим в некоем оговоренном будущем ее обратным выкупом на рынке срочных сделок. Другой способ изыскания недостающих средств состоит в продаже ценных бумаг, размещенных в иностранной валюте. Альтернативной этому может служить продажа специальных прав заимствования (СДР) — особого вида синтетической международной валюты, выпускаемой Международным Валютным Фондом (МВФ) с 1970 года и используемой лишь в операциях между центральными банками держав, входящих в МВФ. В период активной защиты курса доллара ФРС приходилось прибегать одновременно к нескольким вышеописанным мероприятиям.

На рис. 22.3 представлена графическая интерпретация экономических мероприятий, направленных на повышение обменного валютного курса доллара. Как и в предыдущем примере, первоначально экономическая система находится в положении равновесия E_1 ; в этом положении платежные балансы как по текущим счетам внешнеторговых операций, так и по счету движения капитальных средств, также находятся в равновесии. Затем ФРС начинает активную продажу франков на внешних валютных рынках, поддерживая тем самым обменный валютный курс доллара. Такие действия поглотят некоторую часть долларов, предлагаемых по текущим счетам внешнеторговых операций, уменьшая тем самым чистое предложение долларов на внешних валютных рынках. Результатом этих мероприятий (в графической интерпретации) явится новая кривая общего суммарного предложения долларов, которая пролегает слева от кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций.

Т-счет 22.1

ФРС

Активы

Пассивы и собственный капитал

Активы, номинированные во франках
+\$100 млн.

Резервные депозиты
+\$100 млн.

При наличии новой кривой предложения долларов избыточный спрос на доллары «подтягивает» обменный валютный курс доллара вверх. По мере этого роста спрос на доллары как по текущим счетам внешнеторговых операций, так и по счету движения капитальных средств, сокращается. Новое положение равновесия устанавливается в E_2 при дефиците платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций (стрелка (a) на графике) и чистом оттоке капитала (стрелка (b) на графике), которые компенсируются соответствующим уменьшением резервов активов федерального правительства США.

**Валютная интервенция
и денежная масса на внутреннем рынке**

До настоящего времени валютная интервенция на внешних рынках являлась лишь удобным инструментом в распоряжении определенных кругов творцов экономической политики, который они могли приобщить к разнообразному набору средств, предоставляемых внутренней денежно-кредитной политикой. На первый взгляд кажется, что воплощение в жизнь подобных мероприятий, с одной стороны, позволяет Федеральной Резервной Системе

воздействовать на обменный валютный курс, при этом не упуская из-под контроля количество денег, находящихся в обращении внутри страны. Однако внимательное рассмотрение вопросов, связанных с валютной интервенцией, показывает, что дело обстоит далеко не так просто.

Проблема состоит в том, что интервенция на внешних валютных рынках прямо влияет на состояние внутренних денежных резервов и, опосредованно через них, на количество денег, находящихся в обращении. Взгляд на Т-счет 22.1 объясняет, почему это происходит. Судя по приведенной таблице, Федеральная Резервная Система приобрела 100 млн. французских франков у дилера, специализирующегося на торговле иностранной валютой. Эти действия преследовали цель девальвировать доллар. ФРС оплатила приобретенные активы с помощью телеграфного перевода в коммерческий банк дилера. Полученные денежные средства были зачислены на резервный счет банка. Таким образом, было создано 100 млн. долларов новых банковских резервов, а количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, возросло на эту величину, умноженную на денежный мультипликатор.

По мере продолжения усилий ФРС, направленных на понижение стоимости доллара, рост количества денег, находящихся в обращении, только играет на руку, так как рост денежной массы понижает нормы процента в экономике, смещая тем самым кривую чистого спроса по счету движения капитальных средств вниз. Это стимулирует спрос на внутреннем рынке, включая спрос на импорт, так что кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций смещается вправо, способствуя тем самым понижению стоимости доллара. Кроме того, рост количества денег, находящихся в обращении, приведет к тому, что обладатели портфелей активов, размещенных в международных дивизах, будут ожидать рост уровня цен внутри США, что заставит понизить их оценку паритета покупательной способности и равновесного обменного валютного курса на долгосрочных временных интервалах. Кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств сместится вследствие этого вниз в еще большей степени, тем самым продолжая понижать стоимость доллара. Валютная интервенция таким образом автоматически запускает в действие механизмы влияния на внутреннюю экономику, которые лишь усиливают и усугубляют первоначальные намерения и цели валютной интервенции, являвшейся их спусковым крючком.

Однако связь между валютной интервенцией на внешних рынках и количеством денег, находящихся в обращении на рынке внутреннем, не всегда устраивает творцов экономической политики. Вероятнее всего, они довольствовались тем количеством денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, которое отмечалось до начала валютной интервенции. Исходя из причин сугубо внутреннего порядка, они могут сократить темпы роста денежной массы во время интервенции, проводимой с целью девальвации доллара, или позволить денежной массе возрасти при интервенции, преследующей цель ревальвации доллара. Короче говоря, существует возможность разделить проведение определенной денежно-кредитной политики на внутренних рынках от экономической активности на внешних валютных рынках. Но каким образом возможно достичь такого положения вещей? Следующий раздел рассмотрит эти вопросы.

Стерилизация

Существует способ отделить друг от друга мероприятия, проводимые в рамках внутренней денежно-кредитной политики, и механизмы валютной интервенции на внешних валютных рынках. Этот метод, получивший название

«стерилизация», состоит в совмещении каждой продажи активов, деноминированных в иностранной валюте, на внешнем валютном рынке с равной по величине закупкой на открытом рынке ценных бумаг внутри страны и, соответственно, совмещение каждой закупки на внешнем рынке с равной по величине продажей на рынке внутреннем.

Раздел «Т-счет 22.2» иллюстрирует описанный метод. В этом случае ФРС приобретает у дилера, специализирующегося на торговле иностранной валютой, французские франки на сумму 100 млн. долларов, оплачивая эту сделку телеграфным переводом. Эта операция увеличивает резервы коммерческих банков (выступающих в качестве дилеров при совершении подобных операций). В то же самое время ФРС проводит продажу на внутреннем открытом рынке ценных бумаг обязательства Государственного Казначейства США. Когда дилеры оплачивают стоимость ценных бумаг Государственного Казначейства, ФРС исключает ее из резервов своих банков. Чистый эффект подобного мероприятия состоит в увеличении официальных иностранных резервов в активах ФРС, сопровождающемся равным по величине уменьшением резервов ФРС в обязательствах Государственного Казначейства. При этом никаких изменений в абсолютной величине банковских резервов не происходит.

Т-счет 22.2

ФРС

Активы	Пассивы и собственный капитал
Активы, деноминированные во франках +\$100 млн. Обязательства Государственного Казначейства США -\$100 млн.	Без изменений

К несчастью, хотя стерилизация позволяет изолировать и исключить влияние операций на внешнем валютном рынке от денежно-кредитных мероприятий внутреннего характера, ее воздействие на состояние обменных валютных курсов вкупе с валютной интервенцией не очень велико — по крайней мере, существенно меньше, чем то обеспечивает валютная интервенция сама по себе.

Предположим, что в понедельник ФРС предпринимает закупку 100 млн. долларов на внешнем валютном рынке, преследуя цель поддержки и повышения обменного валютного курса доллара. Если эта операция во вторник не будет «стерилизована» на внутреннем рынке, то она будет иметь весьма продолжительный эффект — уже во вторник количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, будет меньше, что, как мы уже видели, будет способствовать повышению обменного валютного курса доллара.

Однако в случае впоследствии проведения стерилизации, условия на обоих рынках — внешнем валютном и внутреннем — во вторник вернутся назад в исходное положение, характерное для утра понедельника. Чтобы поддержать обменный курс доллара, ФРС будет вынуждена предложить на внешний рынок больше ценных бумаг, деноминированных в иностранной валюте, а затем приобрести больше ценных бумаг на внутреннем открытом рынке, стерилизуя предыдущее мероприятие. В среду подобную операцию придется повторить, и так можно продолжать до бесконечности.

Экономисты расходятся во взглядах относительно влияния «стерилизованной» интервенции на экономическую систему, рассматриваемую на долгосрочных временных интервалах, — будет ли обеспечено хотя бы небольшое влияние подобных мероприятий или никакие последствия от

проведения «стерилизованной» интервенции экономической системе не грозит? В одном они солидарны: стерилизация как экономический инструмент, обеспечивающий исключение взаимовлияния операций на внешних валютных рынках и количества денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, весьма непростое и тонкое дело.

Другие средства и методы воздействия на обменный валютный курс

В своем наилучшем варианте «стерилизованная» интервенция предоставляет лишь ограниченную свободу для корректировки обменных валютных курсов, обеспечивая при этом независимую внутреннюю денежно-кредитную политику. Вследствие этого, во многих странах заинтересованные лица изыскивают иные средства воздействия на обменные валютные курсы, исключаящие их влияние на количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке этих стран. Такие средства пользуются наибольшей популярностью в тех странах, собственные валюты которых находятся на внешних валютных рынках под сильным «прессингом» и которым не хватает резервов иностранной валюты для продажи на рынках с целью сокращения предложения на них своих собственных денег.

Федеральное правительство США может вводить специальные таможенные тарифы, разнообразные квоты на импортные товары и другие протекционистские меры, направленные на ограничение импорта, что уменьшает предложение долларов по текущим счетам внешнеторговых операций и, соответственно, способствует повышению стоимости доллара. Это весьма распространенный в современной экономической жизни способ не свободен и от недостатков. Во-первых, протекционистские меры повышают цены на импортные товары и услуги, что снижает остроту конкуренции между внутренним производством и импортером. Это обстоятельство оказывает сильное давление на уровень цен внутри страны, увеличивая его. Угроза инфляции может инспирировать отток капитала, который компенсирует любую прибыль от операций по текущим счетам. Кроме того, существует опасность, что протекционистские меры вызовут аналогичную реакцию со стороны торговых партнеров, что нанесет ущерб экспортным отраслям промышленности.

Также правительство США может субсидировать американский экспорт, рассчитывая тем самым увеличить спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций. Недостатки этого мероприятия аналогичны приведенным в предыдущем примере — вполне вероятно соответствующая реакция торговых партнеров за рубежом, усиление инфляционных процессов во внутренней экономике и пр.

Еще одним подобным способом воздействия на обменный валютный курс может быть введение валютных ограничений — то есть правительственных мер, ограничивающих либо жестко регламентирующих права граждан обменивать валюту своей страны на иностранную. Целью системы валютных ограничений может быть сокращение внешнего оборота капитала, что способно повлиять благоприятным образом на чистый спрос на валюту этой страны по счетам движения капитальных средств. Кроме того, эта система может оказывать влияние на внешнеторговые операции по текущим счетам. Например, ряд стран ограничивает количество валюты, которое допускается вывозить из страны ее гражданину, отправляющемуся в туристическое путешествие. Темные дельцы и богатеи в тех странах, где принята система валютных ограничений, всегда изыщут тысячу лазеек и гениальных способов проскользнуть мимо них, а огромное большинство рядовых граждан считает эти ограничения, распро-

страняющиеся на туризм и путешествия, очень неприятными. Федеральное правительство США практически не предпринимало серьезных попыток в этой сфере, хотя некие малозначительные ограничения иногда имели место.

Продолжая эту тему, заметим, что валютные ограничения, вообще запрещающие доступ граждан какой-либо страны на внешние валютные рынки без специального на то разрешения правительства, переходят в иное качество — в этом случае принято считать, что валюта этой страны неконвертируема. Такими мерами правящие круги этих стран узурпируют монополию участия в операциях на внешних валютных рынках. Зачастую они продают иностранную валюту по искусственно заниженному курсу для финансирования угодных этим правительственным органам проектов, тогда как для других целей такие операции проводятся исходя из искусственно завышенных обменных курсов валют.

Все эти средства и методы — протекционистские меры, экспортные субсидии, валютные ограничения и неконвертируемость валюты накладывают на прибегающие к ним экономические системы огромные дополнительные затраты. Эти меры разрушают экономику, привнося дисбаланс в относительные цены на разнообразные товары и услуги, а также лишая эти экономические системы преимуществ свободной международной торговли. Для того чтобы точно установить влияние этих мероприятий, а также применения традиционных форм валютных интервенций на международную валютно-кредитную систему, в пределах которой отдельные страны проводят свою собственную денежно-кредитную политику, мы подробно рассмотрим это и связанные с ними вопросы в следующем разделе.

МЕЖДУНАРОДНАЯ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНАЯ СИСТЕМА

Международная валютно-кредитная система по сути дела является набором неких правил и законов, которые регулируют деятельность центральных эмиссионных банков на внешних валютных рынках. Цель этих правил состоит в облегчении процессов международной торговли таким образом, чтобы все ее участники получали максимально возможную пользу, обеспечивающую эффективность и процветание экономических систем, которые представляет международная торговля. В процессе реализации этой цели на практике международная валютно-кредитная система должна обеспечить стабильный фундамент для долгосрочного планирования международных торговых отношений и всемерно способствовать искоренению разного рода валютных ограничений и протекционистских мер со стороны отдельных стран и их правительственных органов.

Столь высокие требования к международной валютно-кредитной системе трудно достижимы. Международная валютно-кредитная система в своем развитии прошла три основных фазы. Чтобы понять, каким образом она функционирует сегодня, весьма полезно рассмотреть процессы ее развития.

Золотой стандарт

Почти весь девятнадцатый век и часть века двадцатого золото играло центральную роль в международной валютно-кредитной системе. Эра золотого стандарта началась в 1821 году, когда вскоре за окончанием наполеоновских войн Британская империя сделала фунт стерлингов конвертируемым в золото. Вскоре и Соединенные Штаты сделали то же самое с американским долларом.

Наибольшей силы золотой стандарт достиг в период с 1880 до 1914 год, но никогда больше не возродил свой прежний статус после Первой мировой войны. Его последние следы исчезли в 1971 году, когда Государственное Казначейство США окончательно отменило практику купли-продажи золота по фиксированной цене.

Функционирование золотого стандарта. По сути введение золотого стандарта требует от каждой страны-участника конвертировать свою внутреннюю валюту в золото (равно, как осуществлять и обратную процедуру) по фиксированному курсу. Например, стоимость доллара может быть установлена равной $1/20$ унции золота, а стоимость фунта стерлингов — как $1/4$ унции золота. Обменный валютный курс, определенный с помощью пересчета золотого содержания, устанавливает золотой паритет для каждой валюты, обращающейся на внешних валютных рынках. В нашем примере паритет обменного курса между долларом и фунтом стерлингов устанавливается на уровне 5 долларов за один фунт стерлингов, что эквивалентно 0,2 фунта стерлингов за один доллар. В 19 веке золото обращалось на внутренних рынках в виде монет и, кроме того, служило формой резервов коммерческих банков, обеспечивающих вклады до востребования.

В период господства золотого стандарта американская фирма, захотевшая, к примеру, импортировать из Британии шерсть, могла обратиться на внешний валютный рынок, продать доллары, купить фунты стерлингов и расплатиться за товар. Аналогично эта операция выглядела бы и сегодня. Однако, если в то время спрос на доллары был ниже их предложения на рынке, и обменный валютный курс падал ниже 0,2 фунта стерлингов за доллар, у этой фирмы существовала иная возможность выйти из положения. Фирма могла использовать кассовые остатки в местном банке для покупки золота по 20 долларов за унцию, отправить это золото в Британию и реализовать его в английских банках по цене 4 фунта стерлингов за унцию. Такая операция имела смысл, когда обменный валютный курс смешался относительно золотого паритета на величину, большую стоимости транспортировки золота (обычно эта величина составляла около 1%).

Обеспечение равновесия. Пока каждая из стран—участниц золотого стандарта готова конвертировать свою валюту в золото, обменные валютные курсы не могут сильно отклоняться от золотого паритета. Любое давление на обменные валютные курсы, отклоняющее их от паритетных значений, будет скорректировано влиянием транснациональных золотых потоков на денежную массу, обращающуюся внутри какой-либо страны.

Предположим, что внезапно американские потребители испытали необъяснимую тягу к английским шерстяным пальто. В результате этого образовавшееся увеличение предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций понижает обменный валютный курс доллара. Как только обменный валютный курс доллара падает ниже паритета на величину, большую чем стоимость перевозки золота, золото потечет из США в Британию. Этот процесс истощит резервы американской банковской системы и пополнит резервы английских банков — тем самым количество денег, находящихся в обращении в США, сократится, а денежная масса Британии возрастет.

По мере этих изменений денежной массы в экономических системах рассматриваемых стран в их экономике произойдут и другие сдвиги. В США сокращение количества денег, находящихся в обращении, ограничит спрос, включая спрос на импортные товары; это сокращение понизит уровень цен и, соответственно, повысит нормы процента. Каждый из этих процессов воздействует на обменный валютный курс доллара, повышая его уровень. Наоборот, в Британии рост денежной массы стимулирует спрос, включая спрос

на импорт; этот рост повышает уровень цен и снижает нормы процента. Оказывая влияние на внешний валютный рынок, эти процессы понижают обменный валютный курс фунта стерлингов. Таким образом, перемещение золота на мировом рынке вызывает соответствующие корректировки экономической ситуации на рынках внутренних, которые приводят обменные валютные курсы в равновесие при сохранении золотого паритета.

Преимущества и недостатки золотого стандарта. Многие экономисты считают, что золотой стандарт, господствовавший в мировой экономике в 19 — начале 20 века, имел ряд неоспоримых преимуществ. С точки зрения сегодняшнего дня, его основное преимущество состояло в обеспечении стабильности как во внутренней, так и во внешней экономической политике. Транснациональные потоки золота, как мы уже видели, стабилизировали обменные валютные курсы и создавали тем самым благоприятные условия для роста и развития международной торговли. В то же самое время стабильный обменный валютный курс, слабо подверженный вероятным колебаниям, вызванным к жизни обширным комплексом причин, обеспечивает стабильность уровня цен во внутренней экономической системе. Какая-либо страна, ввергнутая в инфляционные процессы, вскоре испытывала отток золота, что вело к сокращению обращающейся внутри страны денежной массы, игравшее в этот период позитивную роль в рассматриваемой экономической системе. Если в экономике какой-либо страны имеют место дефляционные процессы, то приток золота и впоследствии расширение денежной массы стабилизирует уровень цен. До сего момента ряд экономистов с теплотой и ностальгией оглядывается назад на добрые старые времена господства и расцвета золотого стандарта.

Однако золотой стандарт имел и некоторые недостатки. Во-первых, золотой стандарт установил зависимость денежной массы, обращающейся в мировой экономике, от добычи и производства золота. Открытие новых месторождений золота и увеличение его добычи приводило в этих условиях к транснациональной инфляции. Наоборот, если производство золота отставало от роста реального объема производства, наблюдалось всеобщее снижение уровня цен.

Более неблагоприятным для творцов экономической политики явилось то обстоятельство, что в условиях господства золотого стандарта оказывается невозможным проведение независимой денежно-кредитной политики, направленной на решение внутренних проблем своих экономических систем. В военное время, например, существование золотого стандарта препятствовало широко распространенным методам финансирования военных действий, что включало выпуск бумажных денег и равнозначную практику монетизации государственного долга посредством продаж новых выпусков ценных бумаг центральному эмиссионному банку страны. Любая страна, которая пыталась финансировать военные расходы путем эмиссии денег, поддерживая при этом их конвертируемость в золото, моментально становилась свидетелем того, как ее золотые запасы исчезали за рубежом. По этой причине Соединенные Штаты отказались от практики золотого стандарта во время Гражданской войны, а европейские державы отказались от него во время Первой мировой войны. Другие страны также отходили от практики золотого стандарта.

После Первой мировой войны попытки восстановить золотой стандарт не увенчались долговременным и продолжительным успехом. После того как международная валютно-кредитная система перенесла во время Великой Депрессии и Второй мировой войны ряд жестких испытаний, настало время использовать другие основы, обеспечивающие ее функционирование.

Бреттон-Вудская валютно-кредитная система

В 1944 году, незадолго до окончания Второй мировой войны, основные участники процесса международной торговли встретились на конференции в местечке Бреттон-Вудс, штат Нью-Гэмпшир, США, чтобы прийти к соглашению о будущей международной валютно-кредитной системе. На этой конференции был основан Международный Валютный Фонд (МВФ) для внедрения и руководства принятой валютной системы, получившей название Бреттон-Вудской. Штаб-квартира Международного Валютного фонда располагается в городе Вашингтон, федеральный округ Колумбия, США.

Фиксация обменных курсов на основе валютных паритетов. Бреттон-Вудская система пыталась сохранить стабильность обменных курсов валют, которые, казалось, являлись одним из основных преимуществ золотого стандарта, увеличив при этом гибкость их регулирования за счет уменьшения роли и значения золота в этом процессе. Для достижения этой цели Бреттон-Вудская валютная система предложила своеобразную методику фиксации обменных валютных курсов. Так как золотые паритеты канули в Лету, паритетные обменные курсы валют устанавливались и исчислялись в долларах США; сам же американский доллар обменивался на золото по фиксированной цене 35 долларов за 1 тройскую унцию. Кроме того, Бреттон-Вудскими соглашениями сводились до минимума отклонения свободных рыночных обменных курсов валют от официально заявленных паритетов — они могли изменяться в ответ на колебания спроса и предложения на внешних валютных рынках только в узких пределах: 1% в каждую сторону от официально заявленных паритетов. Если стоимость валюты какой-либо страны повышалась до верхнего предела либо падала до нижнего, центральный эмиссионный банк этой страны был обязан вмешаться в создавшуюся ситуацию. При наличии угрозы дальнейшего повышения стоимости валюты сверх установленного момента, центральный эмиссионный банк должен был реализовать на рынке достаточное количество своей валюты, удовлетворяя избыточный спрос на нее. При наличии угрозы понижения стоимости валюты ниже критической отметки центральный эмиссионный банк должен был реализовать на рынке часть своих резервов, деноминированных в иностранной валюте, большей частью — в долларах США, чтобы поглотить избыточное предложение своей валюты на внешних валютных рынках.

Предполагалось, что паритетные обменные курсы валют будут устанавливаться исходя из реалистических равновесных уровней, отражающих эквивалентность покупательной силы различных валют на долгосрочных временных интервалах. В этих условиях осуществление валютных интервенций будет необходимо лишь для корректировки и сглаживания незначительных временных колебаний обменных валютных курсов. Более того, если правительство какой-либо страны — участницы Бреттон-Вудских соглашений приходило к выводу, что наблюдаемые отклонения курса валюты этой страны от паритета отражают фундаментальные изменения в условиях обеспечения состояния долгосрочного равновесия, то в его распоряжении имелся еще один выход. Ввиду наблюдаемых изменений в экономических условиях, правительство располагало возможностью скорректировать саму основу обменного курса валюты своей страны, а именно — установить новый паритетный обменный курс для своей валюты.

Существовало два способа проведения в жизнь такого решения. Правительство могло моментально заявить о введении нового паритетного обменного курса своей валюты, более высоким или низким, а также объявить о временном переходе своей валюты на «плавающий» относительно других валют обменный курс, повышение или понижение которого будет определяться условиями

спроса и предложения на внешних валютных рынках. В последнем случае подразумевается, что по достижении новых условий равновесия «плавающего» курса правительство объявляет о переходе на новый паритетный обменный курс своей валюты. Ряд стран (среди них особенно выделялась Канада) вводили «плавающие» курсы своих валют несколько лет подряд. Такие мероприятия, однако, принято было рассматривать как нарушение духа, если не буквы, законов Бреттон-Вудской валютной системы.

Основатели Бреттон-Вудской системы полагали, что валютные интервенции, направленные на поддержку паритетного обменного валютного курса, предоставляют разработанным валютным соглашениям возможность самоадаптации к изменениям экономических условий, как то обеспечивал золотой стандарт. Подразумевалось, что продажа валюты, предпринятая с целью предотвращения роста ее стоимости, увеличит количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке. Вызванная этим денежная экспансия, опосредовав через совокупный спрос уровень цен и нормы процента свое влияние, стимулирует предложение валюты по текущим счетам внешнеторговых операций и ограничивает чистый спрос по счету движения капитальных средств до тех пор, пока возникший в экономической системе дисбаланс не будет устранен. Аналогичным образом закупки своей валюты за рубежом, предпринятые с целью предотвращения уменьшения ее стоимости, истошают банковские резервы страны, сокращая объем денежной массы на внутреннем рынке. По мере адаптации экономической системы к сокращению денежной массы первоначальное избыточное предложение своей валюты на внешних рынках исчезало.

Проблемы и противоречия Бреттон-Вудской валютной системы. По достигнутым в Бреттон-Вудсе соглашениям любая страна, обменный курс валюты которой снижался относительно допустимого предела изменений, принимала на себя отчетливые и недвусмысленные обязательства. Предполагалось, что правительство этой страны либо должно автоматически положиться на силу денежно-кредитной политики, либо установить новый паритетный обменный курс своей валюты и проводить в жизнь внутреннюю экономическую политику, исключающую возможность появления отмеченного дисбаланса в будущем. К несчастью, большинство властей предпочитавших не делать ни того, ни другого, когда они сталкивались с понижением обменного курса валют своих стран. Убоявшись роста безработицы и повышения процентных ставок, сопутствующих грядущему в этом случае сокращению денежной массы на внутреннем рынке, чаще всего они прибегали к стерилизации мероприятий на внешних валютных рынках. Понимая негативные последствия избирательных эффектов на различные отрасли экономики при снижении обменного курса валюты или ее девальвации, правительственные органы всеми способами придерживались неизменных паритетных обменных курсов валют. К этому добавлялось введение протекционистских мер по текущим счетам внешнеторговых операций и практика валютных ограничений по счету движения капитальных средств. Но эти мероприятия лишь отдаляли час расплаты.

Те страны, положение которых на внешних валютных рынках было устойчиво, могли бы прийти на помощь путем ревальвации своих валют, но они делали это не часто и весьма неохотно. Дело в том, что валютная интервенция требовала от этих стран лишь продажи своей валюты, которую они могли без ограничений производить с помощью печатного станка, бумаги и типографской краски, так что особых выгод от ревальвации они не испытывали. Такие страны, как Федеративная Республика Германия, располагавшая мощной промышленностью, ориентированной на экспорт, многие годы процветала, вовсе не собираясь поднимать обменный валютный курс немецкой марки.

Кризисы и спекуляция. Так как необходимые корректировки обменных валютных курсов весьма редко возникали в качестве свободного волеизъявления, Бреттон-Вудсская валютная система время от времени сотрясали кризисы. Необходимые локальные корректировки обменных курсов зачастую игнорировались, а меры принимались лишь в критических ситуациях, которые разрушали сложившиеся валютные отношения.

Рассмотрим типичный сценарий валютного кризиса. Какая-либо страна, например Британия, начинает ощущать постоянное избыточное предложение своей валюты при действующем паритетном обменном курсе. Английские банки будут вынуждены реализовать программу «поддержки» фунта стерлингов на внешнем рынке, стерилизуя это мероприятие на рынке внутреннем в попытке не допустить сокращения денежной массы, обращающейся внутри страны. По мере сокращения резервов английским банкам приходится прибегать к кредитам в МВФ либо в других странах. Правительство Британии накладывает ряд торговых и валютных ограничений на экспортно-импортные операции, однако все труднее и труднее удержать фунт стерлингов от провала.

В этот самый момент на сцене появляется спекулянт. Обычно его функции весьма утилитарны. Он рассуждает приблизительно так: фунт «плавает» около своего паритетного обменного курса в 2,5 долларов за фунт, иногда повышаясь до 2,525 долларов за фунт, иногда падая до 2,475 долларов. Если сегодня я куплю некоторое достаточное количество фунтов стерлингов по курсу 1,49 долларов за фунт, а завтра на рынке его курс поднимется до 2,5 долларов, я неплохо заработаю, реализовав свое приобретение. Весь фокус в том, что в стабильной экономической ситуации он не может быть уверен в направлении колебания фунта стерлингов — ведь курс его может и упасть до 2,48 долларов за фунт, что грозит существенными убытками. То есть ситуация аналогична рулетке: красное — я выиграл, черное — проиграл...

Вернемся к нашим рассуждениям (очень скоро мы вспомним однозную личность спекулянта). Мы остановились на том, что британское правительство балансирует у края пропасти вынужденной девальвации своей валюты, фунт стерлингов достиг минимальной отметки в 2,475 долларов. На повестке дня один вопрос: удержится ли он на этом уровне или будет девальвирован? Заметим, что при равновесном рыночном курсе валюты, значительно отличающемся от паритета, никаких надежд на ее ревальвацию испытывать не нужно. Это обстоятельство предоставляет спекулянту валютной редкую возможность: красное — выиграл, черное — остался, как говорят, при своих. Он берет максимально допустимый для его кармана заем в фунтах стерлингов и реализует их на внешнем валютном рынке. Если фунт на следующий день девальвирован, то на вырученные от этой вчерашней продажи иностранные дивизы он может приобрести их в существенно большем количестве, вернуть заем и сорвать приличный куш. Если фунт стерлингов еще агонизирует, спекулянт практически ничего не теряет и повторяет свою операцию снова и снова, покупая сегодня и продавая завтра. Сделка, сулящая солидные барыши, обходится лишь в проценты за несколько дней.

Такова финальная сцена валютного кризиса: спекулянты хватают одно и то же, заваливая внешние валютные рынки сотнями миллионов фунтов. Избыточное предложение фунтов наносит валютно-финансовой системе Британии последний удар, который приводит фунт стерлингов к девальвации. Спекуляция в этих условиях становится беспроигрышным бизнесом.

В начале 1973 года острейший валютно-финансовый кризис затронул доллар США, немецкую марку и японскую йену. Ответом на него явился смелый

шаг экономически наиболее развитых стран: практика официально заявленных паритетов основных валют была объявлена исчерпанной. Бреттон-Вудская валютная система приказала долго жить...

«Плавающие» обменные валютные курсы и механизмы управления. Валютная система, в основу которой были положены «плавающие» обменные курсы валют, изменяющиеся в ответ на рыночный спрос и предложение, в итоге заменила Бреттон-Вудскую систему. Принятые соглашения не копировали со стопроцентной точностью систему «плавающих» курсов в ее чистом виде. На внешних валютных рынках продолжали иметь место различные типы валютных интервенций. По этой причине разработанную и принятую в качестве основы новую валютную систему точнее всего назвать системой скорректированных «плавающих» курсов.

По-прежнему целый ряд стран, избегая негативных последствий избираемого воздействия на внутренние экономические системы, вызванных изменениями обменных курсов валют, выходил на внешние валютные рынки с интервенционистскими программами. Ранее уже указывалось, что федеральное правительство США в конце семидесятых годов активно прибегало к этим методам, стремясь поддержать обменный курс доллара. После 1981 года федеральное правительство США значительно поумерило свою активность на внешних валютных рынках (подразумевая осуществление валютных интервенций как официальной внешнеэкономической политики) и оставили это оружие в своем арсенале лишь как средство противодействия «к хаотичным условиям на внешних рынках». Так, например, ФРС приняла валютную интервенцию с целью стабилизации доллара, «пошатнувшегося» после покушения на Президента США Р. Рейгана в начале его первого срока президентства. С 1985 года федеральное правительство США регулярно и постоянно проводит консультации со своими основными торговыми партнерами относительно происходящих с обменными валютными курсами изменений и несколько более благоприятно относится к перспективам возможных валютных интервенций.

В дополнение к спорадическим валютным интервенциям некоторые правительства систематически прибегают к этой практике, обеспечивая таким образом стабильность соотношений между обменными курсами валют. Наилучшим примером такого взаимодействия корректировок обменных курсов валют в заранее определенных пределах является западно-европейская валютная система, которая охватывает большинство стран—членов Европейского Экономического Сообщества («Общего рынка»). В рамках этой системы центральные эмиссионные банки Германии, Франции и других стран-участниц поддерживали фиксированные обменные курсы своих валют друг относительно друга, исходя из правил, очень похожих на Бреттон-Вудские соглашения. Кроме того, ряд небольших стран — страны Карибского бассейна, Центральной и Южной Америки, Восточной Азии и ряд других — фиксирует обменные курсы своих валют относительно какой-либо мощной валюты (валюты-лидера). Так, например, поступают латиноамериканские страны, связывая обменные курсы своих валют с курсом доллара США (ряд африканских стран связывает свои валюты с французским франком и т.д.). Такие договоренности и соглашения известны как валютные блоки. Члены валютных блоков пренебрегают возможностью проводить самостоятельную валютно-финансовую политику в надежде создать стабильное внешнеэкономическое окружение, способствующее развитию торговли с основными своими партнерами.

Перспективы развития международной валютно-кредитной системы

Бреттон-Вудсская валютная система, определявшая в течение четверти века практику международных валютных отношений, получила горячее одобрение и широкую поддержку в политических кругах. Наоборот, эта система не вызвала особого энтузиазма у большинства экономистов, которые подвергли ряд ее положений яростной критике. Они считали порочной практику произвольных корректировок обменных валютных курсов, недопустимым — нарушения правительственными органами ряда стран установленных в Бреттон-Вудсе соглашений и, более всего, были обеспокоены невозможностью обеспечения должного уровня международной ликвидности, способствующего росту и развитию мировой торговли в рамках Бреттон-Вудской валютной системы.

Критики Бреттон-Вудской валютной системы считали, что только введение «плавающих» обменных курсов валют устранил основную причину существования протекционистских барьеров в мировой экономике, полагая, что со временем обменные валютные курсы установятся около своих равновесных значений, которые обеспечат стабильные и благоприятные условия для развития мировой экономики. Сменившая Бреттон-Вудскую, международная валютная система, основывающаяся на «плавающих» обменных курсах, в некоторой степени удовлетворила запросы экспертов в области международной экономики, — мало кто из яростных критиков Бреттон-Вудских соглашений хотел вернуться назад, к фиксированным обменным курсам валют. Однако, эту в целом радужную картину все же омрачали тучи.

Первое разочарование принесла широкомасштабная инфляция семидесятых годов, охватившая всю мировую экономику. При фиксированных обменных валютных курсах, как мы ранее наблюдали, страна, пораженная инфляционными процессами, была вынуждена покупать свою валюту на внешних рынках, не допуская снижения ее обменного курса ниже установленного предела. Такие меры сдерживали количество денег, находящихся в обращении, на внутреннем рынке этой страны, и, следовательно, оказывают наступающей инфляции активное противодействие. Хотя правительственные органы и не всегда проводили в жизнь такие денежно-кредитные мероприятия, система фиксации обменных курсов валют в этом отношении все-таки приносила некоторые плоды. Вполне допустимо, что инфляция, разразившаяся во многих странах вскоре после отказа от Бреттон-Вудской валютной системы, этим отказом и была инспирирована. Однако инфляция восьмидесятых годов отмечалась и в условиях отказа от фиксированных обменных валютных курсов.

Вторым весьма неприятным сюрпризом для многих бывших противников Бреттон-Вудса явилось непостоянство и резкая изменчивость обменных валютных курсов при введении их «свободного плавания». Как мы уже видели, стоимость доллара между 1979 и 1985 годами выросла почти в два раза, а затем снова понизилась. На краткосрочных временных интервалах отмечались случаи, когда обменные курсы определенных валют в течение недели колебались с амплитудой +10%. Такая неустойчивость и нестабильность объясняется влиянием на внешние валютные рынки движения капиталов, а также чувствительностью финансовых операций по счетам движения капиталов средств к изменению любого фактора, который способен изменить ожидания хозяйственных агентов относительно будущих обменных валютных курсов и не ждет изменений таких основополагающих параметров экономической системы, как ВВП или уровень цен. Внешние валютные рынки практически мгновенно реагируют на малейшие предположения и прогнозы, которые до-

пускают возможные изменения основных параметров экономической системы в весьма неопределенном будущем.

В ряде случаев фирмы и деловые предприятия, оперирующие на внешних валютных рынках, могут обезопасить себя от возможных неблагоприятных изменений обменных курсов валют посредством заключения контрактов и сделок на определенный срок в будущем. Предположим, например, что некая американская фирма заключает контракт на покупку технологического оборудования в Германии, оплачивая свое приобретение в течение 90 дней с момента отгрузки продукции. Положим, что стоимость оборудования составляет 12 млн. марок, а обменный валютный курс составляет в момент заключения контракта 2 немецкие марки за доллар США. Фирма предполагает перепродать это оборудование в США за 6 млн. долларов (т. е. по его стоимости, запрашенной немецким партнером) плюс 1 млн. долларов, рассматриваемых в качестве прибыли. Однако, если за эти 90 дней курс доллара упадет до полутора марок за доллар, за заказ придется заплатить уже 8 млн. долларов, и в этом случае 1 млн. долларов ожидаемой прибыли обернется миллионным убытком. Защищая себя от риска при заключении контракта, американская фирма может приобрести 12 млн. немецких марок на внешнем валютном рынке, осуществляя эту покупку как срочную (то есть заключаемую на определенный в будущем срок) операцию. В этом случае определенная прибыль ей гарантирована. Такая операция в практике известна как хеджирование¹.

Хеджирование не всесильно — оно не может защитить от всех возможных неблагоприятных последствий изменений обменных валютных курсов. Рассмотрим, к примеру, японскую фирму, рассчитывающую открыть свой производственный филиал в США, либо американскую корпорацию, решившую вложить миллион долларов в долгосрочную маркетинговую программу в Японии. Временные горизонты в случае осуществления подобных проектов слишком далеки, а привлекаемые (особенно в первом случае) суммы слишком расплывчаты, чтобы компенсировать вероятный риск обычной практикой хеджирования. Охотников заключить срочный контракт, поддерживающий эти проекты, скорее всего не найдется. Если мера изменчивости обменного курса валют в течение последующих пяти лет достигнет 100% — а это вполне вероятный масштаб, основанный на экономическом опыте последнего времени, — то риск осуществления этих проектов станет очень значительным.

И последнее. Введение в обиход «плавающих» обменных курсов валют не открыло свободной международной торговле эру всеобщего процветания. Те правительства, которые использовали фиксацию обменных валютных курсов Бреттон-Вудса как оправдание протекционистских мероприятий, нашли иные отговорки. С 1973 года объем международной торговли возрос, однако во многих отраслях — текстильной и сталелитейной промышленности, сельскохозяйственном производстве — и поныне торжествует протекционизм.

Несмотря на вышеперечисленные недостатки и трудности, практически стопроцентно можно утверждать, что корректируемые «плавающие» обменные валютные курсы будут существовать в мировой экономической системе достаточно большой период времени. Те рыночные силы, которые ныне определяют «подвижность» обменных курсов валют и их чувствительность к потокам и перемещениям капитала, превосходят в своем могуществе способности и

¹ Необходимо отметить, что практика хеджирования в экономических отношениях Запада ныне весьма широко распространена и на иных рынках — внутренних финансовых и товарных. Так, поставщики хлебобулочной промышленности заключают срочные контракты на поставку зерна, избегая риска от последствий неурожая; срочные контракты заключаются при купле-продаже акций промышленных корпораций и т. д. — *прим. ред.*

потенциалы даже самых мощных в экономическом отношении государств поддерживать курсы своих валют на фиксированных уровнях за счет валютных интервенций на внешних рынках и их стерилизации на рынках внутренних. Более того, сегодня правительственные органы многих стран предпочитают иметь стабильную основу для внешней торговли, нежели абсолютно независимую денежно-кредитную систему внутри страны. В настоящий момент не возникает вопроса о поиске лучшей международной валютно-кредитной системы. Вероятнее всего на сегодня она единственно возможна.

ГЛОССАРИЙ

ЧАСТЬ I

К главе I

Деньги (money) — средство оплаты товаров и услуг, средство измерения стоимости и средство сохранения (накопления) стоимости.

Микроэкономика (microeconomics) — отрасль экономической науки, изучающая деятельность малых экономических единиц, таких как семейные хозяйства, деловые фирмы и правительственные учреждения.

Макроэкономика (macroeconomics) — отрасль экономической науки, изучающая такие крупномасштабные экономические явления, как инфляция, безработица и экономический рост.

Поток (flow) — экономический процесс, происходящий непрерывно во времени и измеряемый в единицах за некоторый период времени.

Национальный продукт (national product) — совокупная стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных в экономической системе.

Готовые товары и услуги (final goods and services) — товары и услуги, которые либо уже проданы или готовы для продажи тем группам лиц, которые, в свою очередь, используют их либо для потребления, либо для инвестиций, либо для осуществления государственных закупок или для экспорта.

Промежуточные товары (intermediate goods) — товары, которые покупаются с целью последующего их использования в виде ресурсов производства других товаров.

Национальный доход (national income) — суммарный доход, полученный семейными хозяйствами, включая всю сумму заработной платы, ренты, процентных выплат и прибыли.

Номинальная оценка (real measures) — экономический количественный показатель, рассчитанный без учета инфляционных влияний.

Реальная оценка (real measures) — экономический количественный показатель, рассчитанный с учетом инфляционных влияний.

Уравнение обмена (equation of exchange) — уравнение, согласно которому произведение величины денежной массы на скорость обращения денег равно произведению уровня цен на реальный национальный продукт.

Скорость обращения денег (velocity of money) — среднее количество раз в год, которое каждый доллар из общей массы денег, находящихся в обращении,

используется на покупку готовых товаров; равна отношению номинального национального продукта к массе денег, находящихся в обращении.

Уровень цен (price level) — среднее взвешенное значение цен готовых товаров и услуг, выраженное относительно базового годового показателя, равного 1,0.

Сбережения (savings) — та часть доходов семейных хозяйств, которая не идет на приобретение товаров и услуг или на уплату налогов.

Инвестиции в основной капитал (fixed investments) — приобретение вновь произведенных капитальных благ, к числу которых относятся, например, производственное оборудование, компьютеры, новые производственные здания и т. д.

Инвестиции в товарно-материальные запасы (inventory investments) — накопление запасов сырья для последующего производственного потребления, а также запасов не реализованных готовых товаров.

Финансовые рынки (financial markets) — совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от собственников сбережений к заемщикам.

Прямое финансирование (direct finance) — совокупность финансовых рыночных каналов, средства по которым перемещаются непосредственно от собственников сбережений к заемщикам.

Капитальное финансирование (capital finance) — любое соглашение, по которому фирма получает инвестиционные средства в обмен на предоставление права долевого участия в собственности на эту фирму.

Обыкновенная акция (common stock) — сертификат долевого участия в собственности корпораций, дающий его владельцу право голоса при принятии управленческих решений, а также право на долю прибыли корпорации.

Финансирование путем получения займов (debt finance) — любое соглашение, согласно которому фирма получает денежные средства для инвестиций в обмен на обязательство выплатить эти средства в будущем с процентом, но без предоставления кредитору прав на какую бы то ни было долю собственности фирмы.

Облигации (bonds) — сертификат, представляющий собой обязательство выплатить денежный долг в течение определенного периода времени (обычно за несколько лет) с оговоренным процентом, а также в соответствии с заранее определенным графиком.

Ценные бумаги (securities) — общий термин для обозначения обыкновенных акций, облигаций и некоторых других финансовых инструментов, продаваемых и покупаемых на финансовых рынках.

Косвенное финансирование (indirect finance) — совокупность финансовых рыночных каналов, по которым денежные средства перемещаются в направлении от семейных хозяйств к фирмам через финансовых посредников.

Финансовые посредники (financial intermediaries) — совокупность финансовых фирм, таких, например, как банки, взаимные и пенсионные фонды, а также страховые компании, чьи функции заключаются в аккумулировании денежных средств семейных хозяйств и последующем предоставлении этих средств в распоряжение фирм (на коммерческой основе).

Трансфертные платежи (transfer payments) — все выплаты, осуществляемые государством (в лице правительства) семейным хозяйствам (пенсии,

выплаты лицам с низкими доходами, пособия по безработице и т. п.), которые не представляют собой какого-либо рода компенсацию за оказываемые государству текущие трудовые услуги.

Чистые налоги (net taxes) — разность между доходом правительства, полученным от взимания налогов, и правительственными трансфертными платежами.

Фискальная (налогово-бюджетная) политика (fiscal policy) — политика правительства в области налогообложения и государственных расходов.

Денежно-кредитная политика (monetary policy) — правительственная политика, воздействующая на количество денег, находящихся в обращении.

Замкнутая экономическая система (closed economy) — экономическая система, не имеющая связей с зарубежными странами.

Открытая экономическая система (open economy) — экономическая система, связанная с зарубежными странами механизмами экспорта, импорта и финансовых операций.

Приток капитала (capital inflows) — величина нетто-средств (чистая величина), полученных путем займов у иностранных финансовых посредников, а также путем продажи реальных или финансовых активов иностранным покупателям.

Отток капитала (capital outflows) — величина нетто (чистая величина) кредитов, выданных иностранным заемщикам, и средств, использованных для покупки реальных или финансовых активов у иностранных продавцов.

«Утечки» (leakages) — те части национального дохода, которые не используются семейными хозяйствами для покупки потребительских товаров, произведенных внутри страны; в их состав включаются сбережения, чистые налоги и расходы на покрытие импорта.

«Инъекции» (injections) — расходы на финансирование производства национального продукта, осуществляемые не потребителями; в состав инъекций входят инвестиции, государственные закупки и денежное покрытие экспорта.

К главе 2

Средство обращения (medium of exchange) — деньги, используемые для покупки товаров и услуг, а также для уплаты долгов.

Бартер (бартерная сделка) (barter) — обмен одного товара (или услуги) на другой без помощи денег.

Рационирование (rationing) — система распределения товаров и услуг, устанавливающая максимальный предел того количества товаров и услуг, которые может купить или получить одна потребляющая единица.

Мера стоимости (unit of account) — денежная единица, используемая для измерения и сравнения стоимости товаров и услуг.

Денежная реформа (money unit reform) — переход от одной меры стоимости к другой, сопровождаемый уменьшением общего количества денег.

Гиперинфляция (hyperinflation) — инфляция, характеризующаяся очень высокими темпами роста, уровень которой может превышать несколько сот процентов в год.

Средство накопления (store of value) — актив, сохраняемый после продажи товаров и услуг и обеспечивающий покупательную способность в будущем.

Ликвидность (liquidity) — возможность использования актива в качестве средства платежа (или быстрого превращения его в средство платежа), и способность актива сохранять свою номинальную стоимость неизменной.

Денежный агрегат (monetary aggregates) — любая из нескольких специфических группировок ликвидных активов, служащих альтернативными измерителями денежной массы.

Наличные деньги (currency) — металлические монеты и бумажные деньги.

Трансакционные депозиты (transaction deposits) — депозиты, средства с которых могут быть переведены другим лицам в виде платежей по сделкам, осуществляемым с помощью чеков или электронных денежных переводов.

Параметр M1 (M1) — денежный параметр, в который включаются наличные деньги и трансакционные депозиты.

Депозитные институты (depository institutions) — финансовые посредники, в число которых входят коммерческие банки и сберегательные учреждения, которые принимают вклады у населения.

Вклады до востребования (demand deposits) — не приносящие процента вклады, владельцы которых обладают правами на пользование чеками и электронными переводами.

Прочие чековые депозиты (вклады) (other checkable deposits) — приносящие процент вклады, владельцы которых обладают правами на пользование чеками и электронными переводами.

Взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds (MMMFs)) — независимые финансовые посредники, которые продают пай населению и используют вырученные деньги для покупки краткосрочных ценных бумаг с фиксированным процентом.

Депозитные счета денежного рынка (money market deposit account (MMDAs)) — приносящие процент вклады в депозитных институтах, средства с которых могут быть изъяты без штрафа в любой момент; эти вклады не предоставляют их владельцам прав на пользование чеками.

Срочные вклады (time deposits) — приносящие процент вклады в депозитных институтах, средства из которых могут быть изъяты без штрафа только по истечении установленного в договоре периода.

Однодневные соглашения об обратном выкупе (overnight repurchase agreements (RPs)) — краткосрочные ликвидные активы, предоставляющие собой договоры о согласии фирмы или частного лица купить у финансового учреждения ценные бумаги с тем, чтобы перепродать их обратно на следующий день по заранее оговоренной цене.

Однодневные займы в евродолларах (overnight eurodollars) — краткосрочные ликвидные активы, аналогичные соглашения об обратном выкупе (RPs), служащие для операций с долларовыми фондами, находящимися на балансах депозитных институтов вне США.

Параметр M2 (M2) — денежный параметр, включающий в себя M1, сберегательные вклады, срочные вклады, однодневные соглашения об обратном выкупе и однодневные займы в евродолларах, а также принадлежащие семейным хозяйствам пай взаимных фондов денежного рынка.

Депозитные сертификаты (ДС) (certificates deposit (CDs)) — срочные депозиты с крупными номиналами (не менее 100 000 долларов).

Параметр МЗ (M3) — денежный параметр, включающий в себя М2, а также депозитные сертификаты, срочные соглашения об обратном выкупе (RP), срочные займы в евродолларах, акции взаимных фондов денежного рынка.

Параметр L (L) — денежный параметр, включающий в себя параметр МЗ, а также банковские акцепты, коммерческие бумаги, краткосрочные казначейские векселя и сберегательные облигации США.

Банкноты Соединенных Штатов (United States notes) — известны как «гринбэнки»; это — первый тип бумажных денег, выпускавшихся в обращение федеральным правительством США. Казначейство США начало выпуск этих денег во время Гражданской войны в Америке.

Банкноты банков ФРС (Federal Reserve bank notes) — приняты к обращению в 1913 году; предполагалось, что эти деньги заменят национальные банкноты.

К главе 3

Государственный долг (national debt) — совокупное количество выпущенных в обращение правительственных ценных бумаг.

Первичный рынок (primary market) — продажа ценных бумаг их эмитентами; например — продажа Казначейством ценных бумаг федерального правительства США.

Вторичный рынок (secondary market) — продажа или покупка дилерами и брокерами выпущенных в обращение ценных бумаг.

Рыночные ценные бумаги федерального правительства США (marketable U.S. government security) — ценные бумаги, которые могут быть проданы одним собственником другому.

Форма книжной записи (book-entry form) — хранение эмитентом записи о собственности на ценные бумаги вместо выдачи сертификатов.

Срок погашения (maturity date) — дата, в которую финансовый инструмент подлежит погашению наличными деньгами в размере его стоимости на момент погашения.

Казначейский вексель (Treasury bill) — краткосрочная рыночная ценная бумага федерального правительства США, реализуется с дисконтом.

Казначейская облигация (Treasury bond) — долгосрочная рыночная ценная бумага федерального правительства США со сроком погашения более 3 лет.

Аукцион векселей (bill auction) — еженедельная распродажа Государственным Казначейством США краткосрочных ценных бумаг федерального правительства тем покупателям, которые предлагают наиболее высокую дисконтированную цену.

Неконкурентная заявка (noncompetitive bid) — предложение купить казначейский вексель по средней цене принятых конкурентных заявок, причем без участия в аукционе.

Ставка по векселям (bill rate) — рассчитываемая на погодовой основе норма прибыли, получаемая инвесторами—собственниками казначейских векселей США.

Купонный эквивалентный доход (coupon equivalent yield) — более точная мера дохода на казначейский вексель, чем ставка по векселю. Рассчитывается на 365-дневный год по уплаченной цене, а не по стоимости на момент погашения.

Среднесрочный казначейский вексель (Treasury note) — рыночная ценная бумага федерального правительства США со сроком погашения от одного года до десяти лет.

Рефинансирование (refunding) — обмен ценных бумаг правительства США с истекшим сроком погашения на новые ценные бумаги.

Уменьшение стоимости (attrition) — количество ценных бумаг, которое собственники их выпусков, подлежащих погашению, отказываются принять в виде рефинансирования.

Предварительная дата (call date) — первая дата (обычно — пять лет до погашения), на которую Казначейство резервирует право выплаты долга по долгосрочной облигации.

Купонная норма процента (coupon rate of interest) — норма процента, которая указана на ценной бумаге, и которую заемщик обязуется уплатить.

Запрашиваемая цена («цена продавца») (asked price) — цена, по которой дилеры готовы продать рыночные ценные бумаги федерального правительства США.

«Цена покупателя» (bid price) — цена, по которой дилеры готовы купить рыночные ценные бумаги федерального правительства США.

Доход на момент погашения (yield to maturity) — прибыль, полученная от ценной бумаги, купленной по запрашиваемой цене и удержанной до погашения.

Процентный риск (interest risk) — риск того, что цена ценной бумаги упадет из-за роста нормы процента.

Кредитный риск (credit risk) — риск того, что заемщик не уплатит по ссуде.

Нерыночные ценные бумаги правительства США (nonmarketable U.S. government security) — сберегательные облигации или ценные бумаги, которые не могут быть проданы другому лицу.

Сберегательная облигация (saving bond) — нерыночная ценная бумага правительства США; существует в вариантах повышения ее стоимости и текущего дохода.

Облигация с повышающейся стоимостью (appreciation bond) — сберегательная облигация, купленная дешевле своей стоимости на момент погашения, процент выплачивается в виде разницы между ценой при покупке и стоимостью на момент погашения.

Иностранные правительственные серии (foreign government series) — нерыночные ценные бумаги, которые Государственное Казначейство продает иностранным правительствам и финансовым органам.

Серии правительственных счетов (government account series) — казначейские ценные бумаги, продаваемые только федеральным агентствам и траст-фондам.

Серии местных органов власти (state and local government series) — не-

единичные ценные бумаги Казначейства, которые могут быть куплены только правительствами штатов и местными органами власти.

Муниципальные облигации (*municipal bonds*) — облигации, выпущенные штатом или местным органом власти; процент на эти ценные бумаги не облагается федеральным подоходным налогом.

Инвестиционный банк (*investment bank*) — финансовый институт, контролирующий процесс выпуска муниципальных облигаций, а также акций и облигаций корпораций.

Общая облигация (*general obligation bond*) — муниципальная облигация, доход по которой и ее стоимость при погашении выплачивается из будущих налоговых сборов эмитента.

Облигация, обеспеченная доходом от определенного объекта (*revenue bond*) — муниципальная облигация, доход по которой и ее стоимость при погашении выплачиваются из доходов проекта, который она финансирует.

Целевая муниципальная облигация (*private-purpose obligation bond*) — свободная от налогов ценная бумага, выпущенная правительством штата или местным органом власти для финансирования жилищного строительства или другого частного предприятия.

Коммерческие бумаги (*commercial paper*) — краткосрочные ценные бумаги, выпускаемые в основном промышленными корпорациями, предприятиями общественного пользования и финансовыми компаниями.

Структура процентных ставок по срокам погашения (*term structure of interest rates*) — связь процентных ставок со сроком погашения облигации.

Кривая дохода (*yield curve*) — кривая, показывающая доходы (на определенную дату) от ценных бумаг федерального правительства США различных сроков погашения.

Ценные бумаги с нулевым купоном (*zero-coupon security*) — ценная бумага, выпущенная Казначейством США, проданная с большим дисконтом, не дающая права на получение процентных платежей, которые продаются отдельно.

Ценные бумаги, обеспеченные залладными (*mortgage-backed security*) — новый тип финансового инструмента, дающий возможность осуществлять мелкие инвестиции в общий фонд залладных.

Фьючерный контракт (*futures contract*) — соглашение о покупке или продаже финансовых инструментов или товаров в будущем в оговоренный срок по цене, установленной сегодня (при заключении контракта).

Опционный контракт (*options*) — право (но не обязательство) купить данную ценную бумагу по установленной в контракте цене в будущем в установленный срок.

ЧАСТЬ II

К главе 4

Коммерческий банк (*commercial bank*) — банки, предоставляющие широкий диапазон финансовых услуг, в особенности открытие счетов до востребования и предоставление ссуд и кредитов.

Сберегательное учреждение (thrift institution) — взаимно сберегательный банк, ссудо-сберегательная ассоциация или кредитный союз.

Коммерческая ссуда (commercial loan) — краткосрочная ссуда, выдаваемая хозяйственному агенту обычно с целью финансирования покупки товарных запасов.

Свободные банковские акты (Free banking act) — законы, принятые в начале XIX века и значительно упростившие получение банковского чартера от администрации штата.

Национальный банк (national bank) — банк, получивший чартер от отдела контролера денежного обращения США.

Банк штата (state bank) — банк, получивший чартер от правительства штата.

Контролер денежного обращения (Controller of the Currency) — лицо, назначаемое президентом США для работы в министерстве финансов, ответственное за регулирование деятельности национальных банков и контроль за их деятельностью (банковские ревизии).

Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 г. (Depository Deregulation and Monetary Control of 1980) — законодательный акт, в соответствии с которым была расширена сфера контроля Федеральной Резервной Системы, а «Инструкция «Q» была упразднена.

Бесфилиальный банк (unit bank) — банк без отделений.

Открытие отделений (branch banking) — ситуация, при которой один банк обслуживает большие территории с помощью сети отделений и банковских автоматов.

Банк с ограниченными услугами (limited-service bank) — банковская контора, которая не подпадает под категорию отделений банков, так как она не осуществляет одну из двух важнейших банковских операций — либо не принимает депозиты, либо не выдает ссуды.

Банк, созданный согласно закону Эджа (Edge Act bank) — дочернее банковское учреждение, осуществляющее международные банковские операции.

Банки-корреспонденты (correspondent bank) — банки, связанные между собой системой межбанковских депозитов.

К главе 5

Балансовый отчет (balance sheet) — определенное расположение бухгалтерской информации о состоянии дел банка, показывающее баланс между активами (кредит) с левой стороны отчета и пассивами (дебет) и собственным капиталом предприятия (net worth) с правой стороны отчета.

Активы (assets) — кассовая наличность, банковские депозиты, ценные бумаги, ссуды, недвижимость и другие объекты «физической» собственности, которыми владеет то или иное лицо или фирма.

Пассивы (liabilities) — требования (claims), предъявляемые фирме или юридическому лицу (за исключением требований самого владельца или владельцев фирмы).

Платежеспособный банк (solvent bank) — банк, активы которого превосходят его пассивы.

Капитал, представленный в акциях (equity capital) — собственный капитал банка или величина, на которую банковские активы превосходят пассивы банка.

Собственный капитал банка (net worth) — величина, на которую активы превосходят пассивы.

Т-счет (Т-account) — упрощенный балансовый отчет, обычно используемый для того, чтобы показать изменения, последовавшие за банковской (коммерческой) операцией той или иной фирмы или банка.

Управление портфелем (portfolio management) — управление активами и пассивами банка, преследующее достижение целей прибыльности, платежеспособности и ликвидности.

Межбанковский депозит (interbank deposit) — депозит одного банка в другом банке.

Вторичные резервы (secondary reserves) — те ликвидные активы, которые банк хранит сверх суммы резервов, обязательных по закону.

Федеральные фонды (federal funds) — депозиты коммерческого банка в Федеральном Резервном банке.

Продажа федеральных фондов (federal funds sold) — ссуды, выдаваемые коммерческим банком другим банкам из средств, лежащих на депозитах банка в Федеральном Резервном банке.

Покупка федеральных фондов (federal funds purchased) — однодневный заем, который один банк берет у другого из депозитов последнего в Федеральном Резервном банке.

Реализуемость (marketability) — присуща таким ценным бумагам, которые можно продать быстро и со сравнительно низкими операционными расходами по цене, обычно определяемой активными рынками.

К главе 6

Простой вексель (promissory note) — письменное подписанное обязательство выплатит определенную сумму денег в определенный момент времени в будущем либо по частям, либо по требованию.

Овердрафт (overdraft) — отрицательный баланс (остаток) на текущем счету, иногда приобретающий статус ссуды.

Залог (collateral) — некоторое обеспечение, передаваемое заемщиком кредитору в качестве гарантии возврата ссуды.

Необеспеченная ссуда (unsecured loan) — ссуда, предоставляемая без какого-либо залогового обеспечения.

Дисконтированная ссуда (discounted loan) — ссуда, номинальная величина которой меньше той величины, которая фактически передается в распоряжение заемщика банком в момент выдачи ссуды. Разница между номинальной величиной ссуды и суммой, передаваемой заемщику, удерживается с заемщика также в момент выдачи ссуды авансом и представляет собой форму ссудного процента (дисконт).

Базисная ставка (prime rate) — широко известная ставка ссудного процента, взимаемая очень крупными банками по краткосрочным коммерческим ссудам наиболее надежным заемщиком. (Для этой категории ссуд уровень банковского риска минимален.)

Торгово-промышленные ссуды (commercial and industrial loan) — краткосрочные ссуды, выдаваемые хозяйственным агентам (производственным или торговым предприятиям) обычно для финансирования покупки товарно-материальных ценностей.

Кредитная линия (line of credit) — согласие банка (предоставляемое фирме-заемщику) осуществлять предоставление ссуд в будущем в размерах, не превосходящих оговоренные заранее пределы без проведения каких бы то ни было специальных переговоров.

Теория коммерческих ссуд (commercial loan theory banking) — совокупность взглядов, в соответствии с которыми одни лишь краткосрочные самопогашаемые ссуды являются для коммерческих банков наиболее приемлемыми.

Ссуда с погашением в рассрочку (installment loan) — ссуда, выплачиваемая по частям согласно строго оговоренному графику.

Закладные с корректируемой процентной ставкой (adjustable rate mortgages — ARMs) — ссуда, обеспеченная недвижимостью, норма (ставка) ссудного процента по которой периодически корректируется в зависимости от изменений других процентных ставок на ссудных рынках.

Закладные с корректировкой (платежей) на уровень инфляции (graduated payment mortgages — GPMs) — закладные, платежи по которым возрастают по определенному заранее графику, что дает возможность скорректировать их размеры на известный уровень инфляции.

Потребительская ссуда (consumer loan) — ссуда, возвращаемая по частям и выданная частному лицу для покупки потребительских товаров длительного пользования.

Предписываемая маржа (margin requirement) — процент рыночной стоимости акций или облигаций, который инвестор должен по закону заплатить из собственных денежных средств при получении ссуды на приобретение этих акций или облигаций.

Дебиторская задолженность по лизингу (lease financing receivables) — сумма арендной платы за оборудование, сданное банком в аренду деловым единицам в качестве альтернативы получению ссуды на приобретение этого оборудования.

К главе 7

Основные депозиты (core deposits) — депозиты, сделанные хозяйственными агентами (деловыми предприятиями и семейными хозяйствами), расположенными и функционирующими в непосредственной близости от банка.

Нау-счета (NOW-account) — чековый депозит, по которому платится процентный доход.

Чековый депозит (checkable deposit) — счет, дающий право на выписывание вкладчиком чека, подлежащего обязательному погашению.

Удостоверенные чеки (certified checks) — чеки, платежи по которым гарантированы одним из банковских служащих.

Счета с автоматической «очисткой» (sweep account) — счета, по которым банк перечисляет любые избыточные денежные средства с согласия (но без обязательного уведомления) клиента с обычного вклада до востребования на

счета, приносящие процентный доход, или в соглашения об обратном выкупе (RP).

Компенсационный баланс (compensating balance) — баланс в форме вклада до востребования, который банки иногда требуют от своих клиентов для оплаты банковских услуг.

Счета автоматического перечисления средств (automatic transfer service (ATS) accounts) — вид депозитов, который позволяет автоматически перечислять денежные фонды со сберегательных счетов, приносящих проценты на чековые депозиты для покрытия чеков.

Супер-нау-счета (super-NOW-accounts) — счета, которые не имеют ограничения верхнего предела нормы процентных выплат.

Счета на сберегательных книжках (passbook saving deposit) — приносящие процент нечековые депозиты, которые можно изымать немедленно. Вкладчик для того, чтобы сделать вклад или изъятие, обязан предъявить сберкнижку.

Счета с выпиской состояния сберегательного вклада (statement savings accounts) — счета, аналогичные счетам на сберегательных книжках; однако для них периодические выписки о состоянии счета заменяют сберкнижку с точки зрения ведения записей.

Депозитные счета денежного рынка (money market deposit account (MMDA)) — сберегательные вклады, ставка процента по которым варьируется вместе с изменениями рыночных ставок процента.

Срочные депозиты (time deposits) — депозиты, приносящие процент, срок возврата по которым наступает в какой-то установленный в будущем момент времени, причем дата особо оговаривается.

Индивидуальный пенсионный счет (individual retirement account — IRA) — специальный сберегательный или срочный счет с налоговыми преимуществами, предназначенный для того, чтобы обеспечить занятых пенсионным доходом.

Векселя до востребования, выпускаемые для Государственного Казначейства США (Demand note Issued to the Treasury) — приносящие процент векселя коммерческих банков и других депозитных институтов, которые выпускаются под денежные фонды Казначейства США, которые содержатся в этом коммерческом банке или учреждении.

Управляемые пассивы (managed liabilities) — определенные источники денежных фондов, которые банк в состоянии привлечь путем предложения более высокой нормы процента; в их число входят депозитные сертификаты, займы в евродолларах, а также кредитные средства из федеральных фондов.

Евродолларовые займы (eurodollar borrowing) — банки США делают займы и платят проценты по долларovým депозитам, принадлежащим иностранным банкам, и помещенным этими иностранными банками в качестве резервов евродолларовых банковских операций.

Счета движения капитальных средств (capital accounts) — статьи балансового отчета компании, расположенные в пассивной его части, отражающие претензии или требования, предъявляемые собственниками компании на принадлежащие им активы.

Акционерный капитал (capital stock) — статья в балансовом счете, показывающая величину нарицательной стоимости всех обращающихся акций компании.

Резервный капитал (surplus) — статья в балансовом отчете, в которой, наряду с объемом нераспределенной прибыли, отражена сумма, на которую общие активы компании превышают ее общие пассивы, величину акционерного капитала и резервов, предназначенных для покрытия убытков по ссудам.

Нераспределенная прибыль (undivided profits) — статья балансового отчета, весьма близкая к статье «резервный капитал» (surplus).

Регистрационная стоимость, приходящаяся на одну акцию (всего акционерного капитала банка) (book value per share of a bank's stock) — общая стоимость акционерного капитала, резервного капитала, нераспределенной прибыли и резервов на покрытие убытков по ссудам, поделенная на общее число обращающихся акций.

Коэффициент (соотношение) «капитал-активы» (capital-asset ratio) — отношение величины банковского капитала к размерам его активов.

К главе 8

Аннуитет (annuity) — инвестиции, приносящие клиенту через регулярные промежутки времени определенную сумму денег.

Финансовая компания (finance company) — финансовый институт, чьи активы состоят из потребительских и прочих ссуд, а пассивы — из коммерческих ценных бумаг и других видов заемных средств.

Диверсификация (diversification) — уменьшение риска для отдельных вкладчиков путем объединения ссудной и инвестиционной деятельности целой группы заемщиков.

«Взаимная» форма собственности (mutual form of ownership) — кооперативная фирма, принадлежащая ее вкладчикам (депозитариям).

Инструкция Q (Regulation Q) — инструкция Федеральной Резервной Системы, определявшая ранее верхние границы процентных ставок для сберегательных и срочных депозитов; в настоящее время запрещает выплачивать процентный доход по вкладам до востребования.

Отлив средств от финансовых посредников (disintermediation) — сокращение депозитов в финансовых институтах, сопровождающееся уменьшением инвестиций, осуществляемых этими институтами.

Счета расчетных трат (share-draft accounts) — пассивы кредитных союзов, очень близкие к чековым депозитам в банках.

Взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds (MMMFs)) — особый тип инвестиционной компании, которая выпускает акции и вкладывает средства в покупку депозитных сертификатов, векселей Государственного Казначейства, коммерческих бумаг и прочих краткосрочных кредитных инструментов.

К главе 9

Полное («стопроцентное») резервное покрытие (100-percent reserves) — ситуация, при которой депозитный институт обладает резервами, равными своим депозитам.

Частичное резервное покрытие (fractional reserves) — ситуация, при ко-

торой сберегательное учреждение держит резервы, равные только части своих депозитов.

Неплатежеспособный банк (insolvent bank) — банк, у которого обязательства по депозитам плюс обязательства по заемным средствам превосходят активы.

Резервы на возмещение потерь по ссудам (loan loss reserves) — позиция в банковском балансовом отчете, отражающая ссуды, вероятность погашения которых мала.

Банковский кризис или паника (bank crisis or panic) — проблема ликвидности, связанная с массовым изъятием банковских депозитов вкладчиками, опасаящимися грядущего банкротства банка.

«Эластичные» деньги (elastic currency) — денежная система, позволяющая расширить предложение денег на внутреннем рынке.

«Банковские каникулы 1933» (Bank Holiday of 1933) — семь дней, в течение которых все американские банки были закрыты.

Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation) — занимается страхованием всех банков, относящихся к Федеральной Резервной Системе, а также ряда других депозитных учреждений.

Исторический подход к калькуляции (банковских) затрат (historic cost accounting) — оценка банковских инвестиций по ценам на момент осуществления операций, а не по текущим ценам.

Политика предоставления информации (disclosure policy) — финансово-информационная политика Федеральной Корпорации по Страхованию Депозитов, которая обязывает банки предоставлять информацию о ссудах, не приносящих банку прибыли. Кроме того, ФКСД публикует в средствах массовой информации названия банков и фамилии банковских служащих, к которым были приняты какие-либо меры административного воздействия.

К главе 10

Обязательные резервы (required reserves) — доля (в процентах) банковских депозитов и других пассивов, полученных из других источников, которые должны содержаться в форме кассовой наличности или депозитов в Федеральном Резервном банке.

Избыточные резервы (excess reserves) — банковские резервы, превышающие количество, требуемое по закону.

Операции на открытом рынке (open market operations) — покупка или продажа государственных ценных бумаг Федеральной Резервной Системой для осуществления контроля над финансово-экономическими условиями.

Мультипликативное расширение (multiple expansion) — расширение депозитов путем многократного увеличения любых новых резервов, получаемых банковской системой в целом.

Мультипликатор «депозиты-к-резервам» (deposits-to-reserves multiplier) — показывает общее количество новых депозитов, возможных при данном количестве новых резервов, банковской норме резервов, заданном коэффициенте «наличность — депозиты населения» и других, относящихся к этому факторам.

Денежная база (monetary base) — банковские резервы (кассовая

наличность и депозиты в Федеральных Резервных банках) плюс наличность, обращающаяся вне банка. Любой тип денег, который можно использовать как банковские резервы, представляет собой денежную базу.

Мультипликатор М1 (M1 multiplier) — расширение суммы чековых депозитов и массы денег как величины, кратной увеличению денежной базы.

Скорректированная денежная база (adjusted monetary base) — величина денежной базы, пересчитанная исходя из предположения о постоянстве требований к обязательным резервам.

Альтернативная стоимость (вмененные издержки) (opportunity cost) — издержки содержания актива, выраженные в терминах потери возможности использования какого-либо альтернативного актива.

Часть III

К главе 11

Федеральные Резервные банки (Federal Reserve banks) — финансовые институты, хранящие резервные вклады и осуществляющие клиринговые операции по платежным поручениям депозитных учреждений и вкладам Государственного Казначейства США; выпускают в обращение Федеральные Резервные банкноты и контролируют процессы создания депозитов и кредитования депозитных учреждений.

Банк-член ФРС (member bank) — банк, входящий в структуру Федеральной Резервной Системы.

Федеральный Комитет Открытого Рынка (Federal Open Market Committee (FOMC)) — организационная структура, формирующая определенный тип денежно-кредитных отношений, на практике осуществляемых посредством операций на рынке ценных бумаг.

Независимый (от федерального правительства США) орган (independent agency) — организационная структура, основанная по распоряжению Конгресса США, ему подотчетная и находящаяся вне любого контроля со стороны исполнительной власти.

Счет золотых сертификатов (gold certificate account) — позиция активов Федеральных Резервных банков, учитывающая наличие золотых сертификатов, которыми они располагают.

Золотой сертификат (gold certificate) — бумажные деньги, имевшие хождение в США до 1933 года, которые обеспечивались золотым запасом Государственного Казначейства США (т. е. своего рода сохранная расписка на то или иное количество золота, выданная Казначейством США в обмен на металл Федеральной Резервной Системе. Отметим, что в финансовой практике США существовали и серебряные сертификаты. — *прим. пер.*).

Счет сертификатов специальных прав заимствования (special drawing rights certificate account) — позиция активов в Федеральных Резервных банках, определяющая количество СДР в собственности Государственного Казначейства США.

Специальные права заимствования (СДР) (special drawing rights (SDRs)) — особый тип международной валюты, выпускаемый Международным Валют-

вым Фондом и используемый лишь для межправительственных расчетов через центральные банки.

Отложенный (неразмещенный) кредит (deferred credit items) — счет пассивов в балансовом отчете Федерального Резервного банка для обеспечения покрытия чеков, которые он должен получить от банков, находящихся в других Федеральных Резервных округах.

К главе 12

Операция на открытом рынке (ценных бумаг) (open market operations) — купля-продажа Федеральной Резервной Системой ценных бумаг федерального правительства США, опосредованная через дилерскую сеть и преследующая цели контроля и управления сложившейся экономической ситуацией.

Управляющий текущими операциями на открытом рынке (manager of the open market account) — вице-президент Федерального Резервного банка Нью-Йорка, который отвечает за процесс купли-продажи ценных бумаг федерального правительства согласно указаниям Федерального Комитета Открытого Рынка.

Защитные операции на открытом рынке ценных бумаг (defensive open market operations) — финансовые операции, преследующие цели противодействию нежелательному изменению банковских резервов.

Динамические операции на открытом рынке ценных бумаг (dynamic open market operations) — финансовые операции, преследующие цели обеспечения экономической стабильности либо экономического роста.

Учетная ставка (discount rate) — норма процента, взимаемая Федеральными Резервными банками, при предоставлении ссуд коммерческим банкам.

Предписываемая маржа (margin requirements) — процент рыночной стоимости акций и облигаций, который инвестор должен по закону уплатить банку при получении ссуды на приобретение этих акций или облигаций.

К главе 13

Уравнение банковских резервов (bank reserve equation) — финансово-экономические факторы, определяющие состояние денежной базы и объем резервных депозитов в Федеральных Резервных банках.

Флоут (float) — разность между двумя позициями в балансовом отчете какого-либо Федерального Резервного банка: чеками и другими платежными документами в процессе инкассации (рассматриваемого как актив) и неразмещенным кредитом.

Чеки и другие платежные документы в процессе инкассации (items in process collection) — чеки и другие платежные документы, находящиеся в процессе клиринга; рассматриваются как актив (потенциальный актив) в балансовом отчете банка, получившего их для дальнейшей обработки.

Отложенный (неразмещенный) кредит (deferred credit items) — счет пассивов в балансовом отчете Федерального Резервного банка для обеспечения покрытия чеков, которые он должен получить от банков, находящихся в других Федеральных Резервных округах.

Счет золотых сертификатов (gold certificate account) — позиция активов

Федеральных Резервных банков, учитывающая наличие золотых сертификатов, которыми они располагают.

Счет сертификатов специальных прав заимствования (*special drawing rights certificate account*) — позиция активов в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков, определяющая количество СДР в собственности Государственного Казначейства США.

«Сеньораж» (*seigniorage*) — прибыль казначейства какой-либо страны, определяемая разностью номинальной стоимости денег (монет) и стоимостью их физического производства (ср. с определением гл. 2).

Платежные средства Государственного Казначейства (*Treasury currency*) — монеты, банкноты США и некоторое количество иных бумажных денег в процессе изъятия из обращения.

Обращающиеся платежные средства (*currency in circulation*) — банкноты ФРС и платежные средства Государственного Казначейства США, выпущенные в обращение, за исключением находящихся на хранении в Федеральной Резервной Системе и Государственном Казначействе.

Авуары Государственного Казначейства (*Treasury cash holdings*) — монеты и бумажные деньги, хранящиеся в Государственном Казначействе США.

Часть IV

К главе 14

Теория денег (монетаристская теория) (*monetary theory*) — раздел экономической теории, изучающий процессы воздействия денег и денежной политики на состояние экономики в целом.

Деловой цикл (*business cycle*) — цикл, при котором периоды роста реального объема производства чередуются с падением реального объема производства, сопровождающимся высокой безработицей.

Сжатие (*contraction*) — фаза делового цикла, сопровождающаяся падением реального объема производства.

Спад (*recession*) — фаза сжатия, длящаяся от 6 месяцев и более.

Дно цикла (*trough*) — точка делового цикла, в которой реальный объем производства достигает своего наинизшего уровня.

Расширение (экспансия) (*expansion*) — фаза делового цикла, в течение которой реальный объем производства повышается относительно дна цикла.

Высшая точка, пик цикла (*peak*) — точка делового цикла, в которой реальный объем производства достигает наивысшего уровня.

Монетаризм (*monetarism*) — школа экономической мысли, акцентирующая внимание на изменениях в количестве находящихся в обращении денег, как определяющей функции цен, доходов и занятости.

Современная количественная теория (*modern quantity theory*) — направление развития количественной теории денег и цен, допускающее систематические изменения скорости обращения денег и реальных доходов аналогично изменениям количества денег, находящихся в обращении, и абсолютного уровня цен.

К главе 15

Портфель (portfolio) — совокупность активов предприятия или какого-либо хозяйственного агента.

Предпочтение ликвидности (liquidity preference) — термин, введенный Дж. Кейнсом, для обозначения спроса на деньги.

Трансакционный мотив (transactions motive) — мотив хранения денег, возникающий из удобства их использования в качестве средства платежа.

Мотив предосторожности (мотив обеспечения безопасности) (precautionary motive) — мотив хранения денег как полезного ресурса покупательной способности, дабы иметь в будущем возможность реализовать неожиданные потребности или воспользоваться преимуществом неожиданных возможностей.

Спекулятивный мотив (speculative motive) — мотив хранения денег, возникающий из желания избежать потерь капитала, вызываемых хранением активов в форме облигаций, в периоды ожидаемого повышения норм ссудного процента.

К главе 16

Рынок денег (финансовый рынок) (money market) — сеть институтов, обеспечивающих взаимодействие предложения и спроса на деньги.

Тактическая цель (operating target) — задача денежно-кредитной политики, проводимой ФРС, которая достигается путем проведения ряда последовательных операций на открытом рынке.

Гибкая денежно-кредитная политика (accommodating monetary policy) — сохранение Федеральной Резервной Системой постоянного уровня номинальной нормы процента в качестве тактической цели, обеспеченное необходимыми операциями на открытом рынке.

К главе 17

Дефлятор ВВП (GNP deflator) — показатель среднего уровня цен на всю совокупность товаров и услуг.

Кривая совокупного спроса (aggregate demand curve) — кривая, иллюстрирующая изменение суммарного реального уровня покупок, запланированного всеми потребителями в зависимости от изменения уровня цен.

Кривая совокупного предложения (aggregate supply curve) — кривая, иллюстрирующая изменение суммарного объема производства всех без исключения готовых товаров и услуг в зависимости от изменения уровня цен.

Естественный уровень реального объема производства (natural level of real output) — уровень реального объема производства, при котором предприятия работают в ритме, обеспечивающем нормальную производительность, и в условиях полной занятости рабочей силы.

Кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах (long-run aggregate supply curve) — вертикальная линия, характеризующая естественный уровень реального объема производства.

Нейтральность денег (neutrality of money) — положение в экономической теории о том, что изменение количества денег, находящихся в обращении,

влияет лишь на абсолютный уровень цен, оставляя неизменным реальный объем производства.

Инфляция, инспирированная спросом (demand-pull inflation) — инфляция, вызванная повышением цен со стороны хозяйственных агентов в ответ на возросший спрос.

Инфляция, инспирированная затратами («инфляция издержек») (cost-push inflation) — инфляция, вызванная повышением цен со стороны хозяйственных агентов для покрытия более высоких ожидаемых затрат.

Теория ускорения инфляции (accelerationist of inflation) — теория, согласно которой реальный объем производства может поддерживаться выше своего естественного уровня в течение длительного периода времени за счет увеличения темпов инфляции из года в год.

Инфляция, сопряженная со спадом (inflationary recession) — период, характеризующийся ростом цен, ростом безработицы и спадом производства.

Шок (срыв) предложения (supply shock) — резкое нарушение предложения отдельного вида товаров или группы товаров, связанных между собой.

Теория адаптивных ожиданий (adaptive expectations hypothesis) — теоретическая посылка, указывающая на то, что формирование ожиданий хозяйственных агентов происходит путем экстраполяции тенденций развития процесса в прошлом.

Неоклассическая экономика (new classical economics) — школа экономической мысли, основанная на теории рациональных ожиданий.

Теория рациональных ожиданий (rational expectations hypothesis) — теоретическая посылка, указывающая на то, что формирование ожиданий относительно будущего экономической системы происходит как на основе экстраполяции тенденций развития в прошлом, так и на основе анализа грядущих возможностей.

Супернейтральность денег (superneutrality of money) — предположение, что ожидаемые изменения в росте количества денег, находящихся в обращении, не влияют на реальный объем производства даже на краткосрочных временных интервалах.

К главе 18

Фискальная (налогово-бюджетная) политика (fiscal policy) — меры, принимаемые со стороны правительственных органов по изменению налогообложения и структуры государственных закупок с целью воздействия на экономику.

Располагаемый доход (disposable income) — доход, оставшийся в распоряжении потребителей после уплаты налогов.

Предельная склонность к потреблению (marginal propensity to consume) — часть каждого добавочного доллара располагаемого дохода, затраченная на

Функция потребления (consumption function) — связь между располагаемым доходом и величиной потребления, выраженная в аналитической форме.

Автономное потребление (autonomous consumption) — величина потребления, соответствующая нулевому располагаемому доходу.

Автономные затраты (autonomous expenditure) — расходы, не зависящие от изменений в доходе.

Автономные чистые налоги (autonomous net taxes) — разность между налогами и трансфертными платежами, не зависящая от величины дохода.

Предельная налоговая ставка (marginal tax rate) — доля каждого добавочного доллара национального дохода, изымаемая в виде чистых налогов.

«Кейнсианский крест» (Keynesian cross) — диаграмма, определяющая уровень равновесия экономической системы как точки пересечения графика функции плановых затрат и графика функции национального продукта.

Мультипликативный эффект (multiplier effect) — изменение уровня равновесия национального дохода в степени большей, чем вызвавшее его изменение исходного уровня автономных затрат.

Мультипликатор затрат (expenditure multiplier) — отношение изменения уровня нового равновесия национального дохода к изменению автономных затрат его вызвавших.

К главе 19

График плановых инвестиций (planned investment schedule) — графическое изображение взаимной связи нормы процента и инвестиций.

Кривая IS (IS curve) — графическая интерпретация взаимной связи между нормой процента и национальным доходом при равновесии на рынках товаров.

Кривая LM (LM curve) — графическая интерпретация взаимной связи между нормой процента и национальным доходом при равновесии на рынках денег.

Передаточный механизм (transmission mechanism) — процесс, посредством которого денежно-кредитная политика осуществляет влияние на уровень плановых затрат.

Ликвидная ловушка (liquidity trap) — условия на рынке денег, при которых норма процента реагирует на изменения в предложении денег в весьма незначительной степени (особенно при низких нормах процента).

Эффект вытеснения (crowding out effect) — уменьшение плановых инвестиций, вызванное ростом норм процента, и частично компенсирующее влияние экспансионистской фискальной политики.

Эффект реального богатства (real wealth effect) — уменьшение богатства, вызванное ростом уровня цен, приводящее к уменьшению автономного потребления.

К главе 20

Тактическая цель (operating target) — задача денежно-кредитной политики (проводимой ФРС), которая достигается путем проведения ряда последовательных операций на открытом рынке.

Промежуточная цель (intermediate target) — задача денежно-кредитной политики, в сути которой лежит регуляция значений ключевых экономических переменных на достаточно продолжительных временных интервалах.

Спад темпов роста (growth recession) — ситуация, в которой темпы роста

реального объема производства недостаточны для стабилизации уровня безработицы на фиксированной отметке.

«Концепция предложения» в экономической мысли (supply-side school) — точка зрения определенного круга экономистов, акцентирующая внимание на содействии быстрому росту естественного уровня реального объема производства в противовес контролю и управлению совокупным спросом.

Денежно-кредитная конституция (monetary constitution) — свод заранее определенных и практически неизменных правил и законов денежно-кредитной политики.

Проблема временных несоответствий (time-inconsistency problem) — противоречие между долгосрочными и краткосрочными задачами Федеральной Резервной Системы, обусловленное наличием определенных экономических ожиданий, связанных с проведением тех или иных денежно-кредитных мероприятий.

Структурный дефицит (structural deficit) — вычисленная разность между федеральными доходами и расходами при определенной фискальной политике и постоянно заданном уровне безработицы.

Циклический дефицит (cyclical deficit) — разность между реально наблюдаемым дефицитом и структурным дефицитом.

Монетизация дефицита (monetization of deficit) — создание денег путем проведения покупок на открытом рынке ценных бумаг, предпринятых для компенсации займов Государственного Казначейства, размещенных для покрытия правительственных затрат.

Часть V

К главе 21

Замкнутая экономическая система (closed economy) — экономическая система, в которой все деловые операции и сделки происходят внутри одной страны, а расчеты по ним производятся в валюте этой страны.

Открытая экономическая система (open economy) — экономическая система, в которой наряду с деловыми операциями внутри страны включены международные внешнеэкономические связи, а расчеты по ним требуют использования иностранных валют.

Внешние валютные рынки (foreign exchange market) — финансовые рынки, на которых осуществляется международная торговля и обмен иностранных валют.

Переводной вексель (bill of exchange) — распоряжение, которое требует со стороны импортера или банка, представляющего импортера, заплатить определенное количество денег в оговоренной валюте экспортеру.

Обменный курс по кассовым операциям (spot rate (of exchange)) — обменный курс валют, обслуживающий торговые сделки, которые будут заключены в течение 48 часов.

Обменный курс по срочным операциям (forward rate (of exchange)) — обменный курс валют, обслуживающий торговые сделки, которые состоятся в будущем.

Текущий счет внешнеторговых операций (current account) — учетная ка-

тегория импорта и экспорта товаров и услуг, включающая в себя разовые односторонние платежи.

Торговый баланс (merchanised balance) — разность между импортом и экспортом товаров.

Сальдо текущего счета по внешнеторговым операциям (current account balance) — сумма торгового баланса, чистого дохода от реализованных услуг и односторонних разовых платежей.

Счет движения капитальных средств (capital account) — международные валютные операции, связанные с куплей-продажей финансовых активов и практикой предоставления и получения кредитов и займов.

Приток (ввоз) капитала (capital inflows) — приобретения активов США иностранными покупателями, а также займы в иностранных банках американскими фирмами, деловыми предприятиями и отдельными гражданами США.

Отток (вывоз) капитала (capital outflows) — приобретения иностранных активов фирмами и отдельными гражданами США, а также ссуды, предоставляемые банками США и иными небанковскими источниками иностранным фирмам и гражданам.

Статистическое расхождение (statistical discrepancy) — разность между всеми зарегистрированными источниками денежных средств и всеми зарегистрированными операциями по использованию денежных средств на внешних валютных рынках.

Повышение стоимости валюты (appreciation (of a currency)) — рост обменного курса валюты; фунт стерлингов повышает, например, свою стоимость, если его обменный курс увеличивается с 1,5 долларов за один фунт стерлингов до 1,6 долларов за один фунт стерлингов.

Понижение стоимости валюты (depreciation (of a currency)) — падение обменного курса валюты; фунт стерлингов понижает, например свою стоимость, если его обменный курс уменьшается с 1,5 долларов за один фунт стерлингов до 1,4 доллара за один фунт стерлингов.

Паритет покупательской способности (purchasing power parity) — уровень обменного курса валют, выравнивающий покупательную способность каждой из них.

Кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств (capital account net demand curve) — графическое изображение величины чистого спроса на доллары для операций по счету движения капитальных средств в зависимости от существующего обменного валютного курса.

К главе 22

Чистый экспорт (net exports) — экспорт товаров и услуг за вычетом импорта товаров и услуг.

Девальвация валюты (devaluation) — целенаправленные действия правительства по снижению обменного курса валюты страны, рассматриваемого как промежуточная цель экономической политики, в целях стимулирования совокупного спроса в экономической системе.

Ревальвация (валюты) (revaluation) — целенаправленные действия правительства по повышению обменного курса валюты своей страны, рассматрива-

емого как промежуточная цель экономической политики, в целях сдерживания совокупного спроса в экономической системе.

«Своп-соглашение (swap agreement) — соглашение с иной страной о приобретении валюты этой страны в целях осуществления контроля за состоянием обменного валютного курса, либо осуществления валютной интервенции.

Специальные права заимствования (СДП) (special drawing rights (SDRs)) — особый тип международной валюты, выпускаемой Международным валютным фондом и используемый лишь для межправительственных расчетов через центральные банки.

Стерилизация (sterilization) — совмещение валютной интервенции на внешних валютных рынках с равными по величине и противоположными по направлению операциями на внутреннем открытом рынке ценных бумаг, предпринятое в целях исключения взаимовлияния внутренней денежно-кредитной политики от внешней.

Валютные ограничения (exchange controls) — система правительственных мер, ограничивающая либо жестко регламентирующая права граждан обменивать валюту своей страны на иностранную.

Неконвертируемая валюта (inconvertibility) — валюта какой-либо страны, запрещенная к обмену на внешних валютных рынках без специального на то разрешения правительственных органов.

Валютный блок (currency block) — соглашение между какой-либо группой стран о фиксации обменных курсов валют своих стран относительно друг друга и определенной мощной валютой (валютой-лидером).

Хеджирование (hedging) — система заключения срочных контрактов и сделок, учитывающая вероятные в будущем изменения обменных валютных курсов и преследующая цель избежать неблагоприятных последствий этих изменений.

СОДЕРЖАНИЕ

ЧАСТЬ I. ПРИРОДА ДЕНЕГ

ГЛАВА 1. ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ (РЫНКИ ДЕНЕГ) В КРУГООБОРОТЕ ДОХОДОВ И ПРОДУКТОВ	5
Деньги в кругообороте	9
Сбережения, инвестиции и финансовые рынки	12
Роль государственного сектора в кругообороте прс (уктов и доходов	14
Модель кругооборота с учетом воздействия иностр. ного сектора экономики	18
ГЛАВА 2. ФУНКЦИИ, СПОСОБЫ ИЗМЕРЕНИЯ И ИСТОРИЯ ДЕНЕГ	23
Деньги как средство обращения	24
Деньги как мера стоимости	27
Деньги как средство накопления	30
ГЛАВА 3. РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ И НОРМЫ ПРОЦЕНТА	
Ценные бумаги федерального правительства США	42
Муниципальные облигации	52
Ценные бумаги корпораций	55
Факторы, определяющие текущую стоимость ценной бумаги	57
Нововведения на рынках ценных бумаг	62

ЧАСТЬ П. БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

ГЛАВА 4. СИСТЕМА КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ	65
Развитие системы коммерческих банков и их классификация	70
Организация системы коммерческих банков	74
Международные банковские операции	77
ГЛАВА 5. ДЕНЕЖНЫЕ АКТИВЫ И ИНВЕСТИЦИИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ: КАК БАНКИ УПРАВЛЯЮТ СВОИМИ ПОРТФЕЛЯМИ	85
Некоторые общие принципы	86
Кассовая наличность и остатки, не приносящие процентов	90
Вторичные резервы	95
Прочие виды нессудных активов	99
ГЛАВА 6. ССУДЫ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ	103
Коммерческие банки в качестве финансовых посредников	104
Характеристика банковских ссуд	106
Латералии	109
ГЛАВА 7. ДЕПОЗИТЫ, КРЕДИТЫ И СЧЕТА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ	123
Основные депозиты	124
Управляемые пассивы	133

Счета движения капитальных средств	138
ГЛАВА 8. НЕБАНКОВСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ	141
Финансовое посредничество: детальный взгляд	142
Ссудо-сберегательные институты	148
Взаимные фонды денежного рынка	154
Финансовые посредники федерального правительства	157
ГЛАВА 9. НАДЕЖНОСТЬ И СТАБИЛЬНОСТЬ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ	161
Первые опыты частичного резервного покрытия в банковской сфере	162
Банкротства банков	165
Государственное регулирование банковской сферы	170
ГЛАВА 10. СОЗДАНИЕ ДЕПОЗИТОВ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ	181
Откуда «приходят» депозиты	182
Мультипликативное расширение банковских кредитов и депозитов	189
Факторы, ограничивающие расширение чековых депозитов	192
Проведение избыточных резервов	197
ЧАСТЬ III. ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА	
ГЛАВА 11. СТРУКТУРА ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ	201
История становления и развития Федеральной Резервной Системы	205
Организационная структура Федеральной Резервной Системы	206
Независимость Федеральной Резервной Системы	211
Объединенный балансовый отчет двенадцати Федеральных Резервных банков	212
ГЛАВА 12. ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА: МЕТОДЫ КОНТРОЛЯ И УПРАВЛЕНИЯ	221
Операции на открытом рынке	223
Изменения банковской учетной ставки	225
Изменения требований к уровню обязательных резервов	227
Избирательный контроль за кредитом	233
ГЛАВА 13. УРАВНЕНИЕ БАНКОВСКИХ РЕЗЕРВОВ И ДЕНЕЖНАЯ ВАЗА	237
Предложение резервных депозитов	238
Поглощение резервных депозитов	248
ЧАСТЬ IV. МОНЕТАРИСТСКАЯ МОДЕЛЬ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА	
ГЛАВА 14. ДЕНЬГИ И ЭКОНОМИКА	253
Классическая количественная теория	257
Деньги и деловой цикл	258
Денежно-кредитная теория на современном этапе	262
ГЛАВА 15. СПРОС НА ДЕНЬГИ	267
Почему существует спрос на деньги?	268
Теоретические модели спроса на деньги	269
Стабильность спроса на деньги	278
ГЛАВА 16. РАВНОВЕСИЕ НА РЫНКЕ ДЕНЕГ	283
Основные понятия рынка денег	284
Стратегия управления денежно-кредитной политикой и предложение денег	290
ГЛАВА 17. ДЕНЬГИ, ИНФЛЯЦИЯ И РЕАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА	297
Совокупный спрос и совокупное предложение	298
Экономика спада	309

Динамика инфляции	313
Рациональные ожидания и неоклассическая экономика	323
ГЛАВА 18. КЕЙНСИАНСКАЯ МОДЕЛЬ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАВНОВЕСИЯ	333
Равновесие в макроэкономике	335
Равновесие и мультипликатор	336
ГЛАВА 19. ДЕНЬГИ И ДОХОД В КЕЙНСИАНСКОЙ МОДЕЛИ	349
Нормы процента, инвестиции и национальный доход	350
Денежно-кредитная и налогово-бюджетная (фискальная) политика в рамках IS-LM модели с фиксированными ценами	358
Модель IS-LM с гибкими ценами	367
ГЛАВА 20. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ЦЕЛИ, ОБЩИЕ ПРАВИЛА И ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА	381
Цели денежно-кредитной политики	382
Денежно-кредитная политика: свод регламентирующих правил	396
Денежно-кредитная политика, фискальная политика и дефицит бюджета	401
ЧАСТЬ V. ДЕНЬГИ И МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА	
ГЛАВА 21. ВНЕШНИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ	413
Организация внешнего валютного рынка	416
Учет платежей по международным операциям	420
Внешние валютные рынки — текущие операции	424
Внешние валютные рынки: текущие счета внешнеторговых операций и счета движения капитальных средств	429
ГЛАВА 22. МЕЖДУНАРОДНАЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА	445
Обменный валютный курс как цель экономической политики	446
Валютная интервенция на внешних валютных рынках	451
Международная денежно-кредитная система	459
ГЛОССАРИЙ	469

Эдвин Дж. Долан, Колин Д. Кэмпбелл,
Розмари Дж. Кэмпбелл

**ДЕНЬГИ, БАНКОВСКОЕ ДЕЛО
И ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА**

Редактор Е. Лескова

Общая научная редакция В. Лукашевич и М. Ярцев

Технический редактор Ю. Беккерман

Корректоры Л. Арнаутова, А. Михайлюк, Н. Камышникова

Компьютерный набор и верстка Н. Лукина

ЛР № 063011 от 20.09. 1993 г.

Издательство «Санкт-Петербург оркестр»

Санкт-Петербург, ул. Галерная, 3.

Подписано в печать 15.07.94. Формат 60×88¹/₁₆ Печать офсетная.
Объем 31 п.л. Тираж 50 000. Заказ 258



Государственная типография № 4 г. Санкт-Петербурга Министерства печати
и информации Российской Федерации. 191126,
Санкт-Петербург, Социалистическая ул., 14.

микро макро

ПРАКТИКУМ

ЭКОНОМИКА

В ПЕРВЫЕ В РОССИИ!

"Практикум по микро- и макроэкономике"

(лекции, задачи, ситуации)
Объем 27 печ. листов, формат 70х100 1/16
мелкая обложка

Уникальные издания. Универсальный материал для практической работы с широкого распространением в России курсами "Экономика" М. Косминского и Б. Рио, Самуэльсона, Долоана

ЛУЧШАЯ КНИГА ПО ЭКОНОМИКЕ 1994 ГОДА!



"Бухгалтерский учет и финансовый анализ"

Д. Стоун, Кп. Хитчинс.

Объем 18 печ. листов. Формат 70х100 1/16, мелкая обложка
Яркий, живой учебник основан на курсе лекций Лондонской школы бизнеса. Издание особо актуально в связи с наметившимся переводом бухгалтерского учета в России на западные стандарты.

"Микроэкономика"

Э. Долоан и др.

Объем 28 печ. листов,
формат 60х90 1/16,
переплет, суперобложка.

"Макроэкономика"

Э. Долоан и др.

Объем 26 печ. листов,
формат 60х90 1/16,
переплет, суперобложка.

"Денги, банковское дело и денежно-кредитная политика"

Э. Долоан и др. Объем 30 печ. листов.

Формат 60х90 1/16, переплет, суперобложка.

В апреле 1994 г. выйдет в свет книга Э. Долоана, — одного из ведущих американских авторов-экономистов. Его труд "Денги, банковское дело" стал одним из бестселлеров последних лет, выдержал несколько тиражей. Впервые увидит свет "Макроэкономика".

Такой образом, читатели получат самый полный вариант курса Экономии, включая лучшее книгу в области теории денег.

"Практикум по микро- и макроэкономике" впервые создаст гармоничный, логичный, завершенный курс обучения.

А/О "АГАТ"

Россия, 190003, Санкт-Петербург,
ул. Гаврилова, 23

тел. (812) 314-89-63
факс (812) 312-91-22

**НЕВСКАЯ ВЫСШАЯ ШКОЛА БИЗНЕСА,
учрежденная
Санкт-Петербургским государственным морским
техническим университетом и Акционерным
обществом «Литера плюс»,**

производит прием учащихся и слушателей для получения высшего и двухлетнего последипломного («второго высшего») образования по направлению «Производственный менеджмент» специальности «Экономика и управление на предприятиях машиностроения» со специализациями «Маркетинг и внешнеэкономическая деятельность», «Хозяйственное управление», «Финансы предприятий».

Выпускникам бизнес-школы выдается диплом о высшем образовании Санкт-Петербургского государственного морского технического университета.

Приглашаются слушатели на краткосрочные курсы направления «Основы административно-хозяйственной и предпринимательской деятельности». Проводится также обучение в специализированных группах по заявкам предприятий и организаций. По окончании курсов выдается удостоверение.

Формы обучения — дневная, вечерняя, заочная.

Занятия в бизнес-школе проводят высококвалифицированные специалисты — теоретики и практики, в том числе авторы, составители и редакторы экономико-юридической литературы, выпускаемой АО «Литера плюс».

Наш адрес: 198262, С.-Петербург, Ленинский пр., 101, комн. 223.

Тел.: (812) 157-06-11; 153-56-57.

Факс: (812) 113-81-09.