СОВРЕМЕННЫЕ ДЕНЬГИ И БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

Роджер Лерой Миллер
Дэвид Д. Ван-Хуз

УНИВЕРСИТЕТСКИЙ УЧЕБНИК

Современные деньги и банковское дело

Modern Money and Banking

Roger LeRoy Miller,
Center for Policy Studies
Clemson University

David D. VanHoose,
University of Alabama

Third Edition

McGraw-Hill, Inc.

Современные деньги и банковское дело

Роджер Лерой Миллер
Дэвид Д. Ван-Хуз

Перевод 3-го английского издания

Учебник для вузов

Рекомендовано Министерством общего
и профессионального образования
Российской Федерации
для использования в учебном процессе
студентами высших учебных заведений,
обучающимися по экономическим специальностям

Подготовлено при финансовом содействии
национального Фонда Подготовки Финансовых
и Управленческих Кадров
в рамках его Программы «Банковское дело»

МОСКВА
ИНФРА·М
2000

УДК 336.74(075.8)
ББК 65.262.1я73
М 60

Перевод с английского

М60 **Роджер Лерой Миллер, Дэвид Д. Ван-Хуз.** Современные деньги и банковское дело: Пер. с англ. — М.: ИНФРА-М, 2000. — XXIV, 856 с.

ISBN 5-86225-819-1 (русск.)
ISBN 0-07-042335-0 (англ.)

Один из самых популярных учебников по курсу теории банковского дела и финансовых рынков, выдержал уже три издания. Среди основных тем учебника — роль денег, финансовые рынки, управление коммерческим банком, операции центрального банка, денежно-кредитная политика, международные валютно-финансовые отношения, современные теории денег.

В книге приведены обзоры банковской и сберегательной отраслей США и международных финансовых рынков, любопытные исторические экскурсы, обзоры современных экономических дискуссий. Даны многочисленные графики, схемы и диаграммы, экономические тесты и задачи, облегчающие усвоение материала книги. Помещен обширный словарь основных финансово-экономических терминов, используемых в тексте.

Рекомендуется студентам вузов, изучающим дисциплины: «Финансы, денежное обращение и кредит», «Финансы», «Банковское дело», «Деньги, кредит, банки», «Экономическая теория».

ISBN 5-86225-819-1 (русск.)
ISBN 0-07-042335-0 (англ.)

ББК 65.262.1я73

© McGraw-Hill, Inc. 1993, 1989, 1985
All rights reserved.
© Перевод на русский язык.
ИНФРА-М, 2000
© Оформление.
ИНФРА-М, 2000

Об авторах

Роджер Лерой Миллер в настоящее время является сотрудником Центра политических исследований университета Клемсона. Также преподает в Вашингтонском университете (Сиэтл) и университете Майами, где был одним из создателей Центра права и экономики; заместитель директора и затем директор этого центра. Автор и соавтор многих книг, в том числе *«Прикладная эконометрика»* (*Applied Econometrics*), *«Промежуточная микроэкономика»* (*Intermediate Microeconomics*), *«Экономика публичного выпуска ценных бумаг»* (*The Economics of Public Issues*) и *«Экономика сегодня»* (*Economics Today*), а также научных статей в журналах *The American Economic Review*, *The Review of Economic Studies*. Сотрудничал также в *Wall Street Journal* и *Senior Economist*. Автор ряда обзоров в журналах *The American Economic Review*, *Economic Inquiry*, *The Journal of the American Statistical Association* и *The Journal of Political Economy*.

Дэвид Д. Ван-Хуз получил степень доктора экономики в университете штата Северная Каролина в 1984 г. В настоящее время профессор экономики Алабамского университета. Автор и соавтор более чем 20 статей по теории денег, банковского дела и макроэкономике, опубликованных в ведущих академических журналах, таких, как *Journal of Money, Credit, and Banking*, *Journal of Banking and Finance*, *Quarterly Journal of Economics*, *International Economic Review*, *Economic Inquiry* и *Southern Economic Journal*. Профессор Ван-Хуз работал экономистом в аппарате Совета управляющих Федеральной резервной системы в 1988 г., являлся внештатным консультантом Федерального резервного банка Канзас-Сити в 1989 г. В 1991 г. получил премию Идо Сарната за выдающуюся статью года, опубликованную в *Journal of Banking and Finance*. В свободное время увлекается астрономией и историей. Вместе с женой Кэрол проживает в г. Тускалуза (штат Алабама).

Посвящается Шону Дж. Миллеру,
чьи успехи не остались незамеченными
Р. Л. М.

Посвящается Элмусу Уикеру,
истинному учителю и другу
Д. Д. В.

Содержание

Предисловие XIX

Часть I

Введение 1

Глава 1

Функции и формы денег 3

Зачем изучать проблемы денег? 4
Роль денег 6
Международный обзор: Разделение функций денег между различными национальными валютами 9
Экономика с денежным обращением и бартерная экономика 11
Что лежит в основе неразменных денег? 17
Международный обзор: Каменные деньги 18
Краткое содержание 19
Словарь терминов 19
Вопросы для самопроверки 20
Задачи 21
Рекомендуемая литература 21

Глава 2

Эволюция денег 22

Эволюция денег 22
Уроки прошлого: товарные деньги и товарный стандарт 26
Международный обзор: Доход от эмиссии денег в Европейском сообществе 38
Краткое содержание 40
Словарь терминов 41
Вопросы для самопроверки 41
Задачи 42
Рекомендуемая литература 43

Глава 3

Деньги: настоящее и будущее 44

Почему важны определение денег и измерение денежной массы 44
Два подхода к определению денег и измерению денежной массы 45
Международный обзор: Как в послевоенной экономике измеряется денежная масса? 47
Как ФРС измеряет денежную массу 48
Какой показатель денежной массы является наилучшим? 55
Международный обзор: Денежные агрегаты в других странах 57
Будущее денег 58
Краткое содержание 62
Словарь терминов 63
Вопросы для самопроверки 65
Задачи 65
Рекомендуемая литература 66

Часть II

Финансовые инструменты, рынки и институты 67

Глава 4

Общее понятие о сбережении, инвестициях и кредитных рынках ... 69

Старые экономические анекдоты 69
Модель робинзонады 70
Производство и потребление в модели робинзонады 76
Международный обзор: Чем объясняются различия в объеме сбережений и общее уменьшение сбережений в разных странах? 80
Кредит и ставка процента 82
Некоторые применения модели робинзонады к реальному миру 84
Современная дискуссия: Является ли норма сбережений в США слишком низкой? 86
Краткое содержание 88
Словарь терминов 89
Вопросы для самопроверки 90
Задачи 90
Рекомендуемая литература 92

Глава 5

Финансовые инструменты и рынки 93

Финансовое посредничество 93
Перевод сбережений в займы 94
Финансовые инструменты 97
Финансовые учреждения 100
Современная дискуссия: Ломбарды — кредиторы тех, у кого нет доступа к основным кредитным рынкам 102
Финансовые рынки 104
Международный обзор: Ипотеки с поправкой на уровень цен 110
Краткое содержание 113
Словарь терминов 114
Рекомендуемая литература 116

Глава 6

Депозитные финансовые учреждения 117

Возникновение банковского дела и депозитных учреждений 117
Коммерческие банки 125
Современная дискуссия: Рост внебалансовых банковских операций 128
Международный обзор: Переживает ли банковское дело в Америке спад? 134
Сберегательные учреждения 135
Туманные различия между депозитными учреждениями 138
Краткое содержание 138
Словарь терминов 139
Вопросы для самопроверки 141
Задачи 141
Рекомендуемая литература 142

Глава 7

Процентные ставки 143

Процентный доход и ставка процента 143

Определение рыночной ставки процента 144
Распределительная роль процентного дохода 146
Номинальная и реальная процентные ставки 146
Различные виды номинальных процентных ставок 149
Современная дискуссия: Как определяется ставка прайм-рейт? 150
Расчет процентного дохода 154
Расчет различных процентных ставок 163
Краткое содержание 169
Словарь терминов 170
Вопросы для самопроверки 171
Задачи 172
Рекомендуемая литература 173

Часть III

Депозитные учреждения и внешняя среда 175

Глава 8

Поведение депозитных учреждений в экономике 177

Модель депозитного учреждения 177
Депозитные учреждения на конкурентных рынках 181
Рынки ссудных капиталов и депозитов 190
Монополии в банковской сфере 203
Современная дискуссия: Соответствует ли реальная динамика процентных ставок по банковским депозитам предсказаниям теории? 204
Краткое содержание 206
Словарь терминов 207
Вопросы для самопроверки 208
Задачи 209
Рекомендуемая литература 210

Глава 9

Управление депозитными учреждениями и их функционирование 211

Основные предпосылки экономической теории 211
Управление банком как своего рода искусство 212
Эволюция философии банковского менеджмента 213
Современный подход: взаимодействие активов и пассивов 217
Выбор активов и диверсификация портфеля 219
Основные тенденции в управлении депозитными учреждениями и особенности их функционирования 222
Современная дискуссия: Конкурентоспособен ли бизнес кредитных карточек? 226
Современная дискуссия: Индивидуальное банковское обслуживание: возврат в XIX век или прыжок в будущее? 230
Краткое содержание 233
Словарь терминов 234
Вопросы для самопроверки 236
Задачи 236
Рекомендуемая литература 237

Глава 10

Регулирование деятельности депозитных учреждений 238

Основы регулирования деятельности депозитных учреждений 239

Истоки регулирования деятельности
депозитных учреждений в США ... 242
Международный обзор: Сравнительный анализ банковских структур:
США, Европа и Япония ... 247
Трудности и неудачи: 1960—1989 годы ... 250
Современная дискуссия: Сколько стоит быть «слишком крупным,
чтобы обанкротиться» ... 257
1990-е годы: десятилетие принятия решений? ... 260
Краткое содержание ... 262
Словарь терминов ... 263
Вопросы для самопроверки ... 264
Задачи ... 265
Рекомендуемая литература ... 266

Глава 11
Экономические последствия банковского регулирования ... 267
Теории регулирования депозитных учреждений ... 267
Конкуренция или монополия в банковской сфере? ... 269
Эффект от масштаба и диверсификации депозитных учреждений:
верно ли, что крупный банк — это «плохой» банк? ... 273
Концентрация на банковских рынках и эффективность рынка ... 280
Обеспечат ли требования к размеру капитала
большую безопасность банков? ... 284
Современная дискуссия: Явилось ли регулирование
банковской деятельности причиной «сжатия кредита»
в начале 1990-х годов? ... 286
Следует ли разделять банковское дело и другие виды
коммерческой деятельности? ... 287
Международный обзор: Универсальная банковская деятельность
и финансовая интеграция в Европе в 1990-е годы ... 288
Краткое содержание ... 289
Словарь терминов ... 290
Вопросы для самопроверки ... 292
Задачи ... 292
Рекомендуемая литература ... 294

Глава 12
Страхование депозитов: прошлое, настоящее и будущее ... 295
Цели и структура федерального страхования депозитов ... 295
Международный обзор: Сходство паники 33 г. н. э.
и 1907 г. ... 297
Успехи и недостатки федерального страхования депозитов ... 299
Современная дискуссия: Кто фактически выплачивает премию
по страхованию депозитов? ... 300
Банкротство депозитных учреждений
и федеральное страхование депозитов ... 303
Структурные недостатки федерального страхования депозитов ... 306
Предложения по спасению системы страхования депозитов ... 310
Краткое содержание ... 315
Словарь терминов ... 316
Вопросы для самопроверки ... 317
Задачи ... 318
Рекомендуемая литература ... 318

Глава 13
Сберегательный кризис ... 320
Сберегательные учреждения с 1816 по 1951 год ... 320
Прелюдия кризиса: 1951—1978 годы ... 322
Начало сберегательного кризиса: 1979—1982 годы ... 324
Крах сберегательных ассоциаций ... 326
Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении 1989 года ... 332
Продолжение кризиса ... 340
Краткое содержание ... 342
Словарь терминов ... 344
Вопросы для самопроверки ... 344
Задачи ... 345
Рекомендуемая литература ... 345

Часть **IV**
Операции центрального банка: денежно-кредитная политика и Федеральная резервная система ... 347

Глава 14
Депозитные учреждения и предложение денег ... 349
Зависимость между уровнем резервов и общим объемом депозитов в депозитном учреждении ... 350
Прямое влияние ФРС на суммарные резервы банковской системы ... 352
Расширение депозитов в банковской системе ... 354
Простейший депозитный денежный мультипликатор ... 359
Общий денежный и кредитный мультипликаторы ... 360
Краткое содержание ... 369
Словарь терминов ... 370
Вопросы для самопроверки ... 370
Задачи ... 371
Рекомендуемая литература ... 372

Глава 15
История центрального банка США. Федеральная резервная система ... 373
Краткая история центрального банка США. ... 373
Современная дискуссия: Был ли денежный мотив в книге «Волшебник страны Оз» ... 384
ФРС с момента создания и до наших дней ... 385
Современная дискуссия: Насколько влиятелен председатель ФРС? ... 394
Краткое содержание ... 397
Словарь терминов ... 398
Вопросы для самопроверки ... 399
Задачи ... 400
Рекомендуемая литература ... 401

Глава 16
Федеральная резервная система: гарант стабильности финансовой системы ... 402
Функции центрального банка ... 402

ФРС как фискальный агент Казначейства 405
Система платежей США 408
Международный обзор: Круглосуточная автоматизированная торговля на финансовых рынках 414
Роль ФРС в системе платежей 417
Современная дискуссия: Дневные овердрафты и роль ФРС 418
Краткое содержание 422
Словарь терминов 423
Вопросы для самопроверки 425
Задачи 425
Рекомендуемая литература 426

Глава 17
Федеральная резервная система: инструменты денежно-кредитной политики 427

Операции на открытом рынке 427
Политика дисконтного окна 434
Современная дискуссия: Спорные вопросы, связанные с чернингом, и скрытность операций ФРС на открытом рынке 436
Резервные требования, устанавливаемые ФРС 442
Другие инструменты проведения денежно-кредитной политики 446
Краткое содержание 447
Словарь терминов 448
Вопросы для самопроверки 450
Задачи 450
Рекомендуемая литература 452

Часть **V**
Макроэкономическая теория и теория денег 453

Глава 18
Классические основы теории денег 455

Пролог к части V 455
Некоторые основные понятия 459
Основы теории денег 460
Предпосылки классической модели 460
Классическая теория производства, занятости и совокупного спроса 461
Количественная теория денег и совокупный спрос 474
Определение ставки процента в классической модели 479
Международный обзор: Советский Союз столкнулся с количественной теорией денег 481
Современная дискуссия: Возврат к теории экономиста классической школы 486
Краткое содержание 487
Словарь терминов 487
Вопросы для самопроверки 489
Задачи 490
Рекомендуемая литература 491

Глава 19

Макроэкономическая модель 492

Критика классической модели Дж. М. Кейнсом 492
Основы анализа совокупных доходов-расходов 496
Поведение домашних хозяйств и фирм 498
Равновесный доход в закрытой экономике без государственного вмешательства 504
Включение государственного сектора в модель 513
Современная дискуссия: Однородны ли государственные расходы? 515
Международный обзор: Модель открытой экономики: включение в анализ внешней торговли 516
Стабилизация уровня совокупного дохода 516
Краткое содержание 518
Словарь терминов 519
Вопросы для самопроверки 521
Задачи 521
Рекомендуемая литература 522

Глава 20

Деньги в традиционной макроэкономической модели 523

Функция спроса на деньги 523
Механизм установления процентной ставки 530
График *LM* 534
График *IS* 539
Равновесие и неравновесие в модели *IS-LM* 542
Денежно-кредитная политика в модели *IS-LM* 545
Бюджетно-налоговая политика в модели *IS-LM* 547
Современная дискуссия: Существовала ли когда-либо ловушка ликвидности? 550
Аргументы за и против координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики 551
Международный обзор: Координация денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в Европе 552
Краткое содержание 553
Словарь терминов 554
Вопросы для самопроверки 555
Задачи 556
Рекомендуемая литература 557

Глава 21

Традиционная кейнсианская теория денег, цен и производства 558

Традиционная кейнсианская теория совокупного спроса 559
Теории совокупного предложения 563
Товарный рынок 568
Денежно-кредитная политика в традиционной макроэкономической модели 572
Смесь классической и традиционной кейнсианской моделей: монетаризм 574
Международный обзор: Конец кривой Филлипса? 575
Денежно-кредитная политика в краткосрочном и долгосрочном периодах 579

Современная дискуссия: Монетаризм и политические циклы деловой активности ... 585
Краткое содержание ... 586
Словарь терминов ... 587
Вопросы для самопроверки ... 587
Задачи ... 588
Рекомендуемая литература ... 590

Глава 22
Теория рациональных ожиданий и современная теория денег ... 591

Гипотеза рациональных ожиданий ... 592
Новая классическая модель ... 597
Современная кейнсианская теория рациональных договоров ... 603
Международный обзор: Загадка индексации ... 612
Сравнение новой классической и современной кейнсианской теорий ... 613
Современная дискуссия: Для чего нужны модели коллективных договоров? ... 614
Краткое содержание ... 616
Словарь терминов ... 617
Вопросы для самопроверки ... 617
Задачи ... 618
Рекомендуемая литература ... 620

Глава 23
Современные модификации теории денег ... 621

Эластичны ли цены? ... 623
Теории неэластичности цен: неокейнсианские модели ... 625
Современная дискуссия: Свидетельства неизменности цен ... 626
Характерные особенности неокейнсианских теорий ... 633
Антитеза кейнсианской теории: теория реального цикла деловой активности ... 634
Направления развития теории денег ... 636
Краткое содержание ... 638
Словарь терминов ... 639
Вопросы для самопроверки ... 639
Задачи ... 640
Рекомендуемая литература ... 640

Часть **VI**
Стабилизационная денежно-кредитная политика ... 643

Глава 24
Цели денежно-кредитной политики ... 645

Основные цели денежно-кредитной политики ... 645
Промежуточные цели денежно-кредитной политики ... 646
Номинальная процентная ставка как промежуточная цель ... 651
Денежная масса в качестве промежуточной цели ... 657
Номинальный доход в качестве промежуточной цели ... 662
Другие возможные промежуточные цели ... 668

Краткое содержание ... 671
Словарь терминов ... 672
Вопросы для самопроверки ... 672
Задачи ... 673
Рекомендуемая литература ... 673

Глава 25
Денежно-кредитная политика и тактические цели Федеральной резервной системы ... 675

Рынок банковских резервов ... 676
От анализа рынка банковских резервов к макроэкономическому анализу ... 688
Тактические цели денежно-кредитной политики ... 693
Современная дискуссия: Действительно ли ФРС осуществляла таргетирование незаимствованных резервов и денежной массы с 1979 по 1982 год? ... 704
Современная дискуссия: Было ли таргетирование заемных резервов дымовой завесой для таргетирования процентной ставки по федеральным фондам? ... 707
Краткое содержание ... 708
Словарь терминов ... 709
Вопросы для самопроверки ... 710
Задачи ... 711
Рекомендуемая литература ... 712

Глава 26
Правила денежно-кредитной политики или свобода действий ... 713

Правила денежно-кредитной политики или свобода действий ... 713
Традиционный аргумент в пользу правил денежно-кредитной политики: временные лаги в политике ... 714
Дискреционная денежно-кредитная политика и инфляция ... 716
Можно ли избежать свободы действий? ... 726
Современная дискуссия: Свобода действий, секретность и пустые обещания ФРС ... 732
Международный обзор: Доказательства независимости центрального банка в различных странах мира ... 734
Краткое содержание ... 735
Словарь терминов ... 737
Вопросы для самопроверки ... 738
Задачи ... 738
Рекомендуемая литература ... 739

Часть **VII**
Международные валютно-финансовые отношения ... 741

Глава 27
Валютные рынки и международные валютно-финансовые отношения ... 743

Некоторые современные международные проблемы ... 744
Международные экономические операции ... 748
Процесс установления обменных курсов ... 749

Воздействие колебаний спроса и предложения на равновесный обменный курс ... 752
Диверсификация иностранных финансовых активов и международные банковские операции ... 761
Международный обзор: Развитие евровалютного рынка ... 764
Краткое содержание ... 767
Словарь терминов ... 768
Вопросы для самопроверки ... 769
Задачи ... 770
Рекомендуемая литература ... 771

Глава 28
Международная валютная система ... 772
Баланс счетов ... 772
Баланс международных счетов ... 774
Механизмы регулирования ... 777
Современная дискуссия: Дефицит торгового баланса США — его причина и вызывает ли он беспокойство? ... 788
Что лучше, система фиксированных или плавающих обменных курсов? ... 790
Международный обзор: Насколько эффективны интервенции центрального банка на валютных рынках? ... 792
Краткое содержание ... 795
Словарь терминов ... 796
Вопросы для самопроверки ... 797
Задачи ... 798
Рекомендуемая литература ... 798

Глава 29
Координация международной валютно-финансовой политики ... 799
Некоторые основные понятия международной политики ... 800
Координация международной политики: за и против ... 802
Механизм координации валютно-финансовой политики ... 806
Последние эксперименты в области международного сотрудничества и координации политики ... 811
Следует ли странам использовать национальные валюты? ... 817
Дальнейшие направления координации международной валютно-финансовой политики ... 820
Краткое содержание ... 821
Словарь терминов ... 822
Вопросы для самопроверки ... 823
Рекомендуемая литература ... 824

Словарь терминов ... С-1

Предметный указатель ... У-1

Предисловие

Третье издание учебника «Современные деньги и банковское дело» — это, по существу, новая книга. Стремясь сохранить прежнюю структуру книги и отдельные сильные стороны предыдущих изданий, мы переписали большую часть текста. Мы сделали это по двум причинам.

НОВЫЕ КРУПНЫЕ ИЗМЕНЕНИЯ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СТРУКТУРЫ И ТЕОРИИ

Во-первых, в последние годы многое изменилось в денежной и банковской сферах. Вот далеко не исчерпывающий перечень изменений институциональной структуры и теории, которые рассматриваются в данном издании.

1. Дерегулирование депозитных учреждений, благотворно повлиявшее на отдельные стороны развития экономики, однако привело к кризису сберегательной отрасли. Одновременно число банкротств коммерческих банков достигло нового пика. С этими событиями связаны установление требований к размеру капитала банка с учетом риска и реформа системы страхования депозитов.
2. Попыткой изменения основ регулирования деятельности депозитных учреждений стало принятие Закона о реформе финансовых институтов, поддержке и исполнении 1989 г. Этот закон выявил основные направления реформ регулирования, однако он не снял остроты серьезных проблем, с которыми столкнулась отрасль финансовых услуг США.
3. Началась и поныне продолжается волна банковских слияний.
4. Непрекращающиеся инновации в системе платежей порождают множество новых проблем регулирования.
5. В последние годы Федеральная резервная система продолжала переоценку целей и методов денежно-кредитной политики.
6. Новая классическая макроэкономика потеряла абсолютную монополию на концепцию рациональных ожиданий. Гипотеза рациональных ожиданий в настоящее время стала центральной в макроэкономических приложениях многих теорий, затрагивающих проблемы денежно-кредитной политики.
7. Усиленное внимание экономистов стало придаваться проблеме альтернативы между соблюдением правил и свободой действий при проведении денежно-кредитной политики.
8. С 1970-х годов значительно увеличилась доля международной торговли в валовом национальном продукте США. Соединенные Штаты, как и страны всего мира, являются свидетелями продолжающейся интеграции международных финансовых рынков.

НЕОБХОДИМОСТЬ УСИЛЕНИЯ ТЕОРИИ

Во-вторых, мы пришли к выводу, что текст необходимо осовременить и улучшить, особенно в части теории. Хотя мы убеждены в важности экскурсов истории и описа-

ния институтов, мы хотим также, чтобы студенты, изучив курс теории денег и банковского дела, овладели твердыми теоретическими знаниями, на которые они смогут опереться в будущем, учитывающими тенденции развития финансовых и банковских институтов. Учебники по проблемам денег и банковского дела, посвященные исключительно рассмотрению институтов, слишком быстро устаревают. Мы хотим, чтобы эта книга стала источником знаний для оценки тенденций развития денежно-кредитной сферы на срок, больший чем год-два после ее публикации.

ОСОБЫЙ АКЦЕНТ НА ОБЪЕДИНЕНИИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ С ОПИСАНИЕМ ИНСТИТУТОВ И ЭКСКУРСАМИ ИСТОРИИ

Проблемы денег и банковского дела охватывают широкую и разнообразную область. Это экономическая теория и политика, современные банковские и финансовые учреждения, а также история развития валютно-финансовой политики и институтов. Главная задача, которую мы ставили при работе над книгой, заключалась в том, чтобы максимально приблизить изложение теории и описание современных институтов к сегодняшнему дню. С этой целью мы предприняли значительные усилия, чтобы (там, где это возможно) расширить изложение теории и объединить ее с описанием институтов и историческими экскурсами по всей книге. Это изменение заметно с первых ее страниц. В части I, например, мы предлагаем теоретические модели исторического развития денег, а также конкурентного и монопольного вариантов денежной эмиссии, а в части II мы даем полное описание роли процентных ставок.

Модели конкурентной и монопольной банковских систем Усиление внимания к теоретическим основам, пожалуй, наиболее ярко проявилось в части III. В ней мы предлагаем общую схему, в рамках которой анализируются экономические модели конкурентной и монопольной банковских систем. Мы применяем эти модели к таким проблемам прошлого и настоящего, как эффект от масштаба и диверсификации банковских операций, структура и функционирование рынка банковских услуг, эффект от нововведений в выплате премий по страхованию депозитов. Далее, в части IV, мы расширили рассмотрение модели денежного мультипликатора и дали более полный анализ того, как инструменты Федеральной резервной системы влияют на денежную массу и объем кредитования.

Расширение базовой макроэкономической модели Наши усилия осовременить теории, рассматриваемые в книге, прослеживаются также в части V, которую мы полностью переработали. Не отказываясь от рассмотрения модели *IS-LM* или основ теории совокупного спроса и предложения, мы постарались в этой части подвести студентов вплотную к современным макроэкономическим теориям и вытекающим из них оценкам эффективности денежно-кредитной политики. Среди новых материалов — монетаристский анализ естественного уровня безработицы, теория рациональных ожиданий и новая классическая макроэкономика, современная кейнсианская теория рациональных договоров и последние варианты неокейнсианской теории и теории циклов деловой активности.

Обновление материалов, посвященных денежно-кредитной стабилизационной политике Часть VI, посвященная денежно-кредитной стабилизационной политике, полностью переработана и переписана. Мы расширили описание основных целей денежно-кредитной политики и включили главу о тактических целях денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы с 1970-х годов. Мы также включили целую главу, посвященную временным лагам и проблеме соблюдения правил и свободы действий при осуществлении денежно-кредитной политики.

Детальный обзор международных финансовых рынков Наконец, мы расширили материал о международных валютно-финансовых отношениях в части VII, включив детальный обзор международных финансовых рынков и инструментов, а также добавив заключительную главу о координации международной валютно-финансовой политики. В то же время мы не стали рассматривать в этой части всю международную тематику. Во многих главах учебника мы ввели специальные разделы, озаглавленные «Международный обзор». Каждый из них содержит темы, которые в других учебниках рассматриваются как национальные особенности общемировых явлений.

Исторические обзоры и описание институтов Стремясь усилить теоретические аспекты, мы осознавали важность экскурсов истории и описания институтов. Так, в части III мы широко осветили исторические и институциональные основы банковского регулирования, страхования депозитов и кризис сберегательных учреждений в 1980—90-е годы. Рассмотрение ФРС и систем платежей в части IV содержит значительно более расширенное историческое обоснование. Анализ тактических целей Федеральной резервной системы в части VI включает детальное рассмотрение более чем 20-летней истории проведения ФРС политики регулирования. Анализ и историческая оценка международных валютно-финансовых отношений в части VII расширены и углублены.

ГИБКАЯ СТРУКТУРА

Мы полагаем, что учебник содержит материала больше, чем преподаватели могут вместить в односеместровый курс. И это не случайно; мы хотим, чтобы преподаватели могли выбирать те разделы и главы книги, которые соответствуют структуре читаемых ими курсов. На наш взгляд, существует по крайней мере три варианта таких курсов, которые могут базироваться на материале учебника:

1. *Курс макроэкономики и теории денег.* После проработки большей части материала частей I и II в таком курсе должны рассматриваться основные аспекты функционирования банковских рынков и их регулирования, содержащиеся в главах 8, 10 и 11 части III. Этот курс должен содержать также весь основной материал глав 14 и 17, и в меньшей степени — глав 15 и 16 части IV. Части V—VII должны быть включены полностью.
2. *Курс теории банковского дела и финансовых рынков.* После изучения части I такой курс должен содержать детальное изложение материалов частей II—IV. В него должно быть включено большинство материалов глав 18—22 части V, тогда как остальные главы книги следует изучать фрагментарно или вообще не изучать. После изучения глав 24 и 25 части VI о целях и методах регулирования ФРС прорабатываются первые две главы из части VII.
3. *Промежуточный вариант курса.* Это средний вариант между двумя указанными вариантами курса. Он должен включать в себя части I и II и сбалансированную (между микро- и макроэкономическими подходами) выборку из глав остальной части учебника в зависимости от ориентации преподавателя.

РУБРИКАЦИЯ КНИГИ

Опыт прежних изданий учебника показал, что книга оказывает действенную помощь в обучении студентов. Тем не менее в этом издании мы удвоили усилия, направленные на усовершенствование рубрикации учебника для упрощения преподавания и изучения теории денег и банковского дела.

- **Основные проблемы.** Каждая глава начинается с перечня вопросов, дающих студенту представление об основных темах, изучаемых в главе.
- **Словарь терминов.** Ключевые термины выделены полужирным шрифтом по всей книге. В конце каждой главы приводится словарь основных понятий, используемых в главе. Кроме того, в конце книги приводится полный словарь терминов, расположенных в алфавитном порядке.
- **Современные дискуссии.** Почти каждая глава содержит раздел «Современная дискуссия», отделенный от остального текста. Включение этих разделов в книгу преследует цель усилить интерес студентов и преподавателей к реальным практическим и научным вопросам, которыми занимаются экономисты, исследующие проблемы денег и кредита. Почти все такие разделы для этого издания написаны заново, они максимально приближены к проблемам сегодняшнего дня.
- **Международные обзоры.** Новым в настоящем издании учебника является включение в его текст разделов «Международный обзор», отделенных от остального текста. Они также помещены почти в каждой главе. Эти разделы построены так, чтобы они не только органично вписывались в проблематику главы, но и расширяли рамки учебника за пределы американского опыта в денежно-кредитной и банковской сфере. Такой подход подводит студентов к пониманию того, что проблемы денег и банковского дела глобальны по своей природе, а также демонстрирует возможности приобретения полезных знаний при изучении зарубежного опыта.
- **Краткое содержание.** В конце каждой главы даны ее основные положения в виде кратких выводов. Резюме глав улучшают понимание, позволяют глубже усваивать прочитанное и служат контрольным тестом при подготовке к семинарам и экзаменам.
- **Вопросы для самопроверки.** Новым в настоящем издании является включение в текст книги вопросов для самопроверки в конце каждой главы. Они преследуют цель оказать помощь студентам в проверке усвоения материала главы, побуждают их рассмотреть затрагиваемые темы под несколько иным углом зрения. Тем самым обеспечивается более глубокое усвоение фундаментальных положений.
- **Задачи.** В этом издании мы существенно увеличили число задач. Задачи требуют проведения специальных расчетов, тем самым ориентируя студентов на прикладные аспекты изучаемых теорий.
- **Рекомендуемая литература.** Каждая глава заканчивается списком специально подобранной литературы, из которой как студенты, так и преподаватели могут почерпнуть более обширные сведения по темам, рассматриваемым в главе.

БЛАГОДАРНОСТИ

Поскольку текст настоящего издания учебника «Современные деньги и банковское дело» в значительной мере переписан заново, мы чрезвычайно признательны за критические замечания и полезные советы, полученные от многих лиц. Наша особая признательность Роберту Пульсинелли за ценные замечания по каждому варианту рукописи. Мы также глубоко благодарны: Полу Алтьери (Центральный университет штата Коннектикут), Харьиту Арора (колледж Ле Мойн), Рональду Айерсу (университет штата Техас в Сан-Антонио), Элизабет Дикос (Миссурийский университет в Колумбии), Дональду Дутковски (Сиракузский университет), Полу Эстенсону (колледж Густава Адольфа), Дэвиду Финдли (колледж Колби), Дэниэлу Фуллеру (Государственный университет Уэбера), Питеру Фреверту (университет штата Канзас), Лансу Гиртону (университет штата Юта), Беверли Хадауэю (университет штата

Техас в Остине), Джеку Хани (университет Орала Робертса), Артуру Джеймсу (Техасский университет А и М), Ричарду Кину (университет штата Висконсин—Парксайд), Элен Коппана (колледж Уильяма и Мэри), Томасу Мак-Кахагану (Питтсбургский университет в Джонстауне), Дж. Майклу Моргану (Чарльстонский колледж), Теодору Музио (университет Св. Иоанна), Синтии Салзмен (университет Уайденера), Дональду Шиллингу (Миссурийский университет в Колумбии), Ларри Секресту (университет штата Техас в Арлингтоне) и Дьюэйну Стоку (университет штата Оклахома).

Мы также благодарны всем доброжелательным сотрудникам издательства Мак-Гроу-Хил, которые работали с нами над переработанным изданием книги. Мы хотим поблагодарить за обеспечение качества и привлекательности книги научного редактора Джима Биткера, заместителя редактора Лори Эмбачер, руководителя редакционного отдела Пегги Робергер, руководителя производственного отдела Аниту Кан и старшего менеджера по маркетингу Карен Джэксон.

Безусловно, мы несем полную ответственность за ошибки в книге. И будем очень благодарны читателям за обратную связь. Хотя мы уверены, что данный учебник по теории денег и банковского дела содержит материала больше, чем какой-либо другой, мы сознаем, что можем почерпнуть много полезного из критических замечаний читателей. Учет их замечаний и предложений позволит улучшить книгу при последующих изданиях.

Роджер Лерой Миллер
Дэвид Д. Ван-Хуз

Часть I

Введение

Глава 1

Функции и формы денег

Основные проблемы

1. Что такое деньги и каковы их функции?
2. Имеют ли деньги отношение к экономической деятельности?
3. В различных обществах использовались разные товары в качестве денег. Чем отличаются эти товары? Что у них общего?
4. Какими свойствами должен обладать товар, чтобы его можно было использовать в качестве денег?
5. Каковы различные типы экономики с денежным обращением и бартерной экономики?

Проблемы денег и банковского дела в совокупности образуют одну из самых важных и притягательных областей экономики. Изучение этих проблем так *притягательно*, потому что наши повседневные дела требуют осуществления денежных выплат и проведения банковских операций. Хотя большинство из нас воспринимает денежное и банковское обслуживание в обществе как нечто само собой разумеющееся, не нужно больших интеллектуальных усилий, чтобы осознать, что в деньгах есть нечто особенное. Это придает проблемам денег и банковского дела особую привлекательность.

Действительно, как мы покажем в этой главе, экономисты сходятся в том, что деньги представляют собой весьма специфический вид **экономического блага** (*economic good*) или редкого товара. Мы используем деньги, чтобы покупать другие товары и услуги, и эта функция денег придает им стоимость, хотя внешне они часто лишены таковой. Например, это могут быть клочки бумаги, счетоводческие записи в конторских книгах или даже блоки информации, передаваемые от компьютера к компьютеру по волоконно-оптическому кабелю. Мы пользуемся деньгами ежедневно, поэтому мы, как правило, воспринимаем как само собой разумеющееся, что деньги обладают стоимостью. Однако точное понимание того, почему это так, требует рассмотрения очень интересных вопросов о той роли, которую деньги вообще играют в нашем обществе.

Изучение денег и банковской системы чрезвычайно *важно*, поскольку деньги и банковские операции многими способами оказывают влияние на отдельных людей и их коллективы. Почти ежедневно американские средства массовой информации публикуют сообщения, связанные с деятельностью Федеральной резервной системы (ФРС). Поэтому каждому очевидна важность проблем денег и банковского дела. В последние годы мы все ощутили важность денежного обращения и банковских операций непосредственно на личных бюджетах. Как налогоплательщики мы коллективно профинансировали выплаты, исчисляемые сотнями миллиардов долларов, чтобы спасти сберегательные и кредитные институты и их вкладчиков от финансового краха. Причем события последних лет заставили нас осознать возможность таких же потерь в других структурах национальной финансовой системы.

В этом учебнике мы постараемся помочь вам понять проблемы денежного обращения и банковской системы как в узком, так и в широком плане. Мы хотели бы, чтобы после прочтения этого учебника вы понимали важность роли, которую деньги играют в обществе, причины того, что участники финансового рынка так внимательно от-

слеживают действия ФРС, и причины и следствия недавнего кризиса банковской системы США. Кроме того, мы надеемся, что после чтения этой книги проблемы денег и банковского дела станут для вас еще более увлекательными, чем сейчас, когда вы только приступаете к изучению этой области экономической науки.

Зачем изучать проблемы денег?

Вообразите себе такой заголовок в газете будущего: «Компьютеры наконец исключили необходимость в деньгах». Возможно ли такое? Четверть века назад, в конце 1960-х годов, некоторые экономисты считали, что заря эры компьютеров с их мини-транзисторами, управляющими картами и центральными процессорами явится закатом эры денег. Они писали о возникновении «общества безналичных расчетов», в котором деньги не нужны. Люди исключают деньги из обихода, предсказывали они, потому что возможность осуществить платеж мгновенно, по телефону, и автоматически оприходовать его с помощью компьютерного процессора сделает наличную или любую другую форму денег бесполезной.

Теперь, спустя почти срок жизни поколения, мы все еще используем деньги, несмотря на возникновение микросхем, персональных компьютеров, суперкомпьютеров и волоконной оптики — техники, которую в 1960-е годы мало кто мог себе вообразить. Способ, которым люди совершают передачу денег, действительно изменился (см. главу 3), но сами деньги оказались весьма долговечными.

Сохраняются накануне нового тысячелетия и учебные курсы, посвященные деньгам и банковскому делу, и соответствующие учебники. Сам факт, что вы читаете эти строки, говорит о том, что вы или руководство вашего колледжа уверены в важности понимания вопросов, связанных с денежным обращением и банковской системой, даже в нынешних условиях почти мгновенных методов передачи информации. Более того, многое доказывает, что в современном мире изучение денежной и банковской систем важно как никогда раньше.

По целому ряду причин некоторые люди, в том числе авторы этого учебника, считают изучение проблем денег увлекательным занятием. В 1980-е годы по телевидению показывали популярную комедию «Семейные связи». Главный герой был преподавателем экономики в колледже, которому нравилось изучать деньги просто потому, что он любил деньги. Он мечтал иметь комнату, наполненную деньгами, в которые он мог бы в любой момент зарыться с головой. Некоторые студенты, приступающие к изучению курса «Деньги и банковское дело», наверняка мысленным взором видят пляшущие денежные купюры, когда приходят на первую лекцию.

Могут быть, конечно, личные мотивы изучения проблем денег. Например, если человек понимает сущность денег и связанных с ними явлений, он может успешнее других добиваться получения высоких доходов и накопить большее, чем у других, состояние. Тем не менее можно изучать деньги и без такого интереса. Большинство экономистов сходятся в том, что денежная масса в обращении существенно воздействует на общее состояние экономики, а потому влияет — положительно или отрицательно — на благосостояние граждан. Поэтому вполне достаточным основанием для изучения проблем денег является то, что они важны для всех, независимо от того, мечтает ли человек купаться в куче купюр.

СВЯЗЬ ДЕНЕГ С НАЦИОНАЛЬНЫМ ДОХОДОМ И ВАЛОВЫМ НАЦИОНАЛЬНЫМ ПРОДУКТОМ

Деньги могут влиять на состояние экономики, воздействуя на уровень экономической активности. Существует много способов оценки экономической активности. Наиболее часто употребляемый показатель — **валовой национальный продукт (ВНП)** (*gross*

domestic product, GDP), определяемый как стоимость в долларах всех *конечных* товаров и услуг, произведенных за год исключительно с помощью внутренних факторов производства данной страны. Рассмотрим график на рис. 1-1; он показывает соотношение между объемом денежной массы в обращении и номинальным национальным доходом. Номинальный национальный доход — это совокупная произведенная продукция, выраженная в ценах, превалирующих в данном году. Он не учитывает изменений уровня цен.

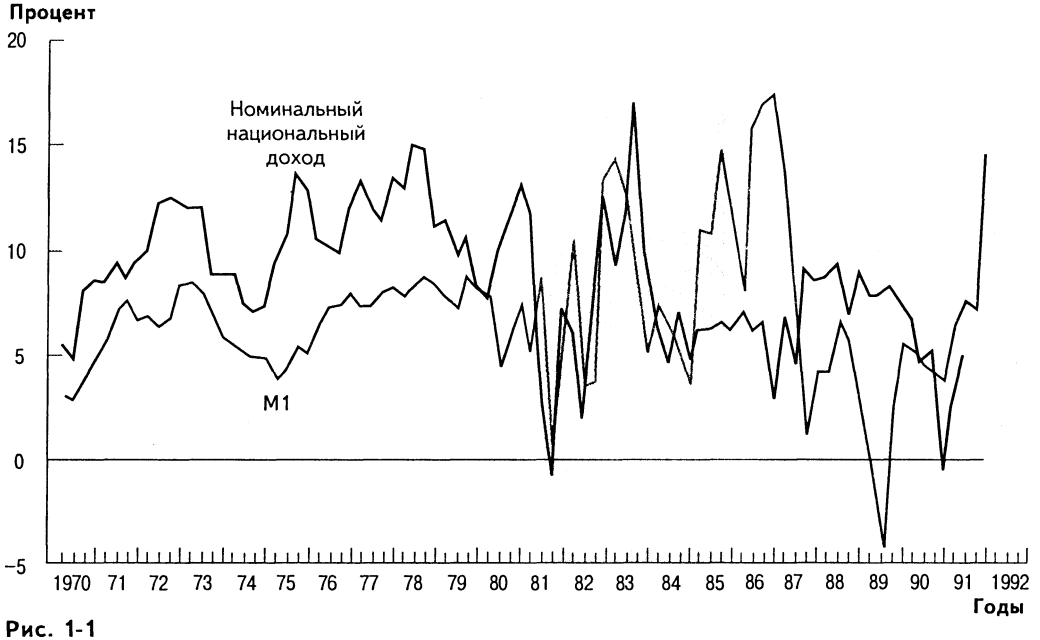


Рис. 1-1
Зависимость между темпами прироста номинального национального дохода и денежной массы. Два графика временных зависимостей показывают приблизительное соответствие темпов прироста денежной массы (M1) и номинального национального дохода с временным лагом два квартала (6 месяцев). Отметим, однако, что соответствие в период с 1981 по 1985 г. (затушеванная площадь) гораздо ярче выражено, чем в другие периоды. (*Источник:* Federal Reserve Board of Governors.)

На рис. 1-1 показана не очень четкая, но явная связь между темпом прироста денежной массы (подробное объяснение этого понятия будет дано в главе 3) и номинальным национальным доходом. Некоторые экономисты основывают на этом факте доказательство того, что объем денежной массы является важным показателем уровня экономической активности; другие с этим не согласны. В последующих главах мы вернемся к вопросу о том, влияет ли денежная масса на реальный (с учетом инфляции) доход и объем производства. Как бы то ни было, существование связи между денежной массой и уровнем экономической активности вынуждает большинство экономистов согласиться, что деньги заслуживают серьезного изучения.

ДЕНЬГИ И ЦЕНЫ

Другим ключевым макроэкономическим параметром является уровень цен и темпы их изменения. Экономисты связывают **инфляцию** (*inflation*), определяемую как долговременный рост средневзвешенных цен, с разными причинами. Мы обсудим методы количественной оценки инфляции в главе 21. Одна из теорий объясняет инфляцию изменением количества денег в обращении. На рис. 1-2 показана связь между темпом изменения

денежной массы (темпом ее прироста) и темпом инфляции. Так же как и в случае денежной массы и экономической активности, имеется не вполне точная, но явная прямая зависимость между изменениями объема денежной массы и темпом инфляции; увеличение темпа прироста денежной массы, по-видимому, ведет к увеличению темпа инфляции с некоторым временным лагом.

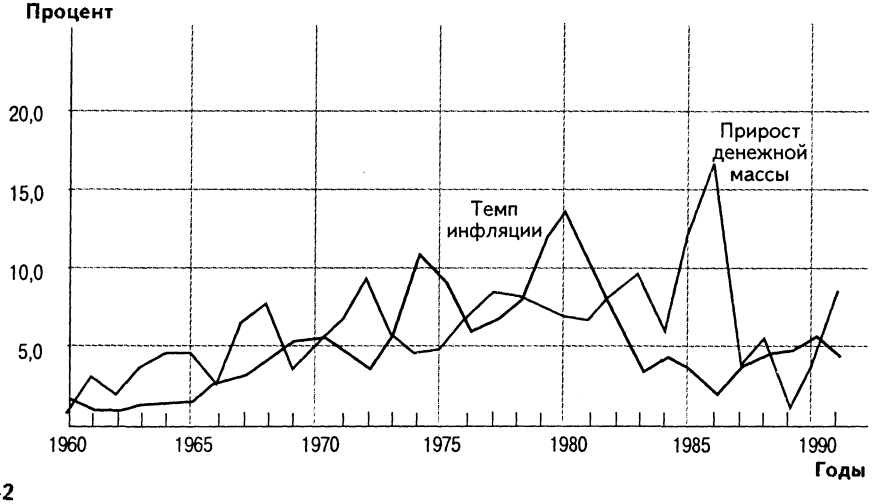


Рис. 1-2

Соотношение между темпом прироста денежной массы и темпом инфляции. Фактически более тщательный анализ показывает прямую связь между изменениями темпа прироста денежной массы и изменениями темпа инфляции в последующий период. Увеличение темпа прироста денежной массы, по-видимому, приводит к росту темпа инфляции в последующий период; снижение темпа прироста денежной массы, по-видимому, приводит к последующему снижению темпа инфляции (*Источники:* Economic Report of the President, 1992; Federal Reserve Bulletins.)

Роль денег

Древнегреческий философ Аристотель (384—322 гг. до н. э.) говорил: «Все... должно быть оценено в деньгах, потому что это позволяет людям всегда обмениваться услугами и таким образом делает возможным существование общества». Вслед за Аристотелем и многими его последователями — учеными в области социальных, политических и экономических наук — мы будем использовать термин «**деньги**» (*money*) для обозначения любого товара, который люди обычно принимают в оплату других товаров и услуг. Чаще всего люди представляют себе деньги в виде бумажных купюр или монет, которые они носят в бумажниках и кошельках. Однако сегодня понятие «деньги» должно быть расширено. Например, денежная масса в США подсчитывается как сумма целого ряда позиций помимо купюр и монет (т. е. наличных денег). Одним из наиболее важных элементов любого показателя денежной массы являются **чековые депозиты (текущие счета)** (*checkable accounts*). Чековые депозиты являются таким же средством обращения, как наличные деньги, поскольку они могут быть в любой момент использованы для обмена на товары и услуги, которые индивид намерен приобрести.

ДЕНЬГИ КАК ФИНАНСОВЫЙ АКТИВ

Деньги могут рассматриваться как активы, т. е. как нечто, имеющее собственную ценность. В этом качестве они являются частью **богатства** (*wealth*), т. е. чистыми активами,

или суммой активов за вычетом долговых обязательств. Богатство в денежной форме обладает уникальным свойством; деньги могут быть непосредственно обменены на другие ценности, товары или услуги. Деньги — не единственная, но наиболее распространенная форма богатства, которое можно обменять на товары и услуги. Экономисты называют это свойство денег **ликвидностью** (*liquidity*). Актив называется ликвидным, если его можно обменять на товар или услугу при низких трансакционных издержках и при относительной определенности номинальной (без учета инфляции) стоимости этого актива. При этом вероятность капитальных убытков от сбережения денег минимальна.

Деньги, по определению, являются самым ликвидным видом активов. Сравним их, например, с акцией, включенной в листинг Нью-Йоркской фондовой биржи. Для того чтобы продать эту акцию, вы должны обратиться к биржевому брокеру и оформить заказ на продажу. Это должно быть сделано в рабочее время, и вы должны заплатить брокеру комиссионные. Более того, существует большая вероятность, что за пакет акций вы получите больше или меньше того, что за них заплатили. С деньгами это не так. Мы легко можем превратить деньги в другие формы активов, а номинальная стоимость денег остается всегда одинаковой. Большинство людей поэтому хотя бы часть своего богатства держат в наиболее ликвидной форме активов.

ФУНКЦИИ ДЕНЕГ

Деньги имеют четыре основные функции:

1. Средство обращения.
2. Средство сохранения стоимости.
3. Единица счета (мера стоимости).
4. Средство платежа.

Деньги как средство обращения Утверждение, что деньги служат **средством обращения** (*medium of exchange*), означает, что участники рынка принимают их в оплату. Люди могут продавать свой продукт (товар или услугу) за деньги и в дальнейшем использовать эти деньги для покупки товаров и услуг. Благодаря этому процессу деньги делают возможным разделение труда. Разделение труда существенно для эффективности экономики; оно позволяет людям большую часть товаров покупать, а не производить самостоятельно. Поэтому люди могут специализироваться в тех областях, в которых они обладают наибольшими способностями и навыками, получая деньги в оплату результатов своего труда. Затем они могут обменивать деньги на товары, произведенные трудом других людей. По мере роста объема торговли и расширения номенклатуры предлагаемых товаров и услуг деньги играют все более значительную роль в экономике. Таким образом, будучи средством обращения, деньги являются важным фактором современной экономики.

Деньги как средство сохранения стоимости Для иллюстрации функции денег как **средства сохранения стоимости** (*store of value*) рассмотрим простой пример. Рыбак приходит в порт после нескольких дней лова. В текущих ценах его улов оценивается в 1000 долл. Но рыба — плохое средство сохранения стоимости, так как, если рыбак будет хранить ее слишком долго, она протухнет. Если он попробует непосредственно обменять ее на товары других продавцов, часть рыбы может протухнуть до того, как он обменяет весь улов на товары и услуги, которые ему нужны. Если же рыбак продаст весь улов за деньги, он сможет сохранить стоимость улова в виде полученных за него денег. (Конечно, он может поместить рыбу в холодильник, но это стоит денег; кроме того, это не совсем подходящий способ сохранения стоимости свежей рыбы.)

При определенных условиях хранение накоплений в денежной форме приносит убытки владельцу. В частности, в прошлом (когда банковское законодательство запрещало бан-

кам выплату процентов по трансакционным депозитам) владельцы наличных денег и *трансакционных депозитов* (*transaction deposits*)[1] несли потери в размере альтернативных издержек владения деньгами в качестве средства сохранения стоимости. **Альтернативные издержки** (*opportunity cost*) — это доход, который можно было бы получить, если бы деньги хранились в другой форме, например в виде *срочного вклада* (*savings account*). Другими словами, мы можем измерить стоимость хранения денег (альтернативные издержки) как наибольший процентный доход, который можно получить от альтернативного вида вложений.

Проведенный анализ применим к наличным деньгам, используемым как средство сохранения стоимости. В наши дни, однако, он лишь ограниченно применим к трансакционным депозитам в различных финансовых учреждениях, поскольку они теперь платят проценты по таким счетам. Тем не менее выплачиваемая процентная ставка часто ниже той, которую можно было бы получить при альтернативной форме вложений. В этом случае можно измерить альтернативные издержки как разницу в доходах, которую можно было получить от хранения данной суммы денег в более доходной форме вложений.

Деньги как единица счета (мера стоимости) **Единица счета** (*unit of account*) — это средство определения относительной стоимости товаров и услуг. В качестве единицы счета можно использовать денежную единицу для измерения стоимости данных товаров и услуг относительно других товаров и услуг. Единица счета является общепринятой мерой. Например, доллар является денежной единицей США. Это масштаб, который позволяет людям легко сравнивать относительные стоимости товаров и услуг. Эксперты Министерства торговли используют цены в долларах для того, чтобы измерять национальный доход и валовой национальный продукт. Фирма использует долларовые цены для расчета прибылей и убытков. В типичном бюджете домашнего хозяйства цены в долларах используются для расчета ежедневных регулярных расходов.

Другой способ описания денег как единицы счета — утверждение, что деньги являются *мерой стоимости* (*standard of value*), которая позволяет экономическим контрагентам сравнивать относительные стоимости различных товаров и услуг.

Деньги как средство платежа Четвертая функция денежной единицы — это **средство платежа** (*standard of deferred payment*). Эта функция предполагает одновременное использование денег как средства обращения и как единицы счета. Мы обычно устанавливаем размер задолженности в единицах счета, а выплачиваем эту задолженность с помощью денег как средства обращения. Иными словами, мы определяем долг в долларах, а выплачиваем его наличными деньгами или чеком. Корпорационная облигация, например, имеет номинал (стоимость, указанную на ее лицевой стороне, которая выплачивается при погашении), выраженный в долларах. Условия выпуска облигации устанавливают периодическую выплату процентов по ней. При погашении облигации корпорация выплачивает ее владельцу сумму номинала в долларах.

Не все страны или фирмы и частные лица в этих странах устанавливают размеры долговых обязательств в единицах национальной валюты. Так, известно, что в других странах частные лица, корпорации и правительства иногда устанавливают размеры долговых обязательств в долларах США, хотя доллар не является ни средством обращения, ни единицей счета в этих странах. Кроме того, некоторые долговые обязательства предусматривают выплату в золоте, а не в национальной валюте.

---

[1] Трансакционные депозиты — депозиты, средства с которых могут быть переведены другим лицам в виде платежей по сделкам, осуществляемым с помощью чеков или электронных денежных переводов (см. главу 3). (*Прим. ред.*)

Разделение функций денег между различными национальными валютами

Всегда ли отдельные национальные денежные единицы выполняют все четыре функции, которые мы приписываем деньгам? Ответ на этот вопрос отрицательный. В самом деле, имеется много недавних примеров, когда национальная денежная единица используется для выполнения одних функций, а денежная единица другой страны — для выполнения других.

Доллары и шекели в Израиле

Так, в начале 1980-х годов в Израиле в условиях инфляции рост цен, выраженный в единицах израильской валюты (шекелях), стал таким стремительным, что управляющие бакалейных магазинов и других предприятий розничной торговли сочли слишком дорогостоящим пересчет цены в шекелях с необходимой частотой. Поэтому они стали выражать свои цены в долларах США, а вывешивать в магазинах последний курс шекеля к доллару. Покупателям приходилось носить с собой в магазин калькуляторы, чтобы пересчитать цену, указанную в долларах, в сумму в шекелях, которую они должны уплатить в кассу. Таким образом, шекель продолжал функционировать как средство обращения, но единицей счета стал доллар.

Доллары и песо в Боливии

В 1980-х — начале 1990-х годов Боливия была охвачена инфляцией, которая в некоторых отношениях казалась невообразимой. В начале 1980-х годов был 6-месячный период, когда цены возрастали с темпом 38 000% в год. Такая инфляция создала гораздо бо́льшие проблемы, чем в Израиле, где в середине 1980-х годов она составляла в среднем 300% в год, а также в Аргентине (южная соседка Боливии, охваченная инфляцией), в которой темп инфляции в 1980-е годы был примерно на уровне 1000% в год, и в Бразилии (северная соседка Боливии, охваченная инфляцией), где в 1991 г. темп инфляции составил 1200%.

Реакция на инфляцию в Боливии была даже более сложной, чем в Израиле. Боливийское правительство продолжало взимать налоги и выплачивать заработную плату правительственным служащим в песо, но некоторые частные фирмы начали платить служащим в долларах. Многие владельцы и управляющие магазинов продолжали указывать цену товаров в песо, но другие, как в Израиле, стали указывать цены в долларах. Вскоре стало непонятно, какой денежной единицей надо пользоваться. Доллар лучше песо сохранял свою стоимость, но обменный курс песо падал так стремительно, что стало выгодным постоянно обменивать валюту. Вскоре даже дети и домашние хозяйки занялись валютной спекуляцией на черном рынке. *Wall Street Journal* опубликовала, например, рассказ очевидца о том, как домашняя хозяйка, отправившаяся за покупками и ехавшая в потоке машин по улице Санта Круз, опустила стекло автомобиля и крикнула группе молодых людей на тротуаре: «Почем?» В несколько секунд ее машину окружили молодые люди, выкрикивающие предложения по обмену долларов и песо.

В 1990-е годы, однако, Боливия и соседняя Аргентина нашли способ снижения инфляции. К 1991 г. темп инфляции в Аргентине упал ниже 50% в год. В Боливии инфляция снизилась еще больше, составив менее 25% в год. Боливийский денежный хаос подошел к концу.

Две денежные единицы послевоенной Венгрии

Вероятно, примером самого большого хаоса в этом столетии может служить Венгрия в период с августа 1945 г. по июль 1946 г. В течение этого периода в Венгрии имел место самый большой из когда-либо документально зафиксированных темпов инфляции, в один момент достигший величины $4{,}2 \times 10^{16}$% (*42 000 000 000 000 000%*) *в месяц!* Средний темп инфляции в этот период составил 19 800% в месяц. Венгерское правительство, отчаявшееся защитить от инфляционного обесценения налоговые поступления, хранившиеся в банках, ввело две различные денежные единицы. Одна — венгерский пенго — находилась в обращении. Другая — налоговый пенго — была

единицей, используемой для ведения депозитных счетов. В то время как номинальная стоимость пенго была постоянной, стоимость налогового пенго постоянно индексировалась в соответствии с уровнем цен; например, если цены за день вырастали на 40%, размер счета в налоговых пенго автоматически возрастал на те же 40%. Таким образом, банковские депозиты правительства, состоящие из выплаченных налогов, не теряли стоимости.

Естественно, это сделало налоговый пенго гораздо лучшим средством сохранения стоимости, чем венгерский пенго. Далее, правительство разрешило банкам указывать размер задолженности в налоговых пенго, так что налоговый пенго стал также средством платежа. Однако в большинстве сделок в качестве средства обращения и единицы счета по-прежнему использовался венгерский пенго.

Поскольку эта система была совершенно умопомрачительной, инфляция в Венгрии постепенно настолько вышла из-под контроля, что венгерское правительство было вынуждено в августе 1946 г. заново создать национальную денежную систему. Венгерский эксперимент с двумя денежными единицами завершился.

Источники: Использованы отрывки из статей Э. Мартин (*Martin Everett G.*, Precarious Pesos: Amid Wild Inflation, Bolivians Concentrate on Swapping Currency. — Wall Street Journal, August 13, 1985, p. 5), а также У. Бомбергера и Ал. Макинена (*Bomberger W. A., Makinen G. E.*, Indexation, Inflationary Finance, and Hyperinflation: The 1945—1946 Hungarian Experience. — Journal of Political Economy, 88 (3), June 1980, pp. 550—560.

РАЗЛИЧИЕ МЕЖДУ ДЕНЬГАМИ И КРЕДИТОМ

Вы должны четко представлять себе различие между деньгами и кредитом. *Деньги* — наиболее ликвидный вид активов, в котором люди стараются сберегать часть своего богатства. *Кредит* же состоит в возможности приобретения товаров, предоставляемой заемщику в долг. Для лиц, не желающих ждать и не имеющих необходимой суммы денег для приобретения товаров, кредитный рынок делает возможным немедленно иметь нужное количество товаров или обладать большей покупательной способностью. Разумеется, такое удовлетворение нетерпеливости имеет свою цену — процентную ставку по кредиту.

Чтобы более наглядно продемонстрировать различие между деньгами и кредитом, рассмотрим общество, в котором вообще нет денег, но кредит тем не менее существует. В такой экономической системе некто мистер Джонс может одолжить некоей миссис Смит одну из своих машин на один год. Миссис Смит может пообещать вернуть мистеру Джонсу машину через год и заплатить ему за предоставленный кредит 5 единиц продукции, которую она производит. В этой ситуации размер кредита, очевидно, не зависит от существования денег или их количества в обращении.

ЖЕЛАТЕЛЬНЫЕ СВОЙСТВА ДЕНЕГ

Деньги должны иметь как минимум пять свойств. Эти свойства таковы:

1. *Портативность*. Деньги должны быть удобными для ношения при себе и для передачи от одного лица к другому, чтобы можно было делать покупки в разных местах. Если деньги не будут портативными, они не станут широко использоваться.
2. *Долговечность*. Деньги, не имеющие свойства физической долговечности, будут терять свою стоимость. Например, можно использовать в качестве денег кукурузные хлопья, но сохранить их форму трудно. Они будут черстветь, отсыревать, ломаться, расслаиваться и т. д. Однако деньги не всегда отличались долговечностью. Римское правительство платило наемникам солью (откуда произошло английское слово «salary» — жалованье, оклад), которая не очень долговечна в сыром и дождливом климате.
3. *Делимость*. Мы должны иметь возможность без труда делить денежную сумму на части, чтобы выплачивать меньшие суммы. Однако в истории известны неделимые

деньги. В некоторых регионах мира в различные эпохи деньгами служили коровы, а часть коровы и целая корова — совсем разные вещи.

4. *Стандартизованность*. Для того чтобы деньги могли использоваться, они должны быть стандартными: любая денежная единица должна соответствовать по качеству другой единице того же достоинства; они должны быть неотличимы друг от друга. Только при условии стандартизованности денег индивид точно знает, что он получает в процессе обмена. Однако существуют и контрпримеры. Американские колонисты использовали в качестве денег табак, но никак не могли его стандартизировать. Равные по весу количества не представляли собой равные стоимости из-за различия в *качестве* табака; определенные проблемы создавала также его влажность.
5. *Узнаваемость*. Деньги должны быть легко узнаваемы. Если люди не могут с легкостью распознать деньги, то ни не могут отличить их от менее ценных активов (подделок).

В современных государствах деньги, как правило, состоят из монет, бумажных денег и чековых депозитов (текущих счетов), по которым владельцы могут выписывать чеки. Все эти виды денег обладают всеми пятью вышеперечисленными свойствами.

В прошлом в разных странах в качестве денег чаще всего использовались благородные металлы в виде слитков или монет. Всем известно, например, что золото и серебро долговечны, портативны, делимы, стандартизируемы и узнаваемы. В прошлом благородные металлы использовались в качестве денег чаще, чем какой-либо иной товар.

Обычно общество приходило к некоторому общепринятому средству обращения методом проб и ошибок. В конце концов люди принимают в качестве средства обращения такой товар, который обеспечивает наименьшие затраты на его использование в этом качестве. Возможна замена одного товара, служащего в данной экономике деньгами, на другой, так как могут измениться издержки производства альтернативных денег. Если правительство выбирает «подходящие» деньги, то они будут служить реальным средством обращения только в том случае, если населению в целом удобно ими пользоваться. Характерен случай с долларом Сьюзен Б. Антони, введенным с целью заменить вечный доллар Эйзенхауэра в США. В 1979 г. Казначейство США выпустило доллар Антони в надежде, что он получит широкое распространение. К несчастью для Казначейства, население отнеслось к новому доллару без большого восторга, так как он был похож на монету в четверть доллара. Несмотря на 11-угольную кромку, он выглядел и воспринимался как «четвертак». Имея возможность использовать бумажные долларовые купюры, мало кто предпочитал доллар Антони; он стал незначимой частью наличных денег, имеющих хождение в стране.

Экономика с денежным обращением и бартерная экономика

В истории человечества существовали экономические системы, функционирование которых предполагало использование денег, и экономики, в которых деньги отсутствовали. Имеется два основных вида экономических систем: бартерная экономика и экономика с денежным обращением. Каждая из этих систем может, как мы увидим, иметь в свою очередь разные формы.

БАРТЕРНАЯ ЭКОНОМИКА

Система чистого бартера **Бартер** (*barter*) — это прямой обмен товаров и услуг на другие товары и услуги. При **системе чистого бартера** (*pure barter economies*) инди-

вид, которому нужен определенный товар (услуга), должен найти другого индивида, который готов предоставить такой товар в обмен на товар, предлагаемый первым индивидом. Таким образом, должно существовать то, что Уильям Стэнли Джевонс (Jevons, 1835—1882) назвал **двойным совпадением потребностей** (*double coincidence of wants*). Два индивида должны одновременно иметь соответствующие товары (услуги) и хотеть их продать.

Рассмотрим пример. Предположим, что некая мисс Хэнфорд хочет купить хлеба, но на обмен у нее есть только пара туфель. Тогда она должна найти еще кого-то (скажем, мистера Терри), кто является пекарем, которому нужны туфли. Поиски мистера Терри отнимают время, возникает альтернативная стоимость времени, потраченного на поиск торгового партнера. Фактически невозможно всегда находить того, кто в данный момент заинтересован именно в том товаре (услуге), который предлагается. Иными словами, в сложном современном обществе редко возникает двойное совпадение потребностей. Соответственно, если двойного совпадения потребностей нет, то людям приходится либо хранить свой товар (услугу) в течение длительного периода, либо делать множество промежуточных обменов, чтобы получить товары и услуги, которые им нужны.

Допустим, мистер Терри за целый день работы произвел 10 буханок хлеба. Он хочет получить пару туфель для дочери в обмен на 8 буханок хлеба. Возможно, существует некая мисс Хэнфорд, у которой есть пара туфель для девушки и которой нужен хлеб для большой семьи. Если мистер Терри не знает мисс Хэнфорд и ситуацию, в которой она находится, то ему предстоит ее найти, а поиск займет время. Если он не найдет покупателя быстро, его хлеб зачерствеет. Исходя из этих соображений, он может принять решение обменять свои 8 буханок на 3 горшка, хотя ему самому горшки не нужны. Затем он может найти торгового партнера, который возьмет 3 горшка в обмен на 10 фунтов яблок. Наконец, он может найти кого-то, кто захочет взять 10 фунтов яблок в обмен на пару туфель. Все это представляет собой сложный, отнимающий много времени и дорогостоящий процесс.

Это не означает, что бартер всегда неэффективен. В некоторых странах производство товаров и услуг ограничено, а число торговых сделок невелико. В таких странах бартер может быть эффективным и существовать довольно долго. Но когда ассортимент предлагаемых товаров и услуг расширится, когда станут частыми торговые операции с другими странами, затраты по бартеру существенно превысят его прибыльность. Постепенно бартер будет заменен новым платежным механизмом, хотя в ограниченном объеме он может сохраняться и в экономике с развитой денежной системой. Например, бартерные операции все еще встречаются в США в настоящее время.

Недостатки системы чистого бартера Системе чистого бартера присущ ряд недостатков. Рассмотрим главные из них.

1. *Отсутствие способа сохранения общей покупательной способности.* Деньги позволяют частному лицу или фирме сохранять общую покупательную способность (противопоставляемую конкретной покупательной способности в форме, скажем, туфель, горшков, сковородок и т. д.). Бартер предполагает сохранение только конкретной покупательной способности. Он позволяет сохранять только конкретные товары, стоимость которых может упасть в результате их физических изменений или из-за изменения вкусов людей.
2. *Отсутствие единого масштаба измерения стоимости.* В условиях бартерной системы мы должны выражать цену любого товара (услуги) в количествах всех других товаров и услуг. Таким образом, при бартерной системе отсутствует стандартизованный способ выражения цен товаров.

Рассмотрим число цен, которые будут существовать в экономике, в которой производится и продается 1000 товаров, но отсутствуют деньги и денежная единица счета. Индивид может обменять каждый товар на любой из остальных 999 товаров. Это значит, что индивид может обменять туфли на ножницы, билеты на выступление симфонического оркестра, апельсины, молоко и другие товары. Без денежной единицы можно выразить цену туфель в количестве любого из остальных 999 товаров. То же справедливо и для любого из этих 999 товаров. Мы можем определить число конкретных обменных курсов или цен по формуле:

$$\text{Число курсов (цен)} = N\,(N-1)/2,$$

где N обозначает число товаров и услуг, предлагаемых для обмена. В простом примере, рассматриваемом здесь, $N = 1000$; поэтому

$$\text{Число курсов (цен)} = 1000 \times 999/2 = 499\,500.$$

Каждый раз, когда кто-то хочет сделать покупку на рынке, на котором предлагается 1000 различных товаров, он должен знать почти полмиллиона возможных обменных курсов. Переход на денежную единицу резко упрощает дело. Имея одну денежную единицу счета, например доллар, индивид в этой системе хозяйства столкнется только с $(N-1)$ обменных курсов, или в данном случае с 999 курсами.

Таким образом, использование денежной единицы уменьшает число обменных курсов в нашем примере до $^1/_{500}$ от числа вариантов обмена в экономике, в которой отсутствуют деньги. Ясно, что такое уменьшение числа относительных цен сделало бы экономические операции менее затратными и облегчило бы торговлю.

Как правило, в качестве единицы счета используется та же денежная единица, которая служит средством обмена. Бывают, однако, и исключения. До недавнего времени в Великобритании цены многих товаров выражались в гинеях. Гинея — золотая монета достоинством в 21 шиллинг, которая не находилась в обращении в течение большей части периода ее использования в качестве меры стоимости.

3. *Отсутствие определенной единицы платежа для использования в контрактах, предусматривающих платежи в будущем.* Многие контракты предусматривают совершение операций и исполнение сделки в будущем. В бартерной системе трудно составить контракт на будущие платежи в единицах, приемлемых для обеих сторон. Контракт на будущую оплату товаров (услуг) составить можно, но ко времени исполнения платежа рыночная цена согласованных товаров или услуг может резко измениться.

Система организованного бартера Неудобство чистого бартера обычно вынуждает людей искать специальные способы обмена товарами и услугами, облегчающие этот процесс. Например, возможна организация бартерной системы со специально отведенными местами торговли, т. е. введение **системы организованного бартера** (*trading-post economies*). В экономике этого типа индивиды по-прежнему продают товары и услуги непосредственно за другие товары и услуги. Однако они организуют торговлю таким образом, чтобы исключить проблемы, порожденные необходимостью двойного совпадения потребностей. При этом обычно отводятся специальные места торговли — обменные пункты, на которых представлены конкретные товары и услуги, предлагаемые к обмену. Например, на городской площади может быть обозначено место продажи сельскохозяйственных товаров, а в другом месте организован пассаж, в котором продаются одежда и ткани.

Учреждение обменных пунктов позволяет потенциальным покупателям заранее знать, где можно найти продавцов конкретных товаров. Это выгодно покупателям, которые

экономят на расходах, связанных с поиском производителей нужных им товаров. Это выгодно и продавцам, которые не должны ходить со своим товаром в поисках покупателей.

Хотя учреждение обменных пунктов снижает остроту проблемы двойного совпадения потребностей, оно не снимает ее полностью, как не исключает и связанных с ней расходов. Индивид знает, что именно он найдет на определенном обменном пункте, но он не всегда знает, какой товар (услугу) продавец захочет получить в обмен.

Путь к решению проблемы состоит в том, чтобы члены общества установили один товар, который бы широко принимался на всех обменных пунктах. Этот товар явился бы средством обращения, т. е. товарными деньгами. В системе организованного бартера сравнительно нетрудно сделать этот шаг. Как только он сделан, экономика переходит от бартера к денежному обращению.

ЭКОНОМИКА С ДЕНЕЖНЫМ ОБРАЩЕНИЕМ

Исторически деньги существовали в различных формах. В табл. 1-1 перечислены некоторые виды денег, существовавшие в разные исторические эпохи. Как видно из таблицы, разнообразие типов денег, использовавшихся разными сообществами, свидетельствует о высокой изобретательности и развитом воображении человека. Тип денег, используемых обществом, в значительной мере отражает его технические возможности. Он отражает также и общественные предпочтения в области торговых отношений.

ТАБЛИЦА 1-1

Различные виды денег

железо	хохолок красного дятла	золото
медь	птичьи перья	серебро
латунь	стекло	ножи
вино	полированные шарики (ожерелья)	горшки
зерно	ром	лодки
соль	меласса (черная патока)	смола
лошади	табак	рис
овцы	сельскохозяйственные орудия	коровы
козы	круглые камни с отверстиями	рабы
черепаховые панцири	крупные кристаллы соли	бумага
зубы морской свиньи	раковины улиток	сигареты
китовый ус	игральные карты	
кабаньи клыки	кожа	

Экономика с товарными деньгами Большинство типов денег, использовавшихся людьми, представляло собой **товарные деньги** (*commodity monies*), т. е. это были реальные товары. Первые товарные деньги (например, шерсть, лодки, овцы, зерно) имели одинаковую меновую и потребительную стоимость.

В более развитых обществах, где была организована добыча и обработка драгоценных металлов, например золота и серебра, было обнаружено, что эти металлы обладают множеством свойств, делающих их подходящим товаром, используемым в качестве денег. Золото и серебро — легко узнаваемые и долговечные металлы, хотя и тяжелые, но все же транспортабельные. Существует возможность определять степень

их чистоты, поэтому их можно стандартизировать по весу и степени чистоты. Нагрев, химическая и физическая обработка делают золото и серебро как угодно делимыми. Поэтому золото и серебро стали доминирующим типом товара, служащего деньгами, особенно со времени промышленной революции XVII в.

Товарный стандарт С расширением употребления денег были придуманы монеты, содержание металла в которых (используемого, например, в ювелирном деле) равнялось их меновой стоимости как денег. Правительства разных стран обычно выпускали золотые и серебряные монеты как **полноценные деньги** (*full-bodied money*), т. е. такие, номинал которых, указанный на лицевой стороне, равнялся рыночной стоимости металла, содержащегося в монете. Граждане могли на законном основании переплавлять монеты для использования их в качестве денег.

Тот факт, что денежная стоимость (покупательная способность) полноценных денег равна их товарной стоимости, не означает, что эта стоимость остается постоянной. Покупательная способность полноценных денег меняется относительно других товаров. Поскольку цены на все остальные товары и услуги не постоянны, то не постоянна и покупательная способность полноценных денег. Таким образом, использование полноценных денег не предотвращает инфляцию или **дефляцию** (*deflation*) (снижение средневзвешенной цены всех товаров во времени).

Рассмотрим пример. В стране, использующей полноценные золотые монеты, все же может возникнуть инфляция, если будут открыты большие залежи золота или если существенно снизятся затраты на его добычу. Если при неизменном количестве товаров и услуг, имеющихся на рынке, предложение золота, скажем, удвоится, то цены товаров и услуг, выраженные в золоте, возрастут; относительная стоимость золота упадет.

Это означает, что для покупки того же количества товаров и услуг потребуется больше единиц золота. Короче говоря, возникнет инфляция. Мы рассмотрим это явление более подробно в главе 2.

Использование монет, бумажных денег, банкнот или других форм денежных знаков представляет собой значительный шаг на пути развития экономики. Когда люди широко используют денежные знаки, а не реальные товары для обмена на товары и услуги, в экономике утверждается **товарный стандарт** (*commodity standard*). В условиях товарного стандарта используются денежные знаки, стоимость которых частично или полностью основана на стоимости какого-то реального товара, например золота или серебра. Полноценные деньги, например золотые монеты, являются формой товарного стандарта, в которую трансформируется реальный товар (золото); такой формой являются стандартизованные денежные знаки, используемые при обмене. Поскольку возможна переплавка золотых монет для использования в других целях, их собственная стоимость зависит от стоимости заключенного в них товара, т. е. золота; стоимостью золота полностью определяется стоимость монет.

Люди могут использовать одновременно с золотыми и серебряными монетами или вместо них альтернативные денежные знаки, например, листки бумаги. Эти листки являются примером **представителей полноценных денег** (*representative full-bodied money*). Деньги такого типа имеют ничтожную собственную стоимость, но они обеспечены таким товаром, как золото или серебро (т. е. могут быть обменены на драгоценный металл). Другими словами, бумажные денежные знаки в денежной системе, где используются представители полноценных денег, являются эквивалентом полноценных монет. Бумага сама по себе имеет крайне низкую товарную стоимость, но она представляет общее количество реально существующих полноценных денег.

До 1933 г. в США, например, имели широкое хождение золотые сертификаты. Эти сертификаты представляли определенное количество золотых монет или слитков,

хранящихся в Казначействе. Таким образом, золотые сертификаты были полностью обеспечены реальным товаром. Золотой сертификат номиналом 50 долл. подлежал обмену на золото (по официальному, гарантированному правительством курсу 20 долл. за тройскую унцию золота), которое находилось в государственном хранилище США в Форт-Нокс (штат Кентукки).

Другой пример — существовавшие когда-то в США серебряные сертификаты. Эти сертификаты обменивались на серебро по официальному курсу. В середине 1960-х годов цена серебра на мировом рынке значительно возросла. Люди начали обменивать сертификаты на серебро (1,29 долл. за тройскую унцию). Казначейство США придерживалось своих обязательств в отношении этого курса до 24 июня 1968 г.

Использование представителей полноценных денег снижает трансакционные издержки, так как пересылка больших сумм в виде золота или серебра неудобна. Использовать бумажные свидетельства на реальные товары значительно проще и дешевле.

Неразменные деньги Используемые в хозяйственной системе деньги называются **неразменными деньгами** (*fiat money*), если товарная стоимость всей используемой денежной массы много меньше, чем ее номинальная стоимость. В системе с неразменными деньгами последние мало чего стоят как обычные товары. Например, медная монета, содержащая меди на $^1/_{10}$ цента, но имеющая номинал в 1 цент, является неразменными деньгами. Неразменные деньги можно разделить на два основных типа: 1) выпускаемые правительством и центральным банком и 2) выпускаемые депозитными учреждениями. Основная часть декретных денег, обращающихся в современном мире, выпущена правительствами и центральными банками. Правительство США ввело в обращение медную монету, о которой говорилось выше. Это была разменная монета с содержанием металла на сумму, меньшую номинала. В США всю разменную монету выпускает Казначейство США. В других странах центральные банки (центральный банк США называется Федеральной резервной системой — ФРС, или Фед) также выпускают разменную монету.

Правительства и центральные банки выпускают также неразменные бумажные деньги. В настоящее время единственные неразменные деньги федерального правительства — гринбеки (greenbacks), которыми оно финансировало Гражданскую войну. В обращении все еще находятся такие банкноты на сумму в 350 млн. долл. Остальные неразменные деньги, используемые в наши дни, существуют в форме банкнот Федеральной резервной системы. Скорее всего, все бумажные наличные деньги в вашем бумажнике или сумочке являются банкнотами ФРС.

Многие финансовые учреждения в США имеют право выпускать неразменные деньги в форме открытия текущих счетов; такие финансовые институты мы называем депозитными учреждениями. Все банки, ссудо-сберегательные ассоциации, кредитные союзы и т. п. учреждения предлагают своим клиентам ту или иную форму открытия текущего счета. Вкладчики могут выписывать чеки, чтобы оплачивать покупки товаров и услуг. Все эти депозитные учреждения являются частными, т. е. не находятся в собственности государства.

В далеком прошлом частные банки также выпускали бумажные деньги. Это были банкноты частных банков (банки брали на себя обязательство обменять эти банкноты на драгоценный металл), которые играли важную роль в денежной системе. Первый и Второй банки Соединенных Штатов, имеющие чартер федерального правительства, а также национальные банки, также имеющие чартер федерального правительства, время от времени выпускали банкноты. То же делали и банки, имеющие чартер правительств штатов.

Что лежит в основе неразменных денег?

В настоящее время в США все принимают монеты, банкноты ФРС и чеки в оплату проданных товаров и услуг. Возникает вопрос: почему мы охотно принимаем в оплату то, что не имеет никакой собственной стоимости? Причина в том, что в США платежи осуществляются на основе **бумажно-денежного (фидуциарного) стандарта** (*fiduciary monetary standard*). Это означает, что стоимость платежа покоится на вере людей в то, что они могут обменять неразменные деньги на товары и услуги. Слово «фидуциарный» происходит от латинского «fiducia», что означает «доверие, вера». Другими словами, в условиях бумажно-денежного стандарта деньги, будь они в форме наличных денег или чековых депозитов, не конвертируемы в строго определенное количество золота, серебра или другого ценного товара. Люди не могут обменять бумажные деньги, находящиеся в их кошельках и бумажниках, или чеки на определенное количество какого-либо конкретного товара; бумажные деньги сами по себе — это только клочки бумаги. Монеты имеют указанную на них стоимость, которая, как правило, выше стоимости металла, заключенного в них. Тем не менее наличные деньги и чековые депозиты являются деньгами благодаря тому, что их принимают к оплате и что их стоимость предсказуема.

АКЦЕПТ ДЕНЕГ

Чековые депозиты и наличные деньги являются деньгами, потому что люди широко принимают их в обмен на товары и услуги. Люди принимают чеки и наличные деньги, потому что уверены, что смогут их обменять на другие товары и услуги. Эта уверенность покоится на знании того, что такой обмен без проблем происходил в прошлом.

ПРЕДСКАЗУЕМОСТЬ СТОИМОСТИ ДЕНЕГ

Для того чтобы стоимость денег была предсказуемой, соотношение между спросом и предложением денег не должно меняться часто, резко или значительно. В этом смысле стоимость денег подобна стоимости других товаров и услуг. Спрос и предложение определяют, по какой цене «продается» доллар. Что такое продажная цена доллара? Это то, что надо отдать, чтобы «купить» доллар. Это стоимость товаров и услуг, которые могут быть приобретены в обмен на доллар. Иными словами, для того чтобы стать обладателем одного доллара, индивид должен отдать **покупательную способность** (*purchasing power*), заключенную в этом долларе. Эта покупательная способность может быть равна стоимости подержанной книжки в мягкой обложке или пакета жареной картошки.

Покупательная способность доллара, т. е. его стоимость, меняется с изменением уровня цен. Чем выше темп прироста цен, тем значительнее уменьшается стоимость или покупательная способность доллара. Деньги сохраняют свою полезность, даже если их стоимость — покупательная способность — ежегодно уменьшается. Деньги могут использоваться и приниматься к оплате в периоды инфляции, если сохраняется их особенность — предсказуемость их стоимости. Если люди уверены, что темп инфляции в следующем году составит 10%, они ожидают, что доллар, полученный через год, будет иметь примерно на 10% меньшую покупательную способность, чем тот же доллар в текущем году. Люди едва ли откажутся использовать деньги или принимать их к оплате только потому, что знают, что их стоимость уменьшится приблизительно на 10% в течение следующего года. Как мы покажем позднее, ожидания в отношении уменьшения стоимости денег изменяют виды и объемы финансовых активов, которые люди склонны сберегать, в том числе денежные суммы, которые они предпочитают хранить.

Каменные деньги

Народ острова Уап (одного из Каролинских островов) дал название «фей» существовавшему у него средству обращения. Эти деньги представляли собой большой толщины массивные каменные диски диаметром от 1 до 12 футов. В центре каждого диска было отверстие, диаметр которого зависел от диаметра диска; это отверстие позволяло жителям острова надевать диски на шест для переноски. Камни добывались не на самом Уапе, а в каменоломне на острове Бабелтуап, находящемся примерно в 400 милях к югу. Размер денег был важнейшим фактором, но фей должен был быть изготовлен из известняка определенной гладкости, белизны и структуры. Вот как один путешественник, побывавший на Уапе, описывал фей.

«Характерной чертой этих каменных денег, одновременно характеризующей и честность, царящую на Уапе, является то, что его владельцу нет необходимости делить его на части. После заключения сделки, стоимость которой определяется таким феем, что его трудно перенести с места на место, получатель платежа вполне удовлетворяется тем, что он является признанным владельцем фея; без всякой отметки об обмене каменный диск остается лежать на территории прежнего владельца.

Мой верный друг Фатумак уверял меня, что в соседней деревне была семья, состояние которой все признавали, хотя никто, в том числе и члены этой семьи, никогда его не видели и не прикасались к нему. Оно представляло собой огромный фей, размер которого был известен только из предания. Этот фей существовал на протяжении жизни двух или трех поколений, но все это время он лежал на дне моря! Много лет назад предок этой семьи снарядил экспедицию за феем. Этот замечательно ценный камень был вырублен и положен на плот, чтобы отвезти его домой. На обратном пути разразился сильный шторм, и участники экспедиции, чтобы спасти свои жизни, были вынуждены обрубить кормовую часть плота, в результате чего камень погрузился в морскую пучину. Прибыв домой, они все засвидетельствовали, что фей был огромного размера и великолепного качества и что он был утрачен не по вине владельца. Затем по простоте душевной все решили, что обычный несчастный случай, в результате которого фей утонул, ничего не значит и не заслуживает упоминания и что несколько сотен футов воды, отделяющей его от берега, не могут изменить его стоимости, раз он обладает правильной формой. Таким образом, покупательная способность этого камня осталась такой же, как если бы он лежал у стены дома владельца».

Когда германское правительство в 1898 г. выкупило Каролинские острова у Испании, на Уапе не существовало колесного транспорта и поэтому не было дорог. Пешеходные тропинки находились в очень плохом состоянии, и правительство приказало местным жителям привести их в порядок. Однако туземцы были вполне довольны своими тропинками и не стали выполнять работу. Правительство встало перед трудной проблемой. Было бы довольно трудно оштрафовать местное население и увезти фей в Германию. Прежде всего, германские торговцы могли иметь некоторые сомнения в покупательной способности фея, а кроме того, потребовался бы труд всех местных жителей, чтобы увезти фей с острова. Так что с восстановлением тропинок пришлось бы подождать до тех пор, пока жители произведут оплату. В конце концов правительство остановилось на простой схеме. Оно послало человека, который отметил некоторые наиболее ценные камни крестом, нанесенным черной краской, который свидетельствовал о переходе этих феев в собственность правительства. Обедневшие жители острова немедленно взялись за работу, и тропинки вскоре были приведены в порядок. Тогда другой человек обошел остров и стер правительственные метки с феев, после чего на острове Уап было большое ликование.

Источник: отрывок из книги Нормана Анджелла (*Angell Norman*, The Story of Money. — New York: Garden City Publishing Co., 1929, pp. 88—89), целиком перепечатанный на обложке журнала *Journal of Political Economy*, 90 (4), August 1982.

Краткое содержание

1. Деньги — это средства, которые как таковые принимаются в оплату за товары и услуги. Люди используют их как средство обращения, средство сохранения стоимости, единицу счета и средство платежа. По определению, деньги являются самым ликвидным активом.
2. Экономисты изучают деньги, потому что, по их мнению, последние влияют на другие экономические показатели. Изменения объема денежной массы тесно коррелированы с изменениями уровня цен, номинальных процентных ставок по депозитам и номинального валового национального продукта.
3. Деньги и кредит — не одно и то же. Кредит — это распространение на одних индивидов покупательной способности других индивидов для осуществления будущих платежей. Кредит и процентная ставка по нему могут существовать даже в бартерной экономике.
4. Для того чтобы быть деньгами, товар должен обладать свойствами портативности, долговечности, делимости, стандартизуемости и узнаваемости. Однако в истории можно найти исключения по каждому из этих желательных свойств. Золото и серебро обладают всеми этими свойствами и много веков были широко распространенным видом денег. Теоретически и практически товар, принимаемый в качестве денег, служит средством обращения.
5. Существует два основных типа денег: товарные деньги и неразменные деньги. В системе товарных денег в качестве денег используется реальный товар. В этой системе, основанной на товарном стандарте, в качестве денег используются как полноценные деньги, так и представители полноценных денег. В отличие от этой системы в основе системы неразменных денег лежит фидуциарный стандарт, по которому стоимость денег связана с верой людей в то, что они будут приняты в оплату товаров и услуг. Декретные деньги могут выпускаться правительствами, центральными банками и/или депозитными учреждениями.
6. В США в настоящее время действует бумажно-денежный стандарт; деньги ничем не обеспечены, кроме общественной веры в то, что их примут в оплату за товары и услуги. Бумажно-денежный стандарт предполагает акцепт денег и то, что их стоимость предсказуема с разумной точностью. При золотом стандарте национальная денежная единица определяется как фиксированное количество золота; правительство обязуется обменивать наличные деньги на золото по установленному курсу «по первому требованию».

Словарь терминов

Альтернативные издержки (*opportunity cost*) — экономические издержки любого вида деятельности, величина которых определяется размером максимального дохода от наиболее эффективной альтернативной деятельности.

Бартер (*barter*) — обмен товара или услуги на другой товар или услугу без использования денег.

Богатство (*wealth*) — чистая стоимость; стоимость активов за вычетом долговых обязательств в данный момент времени.

Бумажно-денежный (фидуциарный) стандарт (*fiduciary monetary standard*) — денежный стандарт, при котором наличные деньги не обеспечены ничем, кроме общественной веры в то, что они могут быть обменены на товары и услуги.

Валовой национальный продукт (ВНП) (*gross domestic product, GDP*) — рыночная стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных в течение определенного периода (обычно года) с использованием внутренних факторов производства данной страны.

Двойное совпадение потребностей (*double coincidence of wants*) — ситуация, когда индивид, имеющий товар *А* на продажу и желающий приобрести товар *Б*, находит другого индивида, у кого есть товар *Б* и кто хочет иметь товар *А*.

Деньги (*money*) — средство обращения, которое в данной экономической среде принимается продавцами в оплату их товаров и услуг, а также кредиторами в погашение долгов.

Дефляция (*deflation*) — снижение общего уровня цен в какой-либо период.

Единица счета (*unit of account*) — масштаб, с помощью которого выражаются цены и стоимости; принятая единица ценовой системы; основная функция денег.

Инфляция (*inflation*) — устойчивый рост общего уровня цен в какой-либо период.

Ликвидность (*liquidity*) — степень, в которой активы являются ликвидными, т. е. могут быть проданы за наличные при низких трансакционных издержках и без потери номинальной стоимости. Деньги, по определению, являются самым ликвидным активом.

Неразменные деньги (*fiat money*) — деньги, номинал которых выше их рыночной стоимости; бумажные деньги, не обеспеченные ничем, кроме веры в их универсальный акцепт, например банкноты и чековые депозиты.

Покупательная способность денег (*purchasing power of money*) — количество товаров и услуг, которые можно приобрести на денежную единицу.

Полноценные деньги (*full-bodied money*) — деньги, номинал которых равен их рыночной стоимости, например монеты из чистого золота или серебра.

Представители полноценных денег (*representative full-bodied money*) — деньги, имеющие незначительную товарную стоимость, но «опирающиеся» (могущие быть обмененными по фиксированному курсу) на ценный товар, например золото или серебро.

Система организованного бартера (*trading-post economy*) — бартерная торговля, при которой индивиды на постоянной основе обменивают товары и услуги непосредственно на другие товары и услуги.

Система чистого бартера (*pure barter economy*) — система обмена, в которой индивид, имеющий потребность в товарах или услугах, должен найти другого индивида, который хочет предоставить эти товары и услуги в обмен на товары и услуги, предоставляемые первым.

Средство обращения (*medium of exchange*) — любые активы или инструменты, принимаемые в оплату купленных товаров и услуг; основная функция денег.

Средство платежа (*standard of deferred payment*) — свойство актива, делающее его предпочтительным средством оплаты долгов, имеющих срок погашения в будущем; основная функция денег.

Средство сохранения стоимости (*store of value*) — способность товара сохранять стоимость во времени; основная функция денег.

Товарные деньги (*commodity monies*) — реальные товары, например шерсть, зерно или скот, имеющие одинаковую меновую и потребительную стоимость.

Товарный стандарт (*commodity standard*) — использование в качестве денег стандартизованных денежных знаков, чья стоимость обеспечена стоимостью реального товара, например золота или серебра.

Чековый депозит (текущий счет) (*checkable account*) — банковский депозит, который может быть непосредственно обменен вкладчиком на товары или услуги, которые он хочет приобрести.

Экономическое благо (*economic good*) — товар, количество которого ограничено.

Вопросы для самопроверки

1. Объясните своими словами функции денег.
2. Почему высокий уровень инфляции заставляет людей искать альтернативную денежную единицу, как в случаях, описанных в «Международном обзоре» на с. 9—10?

3. Объясните значение термина «двойное совпадение потребностей».
4. Есть ли существенная разница между системой чистого и организованного бартера? Обоснуйте свой ответ.
5. Объясните разницу между следующими терминами: полноценные деньги, представители полноценных денег, бумажно-денежный стандарт.

Задачи

1-1. Рассмотрите бартерную экономику, в которой производятся и продаются десять видов товаров и услуг. Сколько обменных курсов существует в такой экономике?

1-2. Предположим, что в некоторой гипотетической экономике производится и продается семь различных товаров. Сколько вариантов выражения цены каждого конкретного товара существует при бартерном обмене? Поскольку цена каждого конкретного товара может быть выражена через остальные товары, то может показаться, что в данный момент времени общее число цен всех товаров будет в семь раз больше. Часть этих цен, однако, окажется лишней. Каково фактическое число *различных* цен?

Рекомендуемая литература

Alchian Armen, Why Money? — Journal of Money, Credit, and Banking, 9 (1), February 1977, pp. 133—141.

Angell Norman, The Story of Money. — New York: Frederick A. Stokes Co., 1929.

Brunner Karl, Meltzer Allan A., The Uses of Money: Money in the Theory of an Exchange Economy. — American Economic Review, 61 (5), December 1971, pp. 784—805.

Einzig Paul, Primitive Money, 2 ed. — New York: Oxford University Press, 1966.

Nussbaum Arthur, A History of the Dollar. — New York: Columbia University Press, 1957.

Глава 2

Эволюция денег

Основные проблемы

1. Почему бартерная экономика обычно переходит в экономику с денежным обращением?
2. Что такое покупательная способность денег и как она определяется в экономике с товарными деньгами? Как в такой экономике определяется уровень цен товаров и услуг?
3. Как функционирует товарный стандарт, например золотой? Как при наличии золотого стандарта определяется покупательная способность денег и уровень цен товаров и услуг?
4. Что такое доход от эмиссии денег? Почему правительство, имеющее монополию на выпуск денег, может извлекать этот доход?
5. Каким образом можно выпускать общественно оптимальное количество денег по общественно оптимальной цене?

В главе 1 мы осветили основные проблемы, касающиеся денег, бартера и типов экономики с денежным обращением и бартерной экономики, которые существовали в человеческом обществе. Однако мы дали лишь общий обзор этих проблем. В этой главе мы детально объясним, почему экономика эволюционирует от бартерного обмена к сложным денежным и финансовым системам, которые существуют в настоящее время.

Кроме того, в главе 1 мы изложили концепцию товарных денег и товарного стандарта, но не разъяснили, как такие системы функционировали в прошлом. В данной главе мы даем такое разъяснение. Вас может удивить, что мы будем тратить время на рассмотрение таких денежных систем. На это есть две серьезные причины. Во-первых, современная система разменных денег существует с недавних пор и является *экспериментальной*; пока еще нет полной уверенности в том, чем этот эксперимент закончится — удачей или провалом. Во-вторых, из анализа функционирования денежной системы, базирующейся на товарных деньгах, можно извлечь много полезных уроков. Как вы узнаете, проблемы, существовавшие в таких системах, сохраняются и в настоящее время.

Эволюция денег[1]

История денег представляет собой движение от бартера к товарным деньгам, таким, как золотые и серебряные монеты, и далее от товарных денег к товарному стандарту, а затем к неразменным деньгам. Что являлось самым существенным в этом историческом развитии? Ответ скрыт в тех расходах, которые несет общество при использовании различных систем товарного обмена.

ИЗДЕРЖКИ ОБРАЩЕНИЯ

Приобретение товаров и услуг связано с расходами. Для покупки пищевых продуктов, например, вы должны выбрать наилучшее время покупки, исходя из своего режима дня.

[1] Данный раздел главы представляет собой введение к книге Роберта Кловера (*Clower R.*, Monetary Theory: Selected Readings. — New York: Penguin Books, 1969).

Затем вы должны добраться до гастронома, побродить по магазину, решая сложную задачу выбора определенных сортов из имеющихся в продаже в этот день, пройти контроль и, наконец, оплатить купленные товары. Только после всего этого продукты питания, которые вы хотели иметь, могут быть вами потреблены.

Издержки ожидания Пример покупки продуктов в гастрономе иллюстрирует виды расходов, которые несет индивид в процессе обмена. Эти расходы можно разделить на две категории. Один вид расходов мы назовем **издержками ожидания** (*waiting costs*). Для покупки продуктов в большинстве случаев приходится дожидаться подходящего момента, чтобы предпринять поход в гастроном, несмотря на то, что нам, возможно, хочется немедленно съесть, например, плитку шоколада. Хотя нам хочется шоколада, мы должны подождать с его покупкой, и *время ожидания* равносильно для нас определенным *издержкам*.

Далее, издержки ожидания растут с течением времени. Если нам действительно необходима «сахарная инъекция» и те калории, которые мы получим, съев шоколад, то чем дольше придется его дожидаться, тем больше будут издержки, которые мы понесем из-за ожидания момента покупки шоколада.

Рисунок 2-1 иллюстрирует зависимость между издержками ожидания и временем. По вертикальной оси графика отложены фактически понесенные издержки (связанные со страданиями, испытываемыми из-за неудовлетворенного желания съесть шоколад); по горизонтальной оси отложено время. *Кривая издержек ожидания* (*waiting cost schedule*) (C_W) имеет положительный наклон; это говорит о том, что издержки ожидания со временем возрастают.

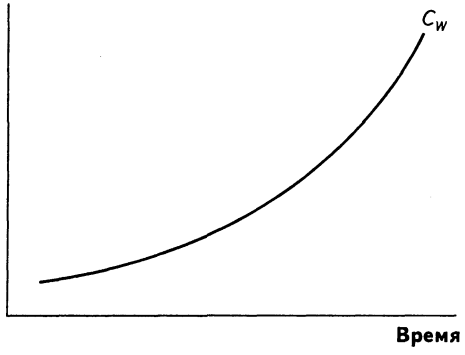


Рис. 2-1
Издержки ожидания. Издержки ожидания — это расходы, которые несет индивид по мере увеличения времени до получения необходимого товара. Чем дольше ожидание, тем выше издержки для индивида.

Трансакционные издержки Чтобы получить плитку шоколада, мы должны совершить поход в гастроном, затратить усилия на выбор и оплату шоколада. Все это требует затраты усилий и тем самым связано с определенными расходами, которые экономисты называют **трансакционными издержками** (*transaction costs*).

Предположим, что мы стремглав бросаемся в гастроном. Более того, допустим, что мы мчимся на машине, подвергая себя риску, чтобы сэкономить время. Предположим к тому же, что в магазине мы лавируем на бегу среди покупателей, сталкиваясь с ними, со скандалом продираемся через магазин, лезем без очереди к кассе, швыряем деньги кассирше и несемся обратно домой. Таким образом, мы купим шоколад быстро, но понесем большие затраты, особенно если по пути попадем в дорожно-транспортное происшествие или если подеремся с другим покупателем или продавцом.

Альтернативой является покупка шоколада в более спокойной — и менее затратной — манере. Это займет больше времени, но уменьшит трансакционные издержки при выборе и покупке шоколада.

Поэтому трансакционные издержки, которые мы несем в процессе обмена, уменьшаются с увеличением времени, затраченного на обмен. Рисунок 2-2 иллюстрирует зависимость между трансакционными издержками и временем. Отрицательный наклон *кривой трансакционных издержек* (*transaction cost schedule*) (C_T) показывает, что если обмен совершается быстро, то трансакционные издержки выше, чем в случае, когда обмен растягивается во времени.

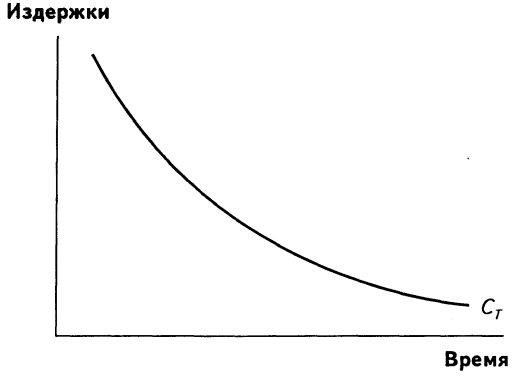


Рис. 2-2
Трансакционные издержки. Трансакционные издержки — это расходы, которые индивид несет при совершении торговой сделки. Совершение краткосрочных операций требует больших расходов, чем долгосрочные операции.

Общие издержки обращения и обмен с минимальными издержками Участвуя в обмене товара или услуги, индивид несет издержки ожидания и трансакционные издержки. Поэтому *общие издержки обращения* (*total exchange costs*) представляют собой сумму издержек ожидания (C_W) и трансакционных издержек (C_T). На рис. 2-3 показано, что можно сложить эти издержки, суммируя по вертикали кривые C_W и C_T; таким образом, мы суммируем оба вида издержек в каждый момент. Получается новый график, показывающий общие издержки обращения (C_E), которые несет участник сделки. Поскольку кривая общих издержек обращения представляет собой сумму графиков, один из которых характеризуется положительным наклоном кривой, а другой — отрицательным, то она имеет U-образную форму.

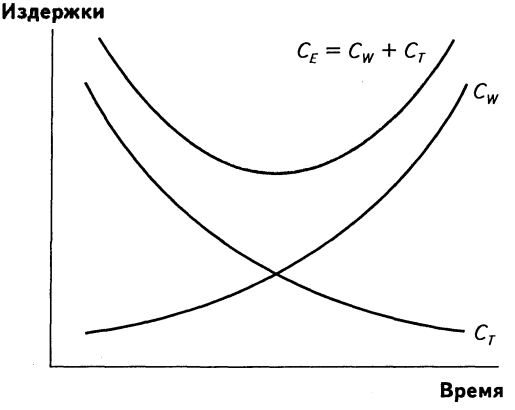


Рис. 2-3
Общие издержки обращения. Общие издержки обращения представляют собой сумму издержек ожидания и трансакционных издержек. Поэтому график общих издержек обращения получается суммированием графиков издержек ожидания и трансакционных издержек для любого возможного временного интервала.

Целью индивида является совершение обмена с минимально возможными общими издержками. Минимизация издержек требует, чтобы сделка была совершена за время, обозначенное на рис. 2-4 как T^*. При таком времени достигается минимальный уровень издержек обращения (C_E^*).

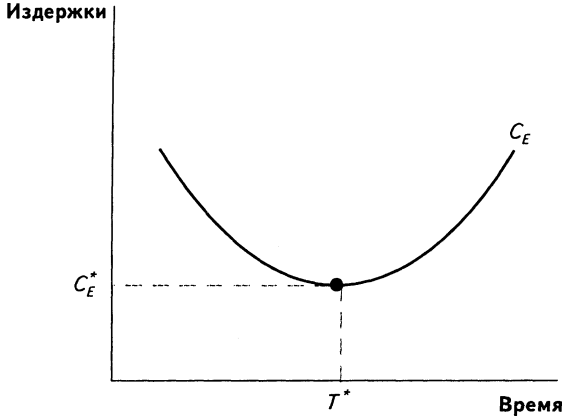


Рис. 2-4
Минимальные издержки обращения. Целью индивида, желающего совершить обмен, является минимизация общих издержек обращения, которые он несет. Соответствующая точка минимальных издержек (C_E^*) показана на кривой общих издержек обращения. В этой точке индивид затрачивает на совершение обмена оптимальное время (T^*).

ИЗДЕРЖКИ ОБРАЩЕНИЯ И ЭВОЛЮЦИЯ ДЕНЕГ

Издержки ожидания не связаны с типом системы торговли, используемой в данной экономике. Например, рассмотрим опять потребность в шоколаде. Издержки, которые мы несем, ожидая, когда появится возможность купить плитку шоколада, будут одинаковыми независимо от того, намерены ли мы приобрести ее путем бартерного обмена на некоторое количество ванильного мороженого или используя в качестве средства обращения золотые самородки, серебряные монеты или банкноты ФРС и медные монеты. Для данного индивида и определенного товара или услуги конфигурация кривой издержек ожидания не зависит от формы системы торговли в экономике.

Трансакционные издержки и системы торговли Напротив, трансакционные издержки, которые приходится нести в процессе совершения обмена, существенно меняются в зависимости от используемой системы торговли. При чистом бартере с присущей ему необходимостью двойного совпадения потребностей, эти издержки очень велики при любом времени ожидания. Как показано на рис. 2-5, в системе организованного бартера трансакционные издержки снижаются благодаря тому, что покупатели имеют больше информации о местонахождении продавцов.

Рис. 2-5
Трансакционные издержки при различных системах торговли. По мере эволюции от бартерной экономики ко все более сложным денежным системам трансакционные издержки, связанные с совершением обмена, снижаются для любого временного интервала.

Участники сделок купли-продажи еще больше экономят на трансакционных издержках, если используют товарные деньги в процессе обмена в системе организованного бартера (рис. 2-5). Экономия становится еще ощутимее при замене товарных денег обычными деньгами, так что трансакционные издержки для данного времени ожидания, как правило, ниже, если используется товарный стандарт. Наконец, переход к системе неразменных денег исключает необходимость хранения складских запасов товаров в обеспечение используемых денежных единиц, что дает дополнительное снижение трансакционных издержек, как показано на рис. 2-5.

Снижение издержек обращения и эволюция денежной системы На рис. 2-6 показано, как меняется форма кривой общих издержек обращения по мере эволюции экономики от чисто бартерной системы к системе с неразменными деньгами. Поскольку в ходе этой эволюции издержки ожидания не меняются, а трансакционные издержки снижаются, то и минимальные издержки обращения снижаются. Сокращается и временной интервал, соответствующий минимальным издержкам обращения. В целом эволюция в системе неразменных денег приводит как к удешевлению процесса обмена, так и к уменьшению затрачиваемого на него времени. Выигрывает как каждый индивид, так и общество в целом. Этим снижением издержек и объясняется исторически происшедший переход к системе неразменных денег, существующий в настоящее время.

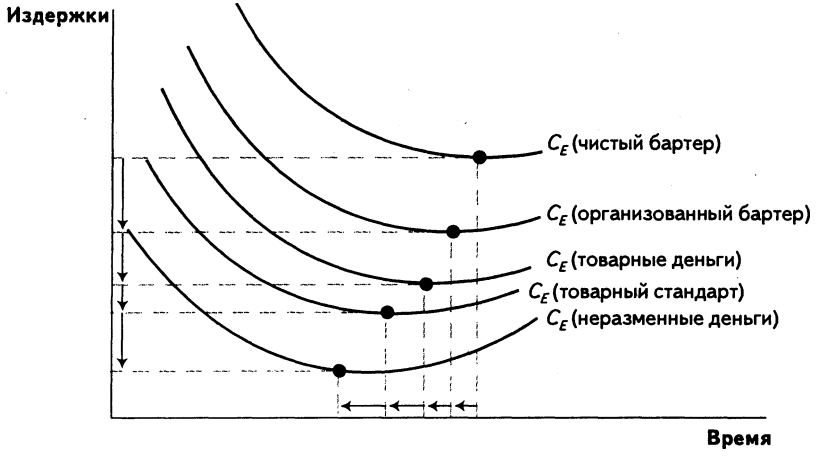


Рис. 2-6
Издержки обращения и эволюция торговых и денежных систем. По мере эволюции от бартерной экономики ко все более сложным денежным системам трансакционные издержки и общие издержки обращения снижаются. Соответственно снижаются минимальные издержки обращения и время, затрачиваемое на него.

Уроки прошлого: товарные деньги и товарный стандарт

В настоящее время в США используется система неразменных денег. Это, однако, не означает, что не следует изучать другие типы денежных систем. Их надо изучать по двум причинам. Во-первых, не исключено, что в будущем мы вернемся к системе товарных денег. С тех пор как США более двух десятилетий назад отказались от золотого обеспечения бумажных денег, не раз звучали призывы вернуться к золотому стандарту. Для того чтобы оценить смысл этих призывов, необходимо понять, как функционирует система товарных денег.

Во-вторых, изучение экономики с системой товарных денег может много дать для понимания зависимости между денежной массой в обращении и другими экономическими параметрами, например ценами. Мы увидим далее, что из изучения системы товарных денег можно извлечь много полезных уроков.

ЭКОНОМИКА С СИСТЕМОЙ ТОВАРНЫХ ДЕНЕГ[1]

В системе товарных денег в качестве денег функционирует какой-то определенный товар. Как отмечалось выше, исторически индивиды и государства использовали в качестве денег самые разные товары. Чаще всего, однако, таким товаром являлось золото. Поэтому в дальнейшем анализе мы будем считать, что именно золото является товарными деньгами. Тем не менее важно понять, что экономическая теория не изменится от того, какой товар будет использоваться в качестве денег.

Спрос на золото Характерной чертой системы товарных денег является то, что товар, используемый в качестве денег, часто имеет и другие применения. Золото — типичный пример этому. Исторически люди использовали золотой песок, самородки и слитки в качестве денег, но отдельные индивиды переплавляли и обрабатывали золото для применения в самых разных целях. Золото широко используется в ювелирном деле. Оно имеет также и промышленное применение, например в настоящее время золотом покрывают электрические контакты в компонентах компьютеров и высококлассных электронных приборах.

Используется ли золото в качестве денег или в иных целях, оно имеет свою цену, которая определяется количеством других товаров и услуг, которые необходимо отдать за определенное количество золота. Обозначим эту цену P_G, она измеряется количеством единиц товаров и услуг на весовую единицу золота. (Напомним, что в системе товарных денег, в качестве которых используется золото, не существует долларов, франков, иен и т. д., которые можно было бы использовать в качестве единицы счета для определения цены золота или других товаров и услуг). Кроме того, предположим, что на золото распространяется закон спроса, который действует для всех других товаров: по мере роста цены золота при прочих равных условиях уменьшается спрос на него независимо от того, в каких целях оно используется.

На рис. 2-7 приведена кривая спроса на золото, используемое в качестве денег и в других целях. График на рис. 2-7*А*, обозначенный как G_M^d, отражает спрос на золото как денежный товар. Как видно из графика, спрос на золото, используемое в качестве денег (G_M), уменьшается с ростом цены золота (P_G). Например, если цена золота равна P_G^0, то спрос на золото, используемое как деньги, равен G_M^0. Если цена на золото поднимется до величины P_G^1, то спрос на золото, используемое в качестве денег, упадет до величины G_M^1.

Аналогично график на рис. 2-7*Б*, обозначенный G_N^d, отражает спрос на золото, используемое в неденежных целях. Кривая показывает, что спрос на золото, используемое в неденежных целях (G_N), также уменьшается с ростом цены золота (P_G). Например, при цене золота P_G^0 спрос на золото, используемое для изготовления ювелирных украшений, в промышленных и других целях, равен G_N^0. Рост цены золота до величины P_G^1 снижает спрос на золото, используемое в указанных целях, до величины G_N^1.

---

[1] Дискуссия о функционировании системы товарных денег представлена в книге Дж. Пирса (*Pierce James*, Monetary and Financial Economics. — New York: John Wiley and Sons, 1984, chapter 2).

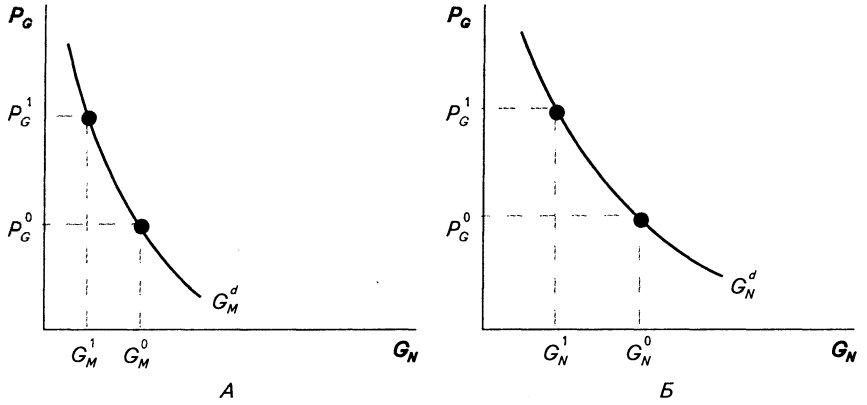


Рис. 2-7

Графики спроса на золото. Золото имеет два различных применения: оно может использоваться как деньги или в других целях (например, в промышленности или ювелирном деле). В любом случае спрос на золото падает с ростом цены на золото, определяемой количеством товаров и услуг в расчете на весовую единицу золота. Поэтому кривая спроса на золото, используемое в качестве денег (G_M^d), показанная на рис. *А*, имеет отрицательный наклон; точно так же кривая спроса на золото, используемое в неденежных целях (G_N^d), показанная на рис. *Б*, имеет отрицательный наклон.

При цене золота P_G^0 спрос на золото для денежных целей (рис. *А*) равен G_M^0, а спрос на золото для других целей (рис. *Б*) равен G_N^0. Если цена на золото возрастает до величины P_G^1, спрос на золото для денежных целей падает до величины G_M^1 (рис. *А*), а спрос на золото для других целей падает до величины G_N^1 (рис. *Б*).

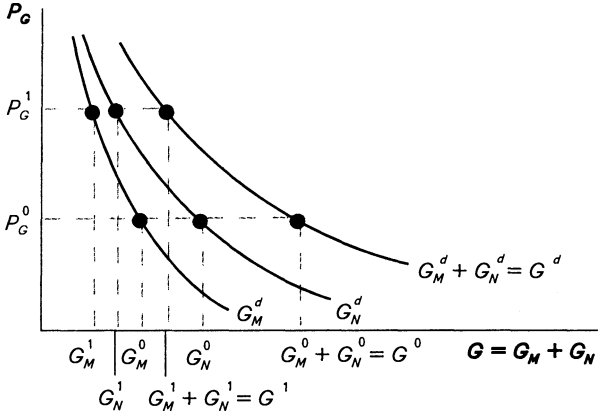


Рис. 2-8

Совокупный спрос на золото. Кривая совокупного спроса на золото (G^d) строится суммированием по горизонтали кривых спроса на золото в денежных и других целях. Например, при цене на золото P_G^0 совокупный спрос на золото равен G^0. Совокупный спрос на золото является суммой величины G_M^0 — спроса на золото для денежных целей при данной цене на золото — и величины G_N^0 — спроса на золото для других целей при данной цене на золото. Аналогично при цене на золото P_G^1 совокупный спрос на золото (G^1) равен сумме G_M^1 и G_N^1 — сумме объемов спроса на золото соответственно в денежных и других целях при более высокой цене на золото. Рост цены на золото уменьшает совокупный спрос на него.

На рис. 2-8 показано построение кривой совокупного спроса на золото. Эта кривая получена суммированием по горизонтали кривых G_M^d и G_N^d, т. е. при цене золота P_G^0 совокупный спрос на золото $G^0 = G_M^0 + G_N^0$. Аналогично при цене золота P_G^1 совокупный спрос на золото уменьшается до $G^1 = G_M^1 + G_N^1$. Таким образом, кривая совокупного спроса на золото ($G^d = G_M^d + G_N^d$) показывает совокупный спрос на золото, используемое как в качестве денег, так и в других целях, при данной цене на золото, определяемой как количество товаров и услуг, которое должно быть отдано в обмен за весовую единицу золота.

Предложение золота Кривая предложения золота, приведенная на рис. 2-9 и обозначенная G^s, имеет положительный наклон. Причина состоит в том, что для того, чтобы больше золота, используемого в качестве денег или в ювелирных, промышленных и других целях, добывалось, перевозилось и извлекалось из руд, цена на него должна расти. Это значит, что количество товаров и услуг, которое производители золота получают за каждую весовую единицу золота, должно возрастать, если необходимо, чтобы производители увеличили производство и продажу золота.

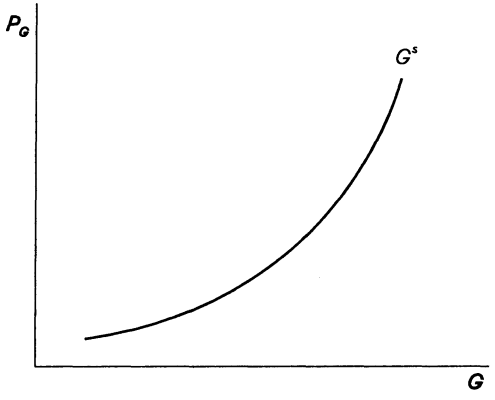


Рис. 2-9
Предложение золота. Кривая предложения золота (G^s) растет с ростом цены на золото, измеренной в товарных единицах на весовую единицу золота. По мере того как количество товаров и услуг, которое производители золота получают в обмен на каждую весовую единицу золота, растет, они поставляют большее количество золота.

Равновесие на рынке золота Рисунок 2-10 иллюстрирует состояние равновесия на рынке золота. Равновесие на этом рынке возникает, когда совокупный спрос на золото равен совокупному предложению золота. Это состояние достигается в точке, в которой график спроса на золото (G^d) пересекается с графиком предложения золота (G^s); эта точка обозначена на рисунке как G^0. Цена золота устанавливается на таком уровне, чтобы достигалось равенство спроса и предложения золота; это имеет место при равновесной цене золота P_G^0, как показано на рис. 2-10.

Равновесная цена золота (P_G^0) измеряется количеством товаров и услуг в расчете на весовую единицу золота. Поэтому эта равновесная цена показывает, сколько единиц товаров и услуг можно купить за весовую единицу золота. Таким образом, равновесная цена золота является мерой *покупательной способности золотых денег* (*purchasing power of gold money*), которая представляет собой стоимость единицы массы золота, выраженную в товарах и услугах.

На рис. 2-10 приведен также график спроса на золото, используемое в качестве денег. При равновесной цене золота (P_G^0), когда *совокупный* спрос на золото равен

совокупному предложению золота, количество золота, необходимого для использования в качестве денег, составляет G_M^0. Равновесный объем совокупного спроса на золото есть G^0, поэтому спрос на золото, используемое в неденежных целях, равен разности $G^0 - G_M^0 = G_N^0$.

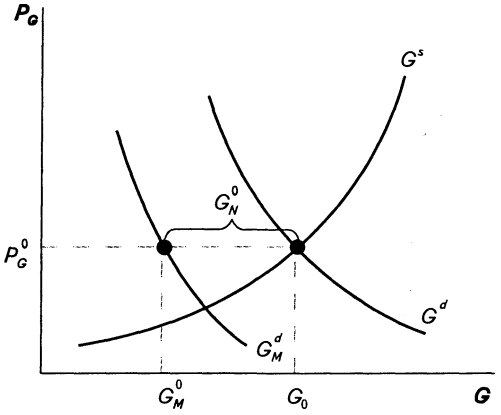


Рис. 2-10

Равновесие на рынке золота. Равновесие на рынке золота наступает в точке, в которой кривая совокупного спроса на золото (G^d) пересекается с кривой совокупного предложения золота (G^s). Равновесный объем спроса и предложения золота равен G^0 при цене на золото (P_G^0).

При этой цене золота спрос на золото, используемое для денежных целей, есть G_M^0, а спрос на золото, используемое для других целей, есть $G^0 - G_M^0 = G_N^0$. Поскольку уровень цен на товары и услуги есть величина, обратная цене золота, равновесный уровень цен в такой экономике есть $1/P_G^0$.

Золотые деньги и общий уровень цен В системе товарных денег, в качестве которых используется золото, не существует долларов или других денежных единиц; золото функционирует как средство обращения, средство сохранения стоимости, средство платежа и единица счета. Поскольку золото является единицей счета, цены всех товаров и услуг измеряются количеством золота. Иными словами, единицей измерения цен товаров (услуг) является масса золота в расчете на товарную единицу.

Напомним, что цена (покупательная способность) золота (P_G) измеряется количеством товаров и услуг в расчете на весовую единицу золота. Величина, обратная цене золота ($1/P_G$), является, следовательно, количеством золота в расчете на товарную единицу. Эта обратная величина есть мера общего уровня цен на товары и услуги в данной экономике. Поэтому, если рынок золота находится в равновесии при цене золота (покупательной способности золота) P_G^0 (рис. 2-10), уровень цен на товары и услуги есть величина, обратная равновесной цене золота, т. е. величина $1/P_G^0$ Например, если P_G^0 равно 0,5 товарной единицы в расчете на весовую единицу золота, уровень цен будет равен $1/P_G^0$ = 1/(0,5 товарной единицы в расчете на весовую единицу золота) = 2 весовые единицы золота в расчете на товарную единицу, т. е. в данной экономике необходимы в среднем две весовые единицы золота, чтобы приобрести стандартизованную товарную единицу.

Влияние открытия золотого месторождения на цену золота и общий уровень цен товаров и услуг Предположим, что открыто большое месторождение золота. При любой данной цене на золото предложение золота увеличится. Поэтому кривая предложения золота сместится вправо (рис. 2-11). Появится избыток предложения золота при первоначальной равновесной цене на золото (P_G^0). В результате равновесная цена золота упадет до величины P_G^1. Равновесный объем совокупного спроса и предложения золота увеличится с G_0 до G_1.

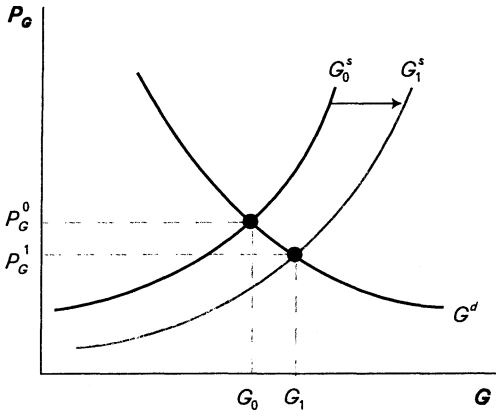


Рис. 2-11
Влияние открытия золотого месторождения. Если производители золота открывают его новое месторождение, то при любой цене на золото его предложение увеличивается; кривая предложения золота смещается вправо. Первоначальной равновесной цене на золото (P_G^0) теперь соответствует избыток предложения золота. Производители золота будут снижать его цену до тех пор, пока не будет достигнута новая равновесная цена P_G^1, при которой спрос на золото (G_1) снова станет равным его предложению. Поскольку уровень цен на товары и услуги является величиной, обратной цене на золото, снижение цены золота приводит к росту уровня цен на другие товары и услуги. Открытие месторождения золота вызывает инфляцию, так как требуется большее количество золота, чтобы приобрести единицу товара, отличного от золота.

В результате открытия золотого месторождения равновесная цена золота (P_G), измеряемая количеством товаров и услуг, которые должны быть отданы за весовую единицу золота, уменьшается. Это означает, что общий уровень цен на товары и услуги ($1/P_G$), измеряемый количеством золота, которое должно быть отдано за товарную единицу, возрастает. Иначе говоря, общий уровень цен на товары и услуги растет. Можно сделать вывод, что открытие месторождения золота приводит к инфляции в денежной системе, основанной на золоте. Инфляция в свою очередь сопровождается падением цены на золото, или снижением покупательной способности золотых денег. Иными словами, необходимо большее количество весовых единиц золота, чтобы приобрести то же самое количество отличных от золота товаров и услуг.

В истории было множество примеров того, как открытие золотых месторождений вызывает инфляцию. Например, когда в XVI в. испанские конкистадоры ограбили туземные племена в Америке и переправили золото из Америки в Европу, там возникла значительная инфляция. Из этого примера можно извлечь и более глубокий урок: рост предложения денег (не только предложения товарных денег, которые используются как золото) приводит к росту уровня номинальных цен. Как мы увидим, это обычно справедливо для любого типа денежной системы.

Влияние роста спроса на золото на цену золота и общий уровень цен товаров и услуг. Рассмотрим теперь, что произойдет в системе товарных денег, основанной на золоте, если возрастет спрос на золото. Конкретнее, предположим, что открыта новая область промышленного применения золота. Как показано на рис. 2-12, это приведет к росту совокупного спроса на золото. Поскольку спрос на золото возрос, появился избыток спроса на золото при первоначальной равновесной цене золота (P_G^0). В результате равновесная цена золота вырастет до величины P_G^1; это значит, что количество товаров и услуг, которые надо отдать за весовую единицу золота, возрастет. Соответственно, количество золота, необходимого, чтобы приобрести товарную единицу, уменьшится; уровень цен на товары и услуги снизится. Таким образом, рост спроса на золото снижает общий уровень цен на товары и услуги, т. е. происходит

дефляция. Эта дефляция сопровождается в свою очередь ростом цены на золото или ростом покупательной способности золотых денег.

Этот пример показывает, каким образом уровень цен зависит от условий на рынке товара (в данном случае золота), который используется в качестве денег. Хотя рост совокупного спроса на золото связан с увеличением спроса на золото, используемое не в качестве денег, золото является товарными деньгами; поэтому рост спроса на него повлиял на цены товаров и услуг, измеряемые количеством золота.

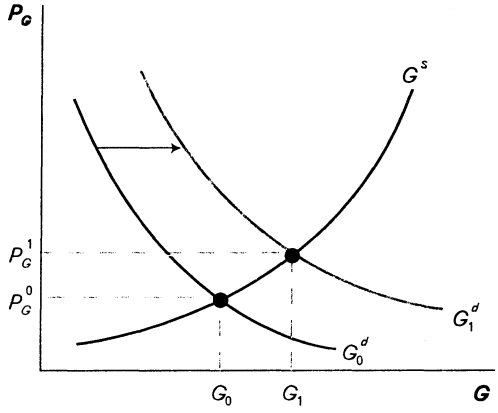


Рис. 2-12

Влияние роста спроса на золото. Если открыто новое промышленное применение золота, то совокупный спрос на золото возрастет при любой его цене; кривая спроса на золото сдвинется вправо. При первоначальной цене золота (P_G^0) возникнет избыток спроса на золото. Покупатели золота станут набавлять цену на него до уровня, при котором спрос на золото (G_1) вновь окажется равным его предложению, но уже при новой равновесной цене золота (P_G^1). Поскольку уровень цен на товары и услуги есть величина, обратная цене на золото, рост его равновесной цены приведет к тому, что уровень цен на другие товары и услуги упадет. Возрастание спроса на золото при прочих равных условиях приводит к дефляции.

СИСТЕМА ТОВАРНОГО СТАНДАРТА

Почти на всем протяжении истории США золото было основой денежной системы страны. Международный золотой стандарт эффективно функционировал с начала XIX в. до первой мировой войны, а США использовали золотой стандарт до 1933 г., всего на два года дольше, чем Великобритания. Причина столь длительного существования золотого стандарта заключалась в том, что имелись механизмы, которые предотвращали влияние открытия золотых месторождений или внезапных изменений спроса на золото на общий уровень цен товаров и услуг.

Денежная база Введение золотого стандарта означает, что в основу национальной денежной системы положено определенное количество золота. Как и в системе товарных денег, базирующейся на золоте, люди могут использовать это золото в качестве денег и в других целях. Количество золота, которое лежит в основе системы золотого стандарта, экономисты называют **золотым резервом** (*gold bullion*).

При полном золотом обеспечении обращающихся денег величина золотого резерва образует национальную **денежную базу** (*monetary base*). Денежная база представляет собой именно то, что следует из ее названия: она является базовым количеством золота, положенным в основу национальной денежной системы.

При товарном стандарте уже нет необходимости измерения цен товаров и услуг в весовых единицах золота. Вместо этого цены измеряются в *денежных единицах* (*currency units*), например в долларах в расчете на товарную единицу, т. е. валюта функционирует как средство обращения, единица счета, средство сохранения стоимости и средство платежа. Однако стоимость денег связана с золотом. Эта связь проявляется в том, что устанавливается *обменный курс* (*rate of exchange*) национальной валюты на золото.

В прошлом, как правило, «центральный банк», например частный банк, такой, как Банк Англии (*Bank of England*), который находился в частном владении с 1694 по 1946 г., или государственный орган, например Федеральная резервная система, фиксировали обменный курс валюты (фунта или доллара) на золото на определенном уровне. Центральные банки могли это делать благодаря тому, что всегда были готовы купить или продать любое количество золота за строго определенное количество валюты. Этим обеспечивалось то, что никто не мог купить золото по меньшей или продать по большей цене, выраженной в валюте, чем цена, фиксированная центральным банком.

Предположим, например, что золотой резерв составляют 100 000 тройских унций золота и что фиксированный обменный курс доллара на золото, установленный правительством, равен 30 долл. за тройскую унцию золота. Тогда общая *долларовая стоимость* золотого резерва равна 30 долл. за тройскую унцию, умноженным на 100 000 тройских унций, т. е. 3 млн. долл.

Денежная масса и уровень цен Денежная масса в обращении в условиях золотого стандарта имеет по крайней мере два компонента. Один — это реальное золото в золотом резерве, обычно в форме золотых монет или тщательно взвешенных и промаркированных слитков золота, которые могут служить средством обращения и, следовательно, являются деньгами. Другой компонент — обеспеченные золотом денежные знаки, используемые в качестве средства обращения. Они могут существовать в нескольких возможных формах: обеспеченные золотом монеты, денежные знаки, выпущенные частными банками, или денежные знаки, выпущенные правительством. Исторически разные страны использовали все эти виды денег в условиях золотого стандарта.

Что получает общество от использования товарного стандарта? Как уже отмечалось, одно из его преимуществ — более низкие трансакционные издержки. Денежные знаки, выпущенные частными банками или правительством, гораздо легче использовать как средство платежа, чем тяжелый металл вроде золота.

Есть, однако, и другое *потенциальное* преимущество. В условиях золотого стандарта правительство может вести определенную политику регулирования количества денег в обращении. Например, в системе, в которой в качестве денег циркулируют банкноты частного банка, правительство (или центральный банк) может устанавливать соотношение между количеством банкнот, которое выпускает банк, и золотым резервом, т. е. **золотое покрытие** (*gold reserve ratio*). Путем такого регулирования правительство может влиять как на количество банкнот, так и на размер золотого резерва, т. е. оно может воздействовать на объем денежной массы в обращении.

Правительственная политика может влиять на уровень цен товаров и услуг в условиях золотого стандарта. Поскольку правительство устанавливает стоимость бумажных денег и монет в золоте, равновесие на рынке золота по-прежнему определяет равновесный уровень цен на товары и услуги в золотом выражении. Хотя цены в магазинах выражены в долларах, золотое содержание доллара фиксировано, поэтому долларовая цена эквивалентна выраженной непосредственно в весовых единицах золота. Например, если цена платья 60 долл., а обменный курс доллара на золото равен 30 долл. за тройскую унцию золота, то цена платья в весовых единицах золота равна в тройских унциях 60 долл., деленным на 30 долл. за тройскую унцию, т. е. 2 тройским унциям.

Таким образом, в условиях золотого стандарта уровень цен в весовых единицах золота остается величиной, обратной цене золота, выраженной в товарных единицах, как и в системе товарных денег, основанной на золоте (рис. 2-10). Уровень цен товаров и услуг в долларах может быть рассчитан путем деления уровня цен в золотом выражении на обменный курс доллара на золото.

Это не означает, тем не менее, что золотой стандарт идентичен системе товарных денег, основанной на золоте. В условиях золотого стандарта правительство может влиять на положение кривой спроса на золото. Оно может это делать путем изменения золотого покрытия: для того чтобы увеличить спрос на золото, правительство может потребовать, чтобы банки хранили в большем объеме золотые резервы в обеспечение выпущенных ими денежных знаков и монет; для того чтобы уменьшить спрос на золото, правительство может уменьшить требуемое от банков золотое покрытие. Таким образом, в принципе правительство может изменять золотое покрытие так, чтобы *стабилизировать цену на золото*, несмотря на открытие новых золотых месторождений или изменение спроса на золото, используемое в промышленных целях. Стабилизируя цену на золото, правительство может стабилизировать и уровень цен на товары и услуги.

МОНОПОЛЬНАЯ ЭМИССИЯ ДЕНЕГ

Поскольку проведение централизованной политики в условиях товарного, в частности золотого, стандарта может стабилизировать цены, правительства в определенный момент истории приняли на себя ответственность за контроль над национальными денежными системами. В прошлом многие правительства требовали от своих граждан, чтобы они использовали только выпущенные правительством деньги в качестве единственного законного средства обращения. Если правительство принимает на себя ответственность и устанавливает контроль над выпуском денег, оно становится *монопольным эмитентом* (*monopoly producer*) денег. Оно является единственным источником, из которого граждане государства могут получить законно признанное и широко применяемое средство обращения.

МОДЕЛЬ ДЕНЕГ В УСЛОВИЯХ МОНОПОЛИИ

Предположим, правительство объявило, что только золотые монеты с определенным официальным знаком (например, с портретом главы правительства) являются *законными* деньгами, которые могут передаваться в оплату за товары и услуги. Предположим также, что правительство успешно добивается выполнения этого постановления с помощью системы строгих наказаний. (В дальнейшем будет показано, что у правительства могут быть причины строго преследовать нарушителей такого постановления.) Рассмотрим, как будет функционировать рынок золотых монет.

Ситуация на рынке золотых монет (GC) в условиях, когда правительство является их монопольным эмитентом, показана на рис. 2-13. Причем GC^d — кривая спроса на золотые монеты. Поскольку правительство — единственный эмитент золотых монет, у него нет конкурентов в удовлетворении спроса на золотые монеты.

Будучи единственным эмитентом золотых монет, правительство может устанавливать любую цену (P_{GC}) на них, определяемую как число товарных единиц в расчете на одну золотую монету. Поэтому **предельный доход** (*marginal revenue*), который правительство получает от выпуска золотых монет, т. е. доход с каждой отчеканенной монеты, зависит от количества изготовленных монет, и его изменения представлены на графике предельного дохода (MR) (рис. 2-13).

Допустим, что **предельные издержки** (*marginal cost*) выпуска золотых монет, т. е. дополнительные издержки, связанные с чеканкой каждой последующей монеты, постоянны. Тогда график предельных издержек представляет собой горизонтальную прямую MC (рис. 2-13). Если сделанное предположение справедливо, правительство несет одинаковые издержки при выпуске каждой монеты. Это означает, что средние общие издержки (ATC) выпуска золотых монет, т. е. общие издержки, усредненные по всем отчеканенным монетам, постоянны и равны предельным издержкам (MC).

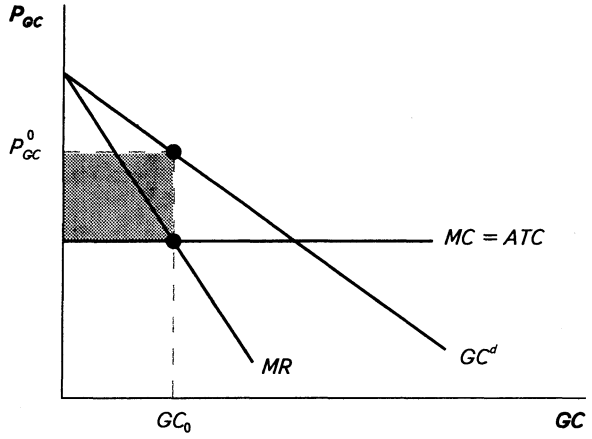


Рис. 2-13

Монопольный выпуск золотых монет. Если правительство является монопольным поставщиком золотых монет, оно одно удовлетворяет спрос граждан на эти монеты, представленный графиком GC^d, и получает соответствующий предельный доход, представленный графиком *MR*. Если предположить, что предельные издержки выпуска монет для правительства постоянны, то график предельных издержек — горизонтальная прямая, а сами предельные издержки равны средним издержкам выпуска каждой монеты.

Если цель правительства — максимизировать доход от эмиссии денег, то оно выпускает такое количество монет, чтобы предельный доход был равен предельным издержкам выпуска последней монеты, что соответствует объему выпуска GC_0. Правительство устанавливает цену, которую граждане хотят и могут заплатить за монеты, а именно цену P^0_{GC}, измеренную в товарных единицах за одну монету. Тогда максимизированный доход правительства от эмиссии денег равен: (P^0_{GC} — *ATC*), умноженное на GC_0; он представлен на рисунке заштрихованным прямоугольником. Уровень цен в экономике есть величина, обратная цене золотых монет, т. е. величина $1/P^0_{GC}$, измеряемая числом золотых монет на товарную единицу.

Доход от эмиссии денег Сколько монет выпустит правительство и какова будет цена золотой монеты? Как мы увидим, это зависит от целей правительства. Предположим пока, что его целью является максимизация дохода от выпуска золотых монет, используемых гражданами в качестве средства обращения. Если цель правительства именно такова, то оно будет чеканить монеты в таком количестве, чтобы предельный доход от выпуска в точности равнялся предельным издержкам; пусть этому соответствует некоторая величина GC_0. Если правительство выпустило монет меньше, чем GC_0, то предельный доход от выпуска большего количества превысил бы предельные издержки, поэтому правительство увеличит объем выпуска. Если оно отчеканило монет больше, чем GC_0, то предельные издержки выпуска большего количества монет превысили бы предельный доход, поэтому правительство уменьшит объем выпуска.

Правительство установит цену на золотые монеты в размере, который граждане готовы заплатить за выпущенное количество монет. Эта цена равна P^0_{GC}. По определению, доход, который правительство получит при этой цене, равен цене золотых монет (определяемой числом товарных единиц за одну золотую монету), умноженной на число выпущенных монет, т. е. P^0_{GC}, умноженное на GC_0. Например, если цена золотых монет равна 0,75 товарной единицы за одну монету, а количество выпущенных монет — 20 млн., то общий доход, который правительство получит от выпуска монет, равен 15 млн. товарных единиц. Следовательно, чтобы иметь средство обраще-

ния, выпуск которого осуществляет правительство (золотые монеты), гражданам государства придется пожертвовать 15 млн. единиц реальных товаров и услуг.

Общие издержки выпуска золотых монет для правительства равны средним общим издержкам (ATC), умноженным на выпущенное количество монет. Например, если ATC равны 0,5 товарной единицы на монету и количество монет, выпущенных правительством, равно 20 млн., то общие издержки, т. е. расходы правительства на выпуск монет, составят 10 млн. товарных единиц.

Разность между общим доходом и общими издержками в этом примере равна 5 млн. товарных единиц. Эта величина будет максимальной прибылью, которую правительство получит в результате осуществления монопольного права на выпуск золотых монет. Экономисты называют такого рода монопольную прибыль **доходом от эмиссии денег (сеньоражем)** (*seigniorage*). Доход от эмиссии денег измеряется в единицах реальных товаров и услуг. Это означает, что данный доход равен определенному количеству реальных ценностей, которые граждане передают правительству, монопольно выпускающему золотые монеты. Иными словами, доход от эмиссии денег эквивалентен определенному налогу, которым правительство облагает граждан.

Мы рассчитали величину дохода от эмиссии денег, вычтя общие расходы правительства, которые равны ATC, умноженным на GC_0 (рис. 2-13), из общего дохода правительства, который равен P^0_{GC}, умноженному на GC_0. Разница между этими величинами представлена заштрихованным прямоугольником на рисунке. Эта площадь, таким образом, есть максимальная величина дохода от эмиссии денег (измеренного в единицах товаров и услуг), который может получить правительство благодаря монополии на выпуск золотых монет.

Обратим внимание на то, что доход от эмиссии денег возникает в том случае, когда цена, т. е. рыночная стоимость, золотой монеты превышает среднюю стоимость материала (например, золота), используемого для изготовления монет. Доход от эмиссии денег, таким образом, является налогом, собираемым правительством за превращение металла в заслуживающие доверия законно обращающиеся деньги.

Формулируя исходные данные для нашего примера, предположим, что правительство накладывает строгие наказания на нарушителей своих постановлений относительно использования золотых монет. Зачем это нужно правительству? Причина в том, что ему необходимо поддерживать спрос на деньги. Если правительство позволит гражданам использовать деньги другого типа, спрос на монеты, которые оно выпускает, упадет. Это уменьшит доходы правительства и, следовательно, величину дохода от эмиссии денег, который оно получает. Если доход от эмиссии денег является важной статьей государственных доходов, то правительство может считать строгие наказания за использование других видов денег вполне разумной политикой.

Фальсификация монет и инфляция Предположим, что правительство нашло способ сократить предельные издержки выпуска золотых монет. Простым способом такого сокращения может быть, например, уменьшение количества золота в каждой монете. К примеру, правительство может начать выпуск монет из сплава, содержащего 10% золота и 90% латуни. Монета по-прежнему будет выглядеть как золотая, но станет гораздо дешевле для производителя. Экономисты называют такую практику уменьшения золотого содержания монет, которая на протяжении истории была общепринятой нормой для правительств, выпускавших золотые монеты, **фальсификацией (порчей) монет** (*debasement*).

На рис. 2-14 показаны последствия фальсификации монет. Снижая предельные и средние издержки выпуска денег, фальсификация монет делает для правительства

выгодным выпуск их большого количества; объем выпуска возрастает с величины GC_0 до величины GC_1. Правительство также устанавливает цену за монеты (P^1_{GC}) более низкую, чем P^0_{GC}. Как видно из рис. 2-14, фальсификация монет дает большой доход от эмиссии денег, из-за чего правительства часто прибегали к этой мере.

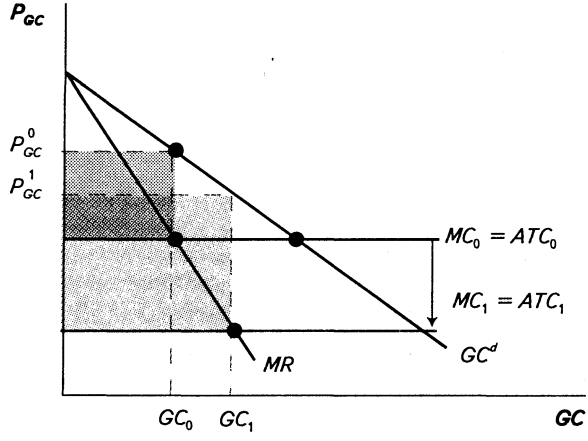


Рис. 2-14

Последствия фальсификации золотых монет. Если правительство выпускает неполноценные золотые монеты, уменьшая в них содержание золота, то это снижает предельные издержки выпуска золотых монет. Объем выпуска монет, максимизирующий доход от эмиссии денег, возрастает до величины GC_1, а максимизирующая этот доход цена, устанавливаемая правительством, падает до уровня P^1_{GC}. Площадь прямоугольника, соответствующая размеру дохода от эмиссии денег, как показано на рисунке, возрастает, т. е. в результате фальсификации монет доход от эмиссии денег становится больше. Поскольку величина, обратная цене монеты, есть уровень цен товаров и услуг, то падение цены монеты вызывает рост уровня цен, т. е. инфляцию.

Напомним, что цена золотых монет измеряется в товарных единицах за одну монету. Эта цена показывает, какое количество товаров и услуг может быть куплено на одну золотую монет, т. е. характеризует ее покупательную способность. Поэтому фальсификация монет снижает покупательную способность золотых денег, которые правительство монопольно выпускает. Величина, обратная цене монеты, измеряется количеством золотых монет за одну товарную единицу и является мерой цен на товары и услуги. Если цена золотых монет, или их покупательная способность, снижается, то уровень цен на товары и услуги возрастает. Хотя фальсификация монет увеличивает доход от эмиссии денег, она также приводит к инфляции.

Общественно оптимальный выпуск денег Экономисты говорят, что экономика достигает **аллокационной эффективности** (*allocative efficiency*) в производстве товаров (услуг), когда цена, которую члены общества платят за этот товар (услугу), в точности равна дополнительным издержкам этого товара (услуги), которые являются его предельными издержками. Когда рассматриваемый товар — это деньги (например, золотые монеты), экономика достигает аллокационной эффективности, если цена золотых монет равна предельным издержкам их выпуска.

Экономика может достигнуть аллокационной эффективности выпуска золотых монет двумя путями. Один путь — предоставить частным фирмам право выпуска золотых монет в условиях свободной конкуренции. Рассмотрим наш пример, в котором предельные издержки выпуска золотых монет постоянны и потому равны средним из-

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОБЗОР

Доход от эмиссии денег в Европейском сообществе

Как мы расскажем более подробно в главе 29, несколько государств Западной Европы с целью координации своей политики и сотрудничества в ее проведении образовали союз, называемый Европейским сообществом (ЕС). Одной из часто объявляемых целей ЕС является выравнивание и снижение темпов инфляции в странах-участницах. Как видно из приведенной ниже таблицы (первая колонка), среднегодовые темпы инфляции в странах ЕС значительно различались в период 1979—1988 гг. Из стран, включенных в таблицу, самая низкая инфляция наблюдалась в Германии (3%), а самая высокая — в Португалии (18%). Тем не менее существовало стремление к выравниванию темпов инфляции во многих европейских странах, по крайней мере в будущем.

Достижению этой цели, однако, препятствовал тот факт, что некоторые правительства традиционно больше рассчитывали на доход от эмиссии денег, чем на прямое налогообложение для финансирования государственных расходов. Оценки дохода от эмиссии денег в процентах к валовому национальному продукту за ряд лет варьировали от 4,6% в Португалии в 1983 г. (высшая оценка) до 0,3% в Великобритании в 1987 г. (низшая оценка). Таким образом, доход от эмиссии денег в процентах к ВНП в Португалии в 1983 г. был в 15 раз выше, чем в Великобритании в 1987 г. Португалия, Греция и — до недавнего времени — Италия (а в меньшей степени и Испания) традиционно устанавливали высокий уровень дохода от эмиссии денег.

Как видно из таблицы, страны с высоким доходом от эмиссии денег отличались и высоким уровнем инфляции. Это, конечно, согласуется с теорией, развитой в этой главе. Высокий доход от эмиссии денег и высокий уровень инфляции всегда сопутствуют друг другу. И наоборот, снижение темпов инфляции в Европе, являющееся главной целью ЕС, привело также к снижению дохода от эмиссии денег в таких странах, как Португалия и особенно Италия; как показывает таблица, доход от эмиссии денег в этих странах со временем снижался. Действительно, во всех странах, включая США, наблюдается общая

Средние темпы инфляции и оценки дохода от эмиссии денег в процентах к валовому национальному продукту

Страна	Средние темпы инфляции (%)* (1981–1991)	1982	Доход от эмиссии денег в процентах к валовому национальному продукту (%)** 1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Португалия	17,1	4,4	4,6	4,3	3,5	2,7	2,4	2,0	1,6	1,3	0,9	0,6
Италия	9,8	2,6	2,2	1,7	1,5	1,1	0,9	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5
Испания	9,4	1,8	2,4	1,5	0,9	0,8	1,4	1,2	1,1	0,9	0,8	0,6
Греция	19,0	2,4	2,3	2,1	2,1	1,9	2,4	2,0	1,7	1,4	1,0	0,7
Франция	6,4	1,1	1,0	0,9	0,8	0,5	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Великобритания	6,4	0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Бельгия	2,7	1,3	1,1	1,1	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Германия	4,7	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
Для сравнения:												
США	4,7	0,8	0,6	0,7	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5

**Источник:* IMF International Financial Statistics, различные выпуски.

***Источник: Gros Daniel,* Seigniorage in the EC: The Implications of the European Monetary System and Financial Market Integration. — International Monetary Fund Working Paper No. WP/89/7, Jan. 23, 1989. Данные округлены до десятых долей; данные после 1988 г. — прогнозные оценки Д. Гроса.

тенденция к снижению размера дохода от эмиссии денег со временем. Это создало определенные проблемы в покрытии государственных расходов в таких странах, как Португалия и Италия, которые в прошлом финансировались за счет дохода от эмиссии денег. Этим странам пришлось выбирать между снижением расходов и увеличением прямого налогообложения населения.

В будущем для стран ЕС может встать проблема выработки линии поведения в случае, если будет образован единый европейский центральный банк (ЕвроФед). Хотя вряд ли это случится скоро, за создание ЕвроФед высказываются многие члены ЕС. Такая ЕвроФед будет получать доход от эмиссии денег, поставляя деньги в страны ЕС. Возникает серьезная проблема, как «честно» разделить этот доход между правительствами стран-участниц. Эта проблема усложняет задачу организации ЕвроФед. В ближайшем будущем мы узнаем, настолько ли сложна эта проблема, чтобы похоронить идею создания ЕвроФед.

держкам (рис. 2-15). Предположим, что ряд фирм может выпускать золотые монеты, которые граждане могут использовать в качестве денег, что все эти фирмы применяют одинаковую технологию чеканки монет и потому несут одинаковые производственные издержки, что предельные издержки для каждой фирмы постоянны и что как сами фирмы, так и монеты, которые они выпускают, совершенно одинаковы. В таких условиях отрасль, выпускающая монеты, будет идеально конкурентной, и график постоянных предельных издержек (рис. 2-15) будет графиком предложения золотых монет, выпускаемых этой отраслью. Это так, потому что график предложения каждой фирмы будет совпадать с одним и тем же графиком предельных издержек. Суммирование одинаковых графиков по горизонтали даст тот же самый график.

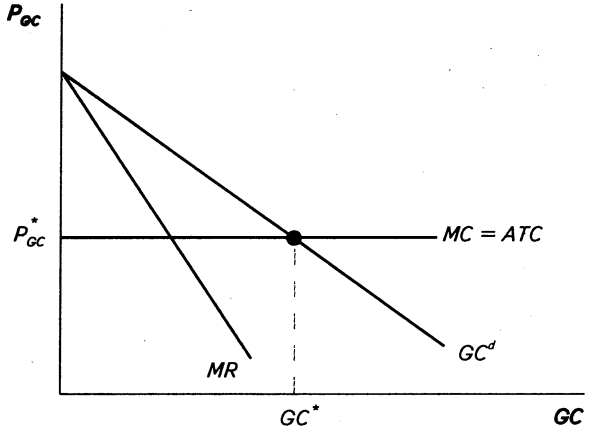


Рис. 2-15

Общественно оптимальный выпуск золотых монет. Аллокационная эффективность достигается, когда цена золотых монет (P^*_{GC}) равна предельным издержкам выпуска последней монеты. При такой цене на монеты общественно оптимальное предложение золотых монет, выпущенных в данной экономике, равно GC^*.

Равновесная цена золотых монет на конкурентном рынке будет определяться точкой, в которой график предложения золотых монет, выпущенных отраслью, пересекает график спроса на золотые монеты (GC^d). Равновесное количество золотых монет будет равно GC^*, а равновесная цена монеты будет P^*_{GC} товарных единиц за одну монету. Эта цена будет равна предельным издержкам выпуска золотых монет. Поэто-

му конкуренция между фирмами, выпускающими монеты, будет аллокационно эффективной. По этой причине экономисты называют GC^* общественно оптимальным количеством денег для данной экономики.

Экономика может достичь аллокационной эффективности выпуска золотых денег и другим путем. Правительство может единолично контролировать чеканку золотых монет, а не позволять выпускать их многочисленным частным фирмам. Однако оно может при этом не добиваться максимального дохода от эмиссии денег, а выбрать объем выпуска денег таким, чтобы цена монеты соответствовала предельным издержкам ее выпуска. Тогда общественно оптимальное количество выпускаемых монет попрежнему будет равно GC^* (рис. 2-15). При такой цене, если справедливо предположение о постоянстве предельных издержек и равенстве средних издержек, правительство получает нулевой доход от эмиссии денег.

Экономисты дискутируют, какой путь к общественно оптимальному выпуску денег предпочтительнее. С одной стороны, некоторые считают, что нельзя доверять правительству в том, что оно откажется от дохода от эмиссии денег в интересах граждан. С другой стороны, другие экономисты уверены, что конкурентный эмиссионный рынок по ряду причин тоже не обеспечит аллокационной эффективности. Кроме того, предоставление права выпуска денег частным фирмам не позволяет правительству управлять золотым покрытием, что ограничивает его способность стабилизировать уровень цен на товары и услуги.

Как мы увидим в последующих главах, исторически правительства выбирали путь эмиссии денег, осуществляемой совместно правительством и частными фирмами. В типичном случае правительство монопольно контролирует денежную базу (например, величину золотого резерва) и получает некоторый доход от эмиссии денег; тем не менее оно позволяет частным фирмам (банкам) выпускать другие средства обращения. По существу, это главная причина того, что проблемы денег и банковского дела естественно рассматривать вместе в одном учебнике.

Краткое содержание

1. Исторически все страны предпочли денежные системы бартерной экономике, потому что общие издержки обращения при бартере, как правило, значительно выше. Именно различия в издержках обращения в разных системах обмена в первую очередь лежат в основе эволюции денежных систем в экономике.
2. В системе с чисто товарными деньгами соотношение спроса и предложения товара, используемого в качестве денег, определяет его покупательную способность, а величина, обратная покупательной способности товарных денег, является мерой уровня цен на товары и услуги. Поэтому покупательная способность товарных денег и уровень цен могут меняться с изменением соотношения спроса и предложения товарных денег.
3. В условиях товарного стандарта частный или государственный центральный банк может влиять на золотое покрытие, которое представляет собой отношение денежной базы (золотого резерва в случае золотого стандарта) к денежной массе в обращении. Поэтому центральный банк может изменять совокупный спрос на золото, что дает ему возможность стабилизации покупательной способности денег и уровня цен на товары и услуги.
4. Если правительство обладает монополией на выпуск денег, то оно может устанавливать как объем денежной массы в обращении, так и покупательную способность денег. В результате оно может получать доход от эмиссии денег, устанавливая большую цену, чем та, которая определяется предельными и средними издержками выпуска денег. Такой доход мы называем эмиссионным доходом.

5. Размер денежной массы является общественно оптимальным, когда цена денег, их покупательная способность равна предельным издержкам выпуска денег, что экономисты называют аллокационной эффективностью.
6. Один из путей достижения аллокационной эффективности состоит в том, чтобы разрешить выпуск денег конкурирующим между собой частным фирмам. Другой путь сводится к тому, что правительство осуществляет монопольный выпуск денег и устанавливает их цену равной предельным издержкам, что снижает размер дохода от эмиссии денег.

Словарь терминов

Аллокационная эффективность (*allocative efficiency*) — ситуация, при которой цена товара (услуги), выплачиваемая при его покупке, в точности равна предельным издержкам производства последней единицы этого товара (услуги).

Денежная база (*monetary base*) — базовое количество денег, служащее основой национальной денежной системы. В условиях золотого стандарта это величина золотых резервов.

Доход от эмиссии денег (сеньораж) (*seigniorage*) — доход, который получает правительство, устанавливая номинальную стоимость монеты или другого денежного знака выше, чем рыночная стоимость их выпуска.

Золотое покрытие (*gold reserve ratio*) — в условиях золотого стандарта отношение золотых резервов ко всей денежной массе (включая золотые резервы и другие средства обращения, например банкноты).

Золотой резерв (*gold bullion*) — количество золота, используемого в качестве денег в условиях золотого стандарта.

Издержки ожидания (*waiting costs*) — издержки, которые несет индивид, ожидая возможность совершить обмен на необходимый ему товар или услугу.

Предельные издержки (*marginal cost*) — величина, на которую возрастают общие издержки в результате увеличения объема производства товара или услуги на одну единицу.

Предельный доход (*marginal revenue*) — прирост общего дохода в результате увеличения на одну единицу объема производства товара или услуги.

Трансакционные издержки (*transaction costs*) — издержки помимо цены, которые несет индивид при совершении сделки купли-продажи товара или услуги.

Фальсификация (порча) монет (*debasement*) — снижение содержания благородного металла в монетах, выпускаемых правительством в качестве денег.

Вопросы для самопроверки

1. Может ли стоимость бумажных денег быть выше, чем рыночная или внутренняя стоимость самой бумаги? Объясните почему.
2. Почему кривая общих издержек обращения имеет U-образную форму?
3. Почему форма кривой издержек ожидания не меняется при переходе от бартерной экономики к экономике с денежным обращением, а кривой трансакционных издержек — меняется?
4. В 1980-е годы в условиях перехода от командной к рыночной экономике в Польше возникла значительная инфляция. Кроме того, инфляция в этот период была совершенно непредсказуемой. В результате многие люди стали использовать в качестве денег сигареты, а не официальную польскую валюту. Объясните, почему это произошло.
5. Предположим, что в некотором государстве экономика основана на золотом стандарте. Промышленники в этом государстве сделали открытие, позволяющее заменить золото,

использовавшееся при производстве ряда товаров и услуг, на недавно разработанный сплав. Что, по вашему мнению, произойдет с покупательной способностью денег этого государства, которые состоят из золотых монет и банкнот? Что произойдет с уровнем цен на товары и услуги? Как может центральный банк стабилизировать покупательную способность денег и уровень цен, осуществляя контроль над золотым покрытием? Ответ поясните графически.

6. Новейшим достижением в торговых системах является компьютерная торговля, т. е. перечисление денежных сумм через систему электронного перевода. Такой обмен характеризуется очень низкими трансакционными издержками и происходит почти мгновенно. Объясните, почему следует ожидать дальнейшего развития компьютерной торговли.

Задачи

2-1. В системе товарных денег, основанной на золоте, покупательная способность денег в некоторый момент упала с двух товарных единиц до одной товарной единицы в расчете на единицу массы золота.

а) Как изменилась цена золота?

б) Как изменился уровень цен на товары и услуги?

2-2. Идет сентябрь 2248 г. по межзвездному календарю. Капитан Кирк и команда звездолета *Enterprise* как обычно заняты глубокой разведкой космоса по заданию руководящего органа Объединенной федерации планет. Федерация использует золото как товарные деньги на свободном рынке, в частности, потому что золото оказалось довольно редким металлом во всей галактике. Однако недавно группа ученых во главе с мистером Споком обнаружила мощные золотоносные породы в одном из необитаемых секторов космоса. Что может предсказать мистер Спок относительно покупательной способности денег в Федерации? Что можно предсказать относительно цен на товары и услуги в галактике? Объясните ваш ответ.

2-3. В некоторой стране с рыночной экономикой в качестве денег используются конфеты «Вишня в шоколаде», несмотря на некоторое неудобство такой системы. Недавно всех граждан этой страны охватило повальное увлечение диетическими продуктами, и они резко сократили употребление «Вишни в шоколаде» в качестве конфет. Тем не менее они продолжают использовать их в качестве денег. Как изменится покупательная способность этих денег в результате увлечения граждан страны диетическими продуктами? Как изменится уровень цен на другие товары и услуги?

2-4. Некая королева монопольно выпускает деньги и монополизирует доход от их эмиссии. Если предельные издержки выпуска денег для королевы составляют 0,25 товарной единицы на одну денежную единицу и если выпускается 100 млн. денежных единиц, какую цену на них королева должна установить, если хочет получить 5 млн. товарных единиц в виде дохода от эмиссии денег при указанном объеме их выпуска? Объясните ваш ответ и сделайте необходимые расчеты.

2-5. А теперь пусть некий король выпускает золотые монеты и намерен максимизировать доход от эмиссии денег, возникающий благодаря тому, что он единственный поставщик денег в государстве. В настоящее время общий доход от выпуска золотых монет равен 150 млн. товарных единиц. Предельные издержки выпуска золотой монеты постоянны, а объем выпуска монет, максимизирующий прибыль, равен 50 млн. Если король решил установить цену на золото, оптимальную для своих подданных — граждан королевства, то какую цену он установит? Объясните ваш ответ и сделайте необходимые расчеты.

2-6. Вскоре королева, которая желает максимизировать доход от выпуска денег, обнаружила, что если она продает 10 млн. золотых монет, то общий доход от выпуска золотых монет равен 300 млн. товарных единиц, а чистый доход от эмиссии денег составляет 200 млн.

товарных единиц. Предельные издержки выпуска золотых монет постоянны, а продажа 10-миллионной золотой монеты увеличила доход королевы на 7 товарных единиц.

а) Должна ли королева увеличить, уменьшить или оставить неизменным объем выпуска золотых монет, если ее цель — максимизировать свой эмиссионный доход?

б) Каковы средние общие издержки выпуска золотых монет?

2-7. Авария двигателя на звездолете *Enterprise* привела к тому, что капитан Пикард, старший помощник Рикер, майор Дейта и другие члены нового экипажа *Star Trek* оказались на необитаемой планете. Устав космической службы предписывает в этой ситуации офицерам звездолета учредить монопольный товарный стандарт в качестве денежной системы экономики звездолета, используя в качестве денег монеты, отчеканенные из кристаллического дилития. Майор Дейта проводит полный анализ потребностей команды и сообщает капитану Пикарду следующее. Если капитан Пикард израсходует весь дилитий для чеканки монет, которые будут единственными законными деньгами, то их цена в 10 товарных единиц приведет к тому, что экипаж не будет пользоваться этими деньгами. Если капитан Пикард хочет установить цену, максимизирующую доход от эмиссии денег, получаемый офицерами корабля, то подходящей будет цена в 6 товарных единиц за одну монету, а экипаж будет использовать 200 единиц. Майор Дейта определил также, что предельные издержки выпуска монет постоянны и равны двум товарным единицам на одну монету. Наконец, сложный компьютерный анализ показал, что спрос экипажа на дилитиевые монеты графически представлен прямой линией. Графически представьте рынок дилитиевых монет. Ответьте на приведенные ниже вопросы. Представьте все возможные варианты ответов, объясните их и выразите в подходящих единицах измерения.

а) Каков максимальный доход от эмиссии денег, который может получить капитан Пикард и другие офицеры?

б) Какова общественно оптимальная цена дилитиевых монет?

в) Каково будет количество дилитиевых монет, проданных по общественно оптимальной цене?

г) Каков будет размер эмиссионного дохода, полученного офицерами звездолета *Enterprise* при общественно оптимальной цене монет?

Рекомендуемая литература

Barro Robert J., Money and the Price Level under the Gold Standard. — The Economic Journal, 89 (353), March 1979, pp. 13—33.

Clower Robert, Introduction, in: Monetary Theory: Selected Readings. — New York: Penguin Books, 1969.

Pierce James, Monetary and Financial Economics. — New York: John Wiley and Sons, 1984.

Глава 3

Деньги: настоящее и будущее

Основные проблемы

1. Почему так трудно измерить денежную массу?
2. Что представляют собой трансакционный и ликвидный подходы к измерению денежной массы?
3. Каково официальное определение денег в США?
4. Каково лучшее определение денег?
5. Есть ли у денег будущее? Каким оно будет?

Деньги играют важную роль. Изменения объема денежной массы в обращении и темпов ее прироста влияют на важные экономические переменные, например на темпы инфляции, процентные ставки, занятость, национальный доход, обменный курс национальной валюты на валюты других стран, валовой национальный продукт. Хотя в целом все экономисты согласны с тем, что деньги играют важную роль, они никак не могут найти общую точку зрения на то, что можно считать деньгами и как измерять их количество. В этой главе мы затронем следующий круг проблем:

1. Обсудим, почему важны определение понятия денег и измерение денежной массы.
2. Проанализируем два основных подхода к определению денег и измерению денежной массы.
3. Покажем официальную точку зрения Федеральной резервной системы, касающуюся определения денег, и свяжем это определение с основными подходами, упомянутыми в пункте 2.
4. Рассмотрим, как современные финансовые нововведения усложнили проблему определения денег и измерения денежной массы.

Почему важны определение денег и измерение денежной массы

Поскольку изменения объема денежной массы и темпов ее прироста влияют на важные экономические переменные, они могут также влиять и на достижение основных целей развития национальной экономики. Высокий уровень занятости населения, стабильность цен (ситуация, характеризующаяся невысокими темпами инфляции и дефляции), экономический рост, сбалансированность платежного баланса — все эти вопросы прямо или косвенно связаны с изменениями совокупного предложения денег и темпов прироста денежной массы. Поэтому оптимальный объем и темпы прироста денежной массы определяются как показатели, которые позволяют достичь этих целей. В последующих главах будет показано, как на самом деле неопределенна концепция «оптимальных» объема и темпов прироста денежной массы. Проведение денежно-кредитной политики США, т. е. системы мер, которые изменяют объем денег, выпускаемых в обращение **Федеральной резервной системой** (*Federal Reserve System, Fed*) для достижения целей развития национальной экономики, требует ясного определения самого понятия денег. В частности, денежно-кредитная политика должна отвечать следующим критериям:

1. Должно существовать строгое соответствие между теоретическим и эмпирическим (т. е. имеющим количественную оценку) определением денег. Реальный мир не позволяет ученым точно измерять величины, являющиеся теоретическими конструкциями; эта проблема приобретает особую остроту применительно к денежно-кредитной политике.
2. ФРС должна быть в состоянии контролировать объем денежной массы, определенной эмпирическим путем, и добиваться целей достижения определенных темпов прироста этой массы с помощью инструментов, которые имеются в ее распоряжении. ФРС не может непосредственно добиваться основных целей развития национальной экономики, она может лишь изменять некоторые «денежные» переменные. Мы обсудим проблему формулирования *целевых ориентиров темпов прироста денежной массы* (*monetary targets*) в главе 25; инструменты, которые ФРС может использовать для изменения объема денежной массы в обращении, будут рассмотрены в главе 17.
3. Эмпирическое определение денег должно быть тесно и определенным образом увязано с основными целями развития национальной экономики. В том, что ФРС удастся достичь целевых ориентиров темпов прироста денежной массы, не будет пользы для страны, если в результате экономические переменные не изменяются в желательном направлении. Короче говоря, успешная денежно-кредитная политика требует, чтобы ФРС правильно измеряла объем денежной массы и эффективно контролировала темпы ее прироста.

Два подхода к определению денег и измерению денежной массы

Существуют острые разногласия, связанные с формулированием определения денег и измерением денежной массы. Два основных подхода к измерению денежной массы таковы: **трансакционный подход** (*transactions approach*), в основу которого положена функция денег как средства обращения, и **ликвидный подход** (*liquidity approach*), базирующийся на функции денег как средства сохранения стоимости.

ТРАНСАКЦИОННЫЙ ПОДХОД

Трансакционный подход к измерению денежной массы базируется на функции денег как средства обращения. Сторонники этого подхода утверждают, что сущностью денег является то, что они и только они используются для оплаты других товаров и услуг. Они подчеркивают, что в этом заключается важное, качественное различие между деньгами, т. е. активами, служащими средством обращения, и всеми другими активами. Все активы служат средством сохранения стоимости, но только некоторые из них используются как средство обращения.

В соответствии с таким теоретическим определением денег трансакционный подход предполагает, что при эмпирическом измерении денежной массы следует включать в нее только активы, служащие средством обращения. Такими активами являются монеты и бумажные деньги, обычно используемые в качестве средства платежа. В них также следует включить чековые депозиты (текущие счета), по которым можно выписывать чеки.

Что касается второго критерия денежно-кредитной политики, то сторонники трансакционного подхода утверждают, что ФРС достаточно контролировать объем денежной массы, которая используется при совершении сделок купли-продажи. Наконец, многие экономисты (в том числе некоторые, жившие в XIX в., как будет пока-

зано в главе 18) считают, что именно объем денежной массы, определенной таким образом, строго соответствует целям развития национальной экономики. *Домашним хозяйствам*[1] (*households*) и фирмам необходимо иметь деньги, чтобы оплачивать ожидаемые (и регулярные) расходы ближайшего будущего (так называемые «расходные» деньги). Экономисты называют это *трансакционным мотивом* (*transactions motive*) хранения денег (см. главу 19). Его не надо путать с хранением денег, вызванным неопределенностью расходов, которые могут возникнуть в неизвестный момент. Экономисты называют эту последнюю причину хранения денег, которые могут использоваться в непредвиденных случаях, *мотивом предосторожности* (*precautionary motive*) (он также рассматривается в главе 19).

Как правило, в прошлом хранение денег в такой форме (монеты, наличные деньги, чековые депозиты) не приносило дохода, т. е. было связано с определенной упущенной выгодой. Поэтому естественно считать, что люди должны стараться минимизировать сумму денег, которую они хранят в качестве средства обращения. Если увеличивается совокупное предложение денег (в результате проведения денежно-кредитной политики правительства или, как в прошлом, благодаря открытию месторождений металлов, используемых в качестве денег), следует считать, что расходы общества в целом повышаются. В свою очередь такое повышение расходов может привести к росту валового национального продукта, национального дохода, уровня занятости населения и уровня цен. Уменьшение объема денежной массы в обращении приведет к предсказуемому снижению общественных расходов и соответствующему изменению экономических переменных, связанных с достижением целей развития национальной экономики.

ликвидный подход

Ликвидный подход к измерению денежной массы исходит из того, что сущностью денег является их свойство быть наиболее ликвидным активом. Свойство **ликвидности** (*liquidity*) характеризует легкость, с которой владелец может продать (или выкупить) данный актив в любой момент в будущем по известной номинальной долларовой цене с кратковременным уведомлением и при минимальных расходах[2].

Шкала ликвидности Ликвидный подход подчеркивает функцию денег как средства сохранения стоимости и абстрагируется от их роли как средства обращения. Фактически этот подход предполагает, что деньги качественно не отличаются от других активов; ликвидность в той или иной степени свойственна всем активам. Мы можем классифицировать все активы по степени ликвидности, ранжировать их, переходя от денег к финансовым активам, таким, как акции и облигации, или к реальным (нефинансовым) активам, таким, как автомобили, стереофонические системы и дома. Каждый такой актив служит средством сохранения стоимости, но они обладают разной степенью ликвидности.

Деньги — наиболее ликвидный из всех активов; владелец денег не должен обменивать их на что-либо другое, прежде чем покупать на них товары и услуги. Более того, поскольку доллар является единицей счета (т. е. особой мерой, в которой выражаются цены и стоимость), его номинальная стоимость не может ни повыситься, ни снизиться. Номинальная (но не реальная) стоимость долларовой банкноты всегда рав-

---

[1] Домашнее хозяйство (семейное хозяйство, хаусхолд) — термин, обозначающий независимую экономическую единицу. Лица, входящие в домашнее хозяйство, пользуются заработанным доходом сообща. Домашнее хозяйство может состоять из одного человека. На макроэкономическом уровне домашние хозяйства обычно противопоставляются *фирмам* (*businesses*), или деловым предприятиям, осуществляя предложение ресурсов и покупая потребительские товары и услуги. (*Прим. ред.*)

[2] *Hicks John R.*, Liquidity. — Economic Journal, 72 (288), December 1962, p. 87. Отметим, что для простоты изложения под деньгами подразумеваются американские доллары, что справедливо только для США.

Как в послевоенной экономике измеряется денежная масса?

С августа 1990 г. по февраль 1991 г. армия Ирака оккупировала соседнюю страну Кувейт. Во время оккупации Ирак объявил об обесценении *кувейтского динара* — денежной единицы Кувейта. Иракцы провозгласили Кувейт провинцией Ирака и заставляли жителей Кувейта пользоваться только *иракским динаром* в качестве денежной единицы; некоторые кувейтцы подчинились этому ограничению. (Извлекая выгоду из такого ограничения, некоторые хитрые кувейтские должники во время оккупации выплачивали долги иракскими динарами, которые фактически были в 15 раз дешевле кувейтских). Тем не менее многие кувейтские граждане припрятали свои накопления в кувейтских динарах в ожидании освобождения страны армией США и их союзников. Другие использовали саудовские риалы (денежная единица Саудовской Аравии) и доллары США как средство обращения и сохранения стоимости, хотя иракские оккупанты требовали, чтобы во всех случаях расчетной единицей служил иракский динар.

К марту 1991 г. армия США и их союзников освободила Кувейт, и кувейтский народ и правительство страны начали восстанавливать ее экономику. Одной из самых сложных проблем был расчет объема денежной массы в стране после окончания войны, поскольку хождение имели одновременно иракские динары, саудовские риалы, доллары США и вернувшиеся в обращение кувейтские динары. Еще больше затрудняло положение то, что после войны одни граждане принимали в оплату иракские динары, а другие отказывались от этой валюты.

Естественно, что если граждане страны не могут прийти к согласию относительно используемого средства обращения, то очень трудно определить структуру и измерить объем денежной массы на основе трансакционного подхода. Ведь при таком подходе принимаются во внимание только такие финансовые активы, которые используются как средство обращения. По этой причине ликвидный подход, учитывающий как деньги, так и «почти деньги», может оказаться более плодотворным для определения объема денежной массы в стране, пережившей войну, подобно Кувейту.

Что и говорить, кувейтскому правительству по окончании войны пришлось пережить денежный кошмар. Оно попыталось немедленно восстановить кувейтский динар — деноминировало счета всех кувейтцев до их состояния перед вторжением, независимо от сумм, вносимых или снимаемых с этих счетов впоследствии. В ожидании возврата к денежной системе, основанной только на кувейтском динаре, многие частные лица и фирмы начали спешно использовать иракские динары, пока они еще сохраняли в Кувейте какую-то покупательную способность.

По оценке, сделанной в начале 1991 г., восстановление денежной системы Кувейта обойдется его правительству в 20 млрд. долл. (в долларах 1991 г.), что представляло собой значительную сумму для небольшой страны. По другой оценке того времени, явно преувеличенной, бухгалтерам потребуется около 200 лет, чтобы разобраться в счетах и долговых обязательствах кувейтских граждан. Восстановление кувейтской денежной системы еще не закончено.

Источник: использованы материалы из статьи Т. Хорвица и К. Формана (*Horwitz Tony, Forman Craig*, Buying Breakfast in Kuwait Can be a Dinar Adventure. — Wall Street Journal, March 14, 1991, p. A1).

на одному доллару. Напротив, дом не является ликвидным активом. Цены на недвижимость подвержены колебаниям; долларовая цена дома в будущем будет, скорее всего, отличаться от его долларовой цены в настоящий момент. Кроме того, продажа дома может занять длительное время и потребовать существенных расходов на посреднические услуги в процессе перевода актива, именуемого «дом», в актив, именуемый «деньги», который можно использовать для оплаты расходов.

Ликвидность денежных активов и наличие у них свойств денег Использование ликвидного подхода для объяснения роли денег в экономике предполагает их более широкое определение, чем при трансакционном подходе. Ликвидный подход включает в состав денег любые высоколиквидные активы, т. е. такие, которые могут быть быстро обращены в деньги без потери номинальной долларовой стоимости и без существенных затрат.

В общем любой актив, который гарантирует владельцу фиксированную номинальную долларовую стоимость в будущем, является кандидатом на включение в состав денег в соответствии с ликвидным подходом. Иначе это можно выразить так, что любой актив, номинальная долларовая стоимость которого не может увеличиться или уменьшиться, рассматривается как абсолютно ликвидный и является поэтому деньгами. Ясно, что активы, служащие средством обращения — монеты, банкноты, чековые депозиты (текущие счета), — соответствуют этому определению. Высоколиквидные активы, для которых возможно лишь незначительное изменение их долларовой стоимости, экономисты называют **«почти деньгами»** (*near monies*). Поскольку эти активы высоколиквидны, они становятся кандидатами на включение в состав денег в соответствии с ликвидным подходом. Как мы вскоре увидим, не вполне ясно, где проходит граница на шкале ликвидности при разделении активов на «деньги» и «не деньги».

Как ФРС измеряет денежную массу

Измеряя денежную массу в обращении, ФРС объединяет трансакционный и ликвидный подходы. В результате в США существуют различные показатели денежной массы.

ДЕНЕЖНАЯ БАЗА: НАИБОЛЕЕ УЗКОЕ ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДЕНЕГ

Как отмечалось в главе 2, в условиях золотого стандарта денежной базой является размер золотого резерва. В системе неразменных денег, однако, золото утрачивает прямую связь с деньгами. Тем не менее здесь существует **денежная база** (*monetary base*), которая представляет собой в основном количество денег, выпущенных государством. В США денежная база включает наличные деньги в обращении плюс резервы депозитных учреждений.

ТАБЛИЦА 3-1

Денежная база, январь 1992 г. (в млрд. долл.)

Компоненты денежной базы	Объем
Наличные деньги	267,9
Общие резервы депозитных учреждений*	59,8
Денежная база — всего	327,7

* Включая денежную наличность, учитываемую в процессе получения отсроченных платежей, и с учетом текущих изменений размера резервов.

Источник: Federal Reserve Bulletin.

Рассмотрим табл. 3-1, где представлены данные о величине компонентов денежной базы (по состоянию на январь 1992 г.). Цифра 267,9 млрд. долл. в таблице — это стоимость монет и банкнот, находящихся вне хранилищ Казначейства США, федеральных резервных и коммерческих банков. Бумажные деньги состоят из банкнот

достоинством 1, 2, 5, 10, 20, 50 и 100 долл.; все банкноты достоинством 500, 1000, 5000 и 10 000 долл. были упразднены в 1945 г. Если вернутся времена высоких темпов инфляции, мы, может быть, увидим их снова. Интересный феномен: мы продолжаем использовать банкноты тех же самых, низких номиналов, хотя теперь требуется большее их количество, чтобы покупать товары и услуги: в период между 1960 и 1990 г. инфляция составила около 425%, так что на банкноту в 20 долл. в настоящее время можно купить меньше, чем на банкноту в 5 долл. в 1960 г.

Наличные деньги Следующие активы (не принадлежащие финансовым учреждениям) составляют объем **наличных денег** (*currency*):

1. *Монеты, отчеканенные Казначейством США.* Стоимость металла, содержащегося в монете, как правило, меньше номинала монеты. Время от времени рыночная цена металла, используемого для изготовления монет, поднималась так высоко, что монеты исчезали из обращения. Люди скапливали монеты или переплавляли их и продавали как металл, хотя такие действия были и остаются незаконными. Например, в 1950 г. рыночная цена серебра, содержащегося в 10-центовой монете, равнялась 7 центам. К 1962 г. эта рыночная цена поднялась выше 10 центов. Даймы, отчеканенные из сплава с содержанием 90% серебра, исчезали из обращения. Многие из них люди переплавили в серебро; еще больше монет сохранялись как предмет коллекционирования. Когда серебро продавалось по 2 долл. за тройскую унцию, мешок серебряных монет с суммарным номиналом 1000 долл. имел рыночную цену 1550 долл.
2. *Банкноты Федеральной резервной системы, выпущенные федеральными резервными банками, и банкноты США, выпущенные Казначейством США.* До 1960 г. Казначейство США выпускало все банкноты достоинством 1 долл. Эти банкноты назывались серебряными сертификатами. В обращении все еще находится масса серебряных сертификатов на общую сумму в несколько сотен миллионов долларов. Остальные бумажные деньги, находящиеся в обращении, являются банкнотами ФРС. Эти банкноты печатает Бюро гравирования и печати Казначейства США по контрактам с различными федеральными резервными банками. Мы расскажем в главе 15, что Федеральная резервная система состоит из 12 отдельных банков. Каждый из этих банков выпускает собственные наличные деньги.

Резервы депозитных учреждений Резервами **депозитных учреждений** (*depository institutions*) являются резервы, которые эти институты — финансовые компании, например банки, ссудо-сберегательные ассоциации, сберегательные банки, кредитные союзы, создающие высоколиквидные денежные обязательства, называемые «депозитами», — хранят в федеральных резервных банках, а также наличность, которую эти учреждения хранят в соответствии с резервными требованиями ФРС. Как мы более детально покажем в главе 14, денежно-кредитная политика ФРС полностью определяет объем резервов депозитных учреждений. Таким образом, эти резервы, как и наличные деньги, непосредственно предоставляют предложение денег со стороны государства.

Поскольку денежная база в основном состоит из денежных обязательств государственных институтов, она является основой фидуциарной денежной системы[1] США. Частные лица и фирмы обычно охотно принимают наличные деньги и банковские резервы при любых платежах (хотя в последние годы некоторые фирмы стали менее охотно принимать наличные деньги, опасаясь ограбления). Таким образом, денежная база удовлетворяет минимальным требованиям трансакционного подхода к измерению денежной массы. Тем не менее государство дополнительно гарантирует, что каждая

[1] То есть денежной системы, в которой деньги не обеспечены золотом. (*Прим. ред.*)

единица наличных денег и банковских резервов имеет номинальную стоимость в 1 долл. Поэтому сумма наличных денег и банковских резервов представляет собой, несомненно, самый ликвидный показатель денежной массы. Таким образом, денежная база удовлетворяет также требованиям ликвидного подхода к измерению денежной массы.

ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ М1: ТРАНСАКЦИОННЫЙ ПОДХОД

Более широкий, чем денежная база, показатель денежной массы включает в себя как наличные деньги, выпущенные Федеральной резервной системой, так и чековые депозиты (текущие счета) частных депозитных учреждений. Как будет показано в главе 14, объем таких депозитов, в свою очередь, зависит от предложения резервов со стороны ФРС. Этот показатель денежной массы, обычно называемый **денежным агрегатом М1**, представлен в табл. 3-2. Мы все пользуемся наличными деньгами, производя самые разнообразные платежи — через торговые автоматы или при совершении разных мелких покупок. По оценкам (более точные данные приводятся ниже в одном из разделов этой главы), в 1993 г. в США более 80% всех платежей было совершено наличными деньгами.

ТАБЛИЦА 3-2

Принятый ФРС показатель денежной массы, используемой в качестве средства обращения: денежный агрегат М1 (январь 1992 г., млрд. долл.)

Компоненты показателя М1	Объем
Наличные деньги	267,9
Трансакционные депозиты:	
Депозиты до востребования	300,0
Другие чековые депозиты	342,5
Дорожные чеки	7,9
Показатель М1 — всего	918,3

Источник: Federal Reserve Bulletin. Данные округлены до десятых долей миллиарда.

Возросшее значение наличных денег как компонента показателя М1 в США В США возросла значимость наличных денег как самих по себе, так и как компонента показателя М1. Например, в 1973 г. в США объем наличных денег в обращении равнялся примерно 325 долл. на человека. К 1993 г. он возрос до 1050 долл. Доля наличных денег в денежном агрегате М1 возросла с 20,5% в конце 1960 г. до более чем 30% в конце 1992 г.

Почему использование наличных денег столь существенно возросло в последние десятилетия? Мы не знаем точно, но одной из главных причин является разрастание так называемой подпольной экономики.

Рост подпольной экономики **Подпольная экономика** (*underground, or subterranean, economy*) предполагает проведение кассовых сделок, о доходах по которым участники сделки не сообщают Службе внутренних доходов (*Internal Revenue Service*). Такие кассовые сделки совершаются в целом ряде случаев, в том числе (но не только) при незаконной продаже наркотиков, с целью уклонения от уплаты налогов, при выплате заработной платы нелегальным иммигрантам. Если не принимать во внимание нелегальный бизнес (такой, как торговля наркотиками и проституция), основной причиной роста подпольной экономики оказывается стремление граждан избежать обложения федеральными налогами и налогами правительств штатов. Ставки налогов в США постоянно росли до тех пор, пока администрация Р. Рейгана не провела их существенное снижение

в начале 1980-х годов. По мере того как все большее число граждан попадало в разряд высокооблагаемых, стремление совершать не облагаемые налогом сделки росло. Например, многие специалисты по ремонту бытовой техники хотят получать оплату наличными, чтобы их доход не был зафиксирован.

Экономисты дают разные оценки общего объема подпольной экономики. Самая низкая — около 2% валового национального продукта, самая высокая — 30%; разброс, несомненно, весьма значительный.

Трансакционные депозиты Хотя наличные деньги используются в большинстве платежей, они составляют лишь малую долю долларового оборота в экономике, так как обслуживают главным образом мелкие сделки. Например, в 1993 г. на кассовые сделки приходилось менее половины процента общей долларовой суммы платежей по сделкам. (Более подробно это описано в последнем разделе настоящей главы.) Для совершения крупных сделок деньги, как правило, переводятся с трансакционных счетов. **Трансакционные депозиты (счета)** (*transactions accounts*) включают в себя депозиты до востребования и другие чековые депозиты.

Депозиты до востребования, не принадлежащие финансовым учреждениям В старых учебниках по финансам и банковскому делу подчеркивалось различие между коммерческими банками и всеми другими депозитными учреждениями. В то время это различие было принципиальным, потому что коммерческие банки были единственным типом финансовых институтов, которым по закону разрешалось принимать **депозиты до востребования** (*demand deposits*), т. е. открывать *чековые счета* (*checking accounts*). Такое положение существовало до 1981 г. Как мы расскажем подробно в главах 6 и 13, в настоящее время депозитные счета могут открывать сберегательные банки, ссудо-сберегательные ассоциации и кредитные союзы (все эти институты объединяются под названием **«сберегательные учреждения»** — *thrift institutions*). Депозиты до востребования являются самым крупным компонентом денежного агрегата M1.

Экономисты используют термин «депозит до востребования», потому что вкладчик может обратить такой депозит в наличные по требованию (немедленно) или выписать чек на свой счет для платежа третьей стороне. Сами по себе чековые депозиты не имеют статуса легального платежного средства. Тем не менее депозиты до востребования очевидно являются средством обращения в экономике. Реальный чек сам по себе не является деньгами; ими является *остаток на счете* (*account balance*). Вот почему депозиты до востребования или остатки на трансакционных счетах, а не чеки рассматриваются как часть денежной массы.

Другие чековые депозиты При любом определении объема денежной массы все большее значение приобретают *другие чековые депозиты* (*other checkable deposits, OCD*) в коммерческих банках и депозитных учреждениях. Они подразделяются на следующие виды:

1. *Счета с обращающимся приказом об изъятии средств (счета NOW).* **Счета NOW** (*negotiable orders of withdrawal accounts*) представляют собой сберегательные счета, приносящие процентный доход, на которые можно выписывать чеки. До 1981 г. счета NOW были разрешены только в Новой Англии, а также штатах Нью-Йорк и Нью-Джерси. С 1981 г. все штаты разрешили ведение счетов NOW или эквивалентных им. Нефинансовым корпорациям не разрешается использовать счета NOW.
2. *Счета автоматического перечисления средств (счета ATS) в коммерческих банках.* **Счет ATS** (*automatic-transfer-system account*) представляет собой комбинацию сберегательного счета, по которому депозитное учреждение выплачивает процент на остаток, и чекового счета, на который процент не начисляется. Обычно вкладчик поддерживает на чековом счете небольшой остаток, но свободно выписы-

вает чеки. Как только на чековом счете образуется отрицательный баланс, депозитное учреждение автоматически переводит на него необходимую сумму со сберегательного счета, по которому выплачивается процент.

Дорожные чеки Покупатель оплачивает дорожные чеки в момент их перевода. Сумма остатков по дорожным чекам, выпущенным небанковскими учреждениями, включается в денежный агрегат M1[1]. Дорожные чеки выпускают *American Express*, *Citibank*, *Cooks* и другие финансовые учреждения.

ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ M2: ЛИКВИДНЫЙ ПОДХОД

Наиболее узкий показатель денежной массы — денежный агрегат M1 — не включает в себя так называемые «почти деньги», являющиеся чуть менее ликвидными активами по сравнению с другими компонентами этого показателя. Поскольку расходы индивида зависят от общей ликвидности имеющихся у него активов, для объяснения изменений экономической активности используется определение денег, включающее в их состав «почти деньги». ФРС называет соответствующий более широкий показатель денежной массы **денежным агрегатом M2**. В табл. 3-3 показан состав денежного агрегата M2. Он равен показателю M1 плюс следующие компоненты:

1. Сберегательные депозиты и срочные депозиты малых размеров во всех депозитных учреждениях.
2. Однодневные соглашения REPO в коммерческих банках.
3. Однодневные займы в евродолларах резидентов США (не являющихся банками) в филиалах банков — членов ФРС в странах Карибского бассейна.
4. Взаимные фонды денежного рынка.
5. Депозитные счета денежного рынка.

ТАБЛИЦА 3-3

Принятый ФРС показатель денежной массы, используемой в качестве средства сохранения стоимости: денежный агрегат M2 (январь 1992 г., млрд. долл.)

Компоненты показателя M2	Объем
Показатель M1	918,3
Сберегательные депозиты и депозитные счета денежного рынка	1055,7
Срочные депозиты мелких размеров	1048,1
Однодневные соглашения REPO и займы в евродолларах	77,8
Взаимные фонды денежного рынка	360,2
Показатель M2* — всего	3460,1

* По техническим причинам показатель M2 не равен в точности сумме его компонентов. См. Federal Reserve statistical release (любая серия H-6).

Источник: Federal Reserve Bulletin. Данные округлены до десятых долей миллиарда.

Сберегательные депозиты Сберегательные депозиты во всех депозитных учреждениях (например, в коммерческих банках, взаимных сберегательных банках, ссудо-сберегательных ассоциациях и кредитных союзах) являются частью показателя M2. Сберегательные

[1] Банки зачисляют средства, из которых они оплачивают чеки, на специальные депозитные счета. Поэтому дорожные чеки банковских учреждений учитываются как трансакционные депозиты. Небанковские учреждения, выпускающие дорожные чеки, не помещают средства на их оплату на трансакционные счета. Совершенствование методики сбора данных позволило с июня 1981 г. учитывать дорожные чеки при расчете показателя M1.

депозиты (в отличие от срочных депозитов, рассматриваемых ниже) не имеют установленного срока погашения. Сберегательные депозиты включают в себя также депозитные счета денежного рынка (введенные 14 декабря 1982 г.), которые предоставляют ограниченную возможность выписывания чеков (шесть чеков в месяц) и установление не ограниченного законом размера процентной ставки. Сберегательные депозиты могут быть двух типов: с выпиской из банковского счета и с выдачей сберегательной книжки.

Сберегательные депозиты с выпиской Владелец **сберегательного счета с выпиской** (*statement savings account*) ежемесячно получает выписку, т. е. запись всех вкладов и снятий со счета, а также начисленного за месяц процента. Владелец может делать вклады и снимать деньги со счета по почте.

Сберегательные депозиты на сберегательной книжке **Сберегательный счет на сберегательной книжке** (*passbook savings account*) предусматривает, что его владелец должен предъявлять сберегательную книжку каждый раз, когда он делает вклад или снимает деньги со счета. Депозитное учреждение или владелец депозита записывает в книжке все вклады и снятия со счета. В США сберегательные депозиты с выдачей сберегательной книжки более популярны, чем депозиты с выпиской.

Срочные депозиты малых размеров Срочные депозиты включают в себя *сберегательные сертификаты* (*savings certificates*) и *депозитные сертификаты* (*certificates of deposit, CD*) с низким номиналом. Такие депозиты имеют установленный срок погашения. ФРС включает в показатель M2 только срочные депозиты на сумму менее 100 000 долл. — отсюда название **«срочные депозиты малых размеров»** (*small-denomination time deposits*). Владелец сберегательного или депозитного сертификата получает квитанцию, в которой указывается размер депозита, процентная ставка и дата погашения. Депозитный сертификат является свидетельством, в котором указываются дата его выпуска, дата погашения и другие существенные условия контракта. Как и другие срочные депозиты, он может быть изъят ранее даты погашения только за вычетом начисленного процента как штраф за досрочное погашение.

Имеется ряд разновидностей мелких срочных депозитов. Среди них — 6-месячные сертификаты денежного рынка, а также сертификаты с плавающей процентной ставкой (меняющейся в зависимости от рыночных ставок) со сроком погашения от 2 до 4 и более лет.

Однодневные соглашения REPO в коммерческих банках **Соглашение о покупке и обратной продаже в коммерческом банке** (*repurchase agreement at a commercial bank, REPO, or RP*) позволяет банку продавать своим клиентам ценные бумаги Казначейства или федерального агентства, а затем выкупать их по более высокой цене, включающей накопленный процент. *Однодневное* (*overnight*) соглашение REPO предполагает продажу банком своим клиентам ценных бумаг Казначейства или федерального агентства при условии выкупа их по более высокой цене на следующий день. Операции REPO позволяют заполнить пробел, образующийся из-за того, что закон не допускает использование фирмами счетов NOW. Соглашения REPO — финансовая инновация, позволяющая обойти правила ведения финансовых операций. Мы подробно рассмотрим эти соглашения в главе 5.

Однодневные займы в евродолларах Однодневные займы в евродолларах представляют собой деноминированные в долларах однодневные депозиты в зарубежных коммерческих банках и в зарубежных филиалах банков США. Термин «деноминированные в долларах» просто означает, что, хотя данное лицо или фирма имеет депозит, скажем, в коммерческом банке в стране Карибского бассейна, его размер выражен в долларах США, а не в национальной валюте. Термин *«евродоллар»* (*Eurodollar*)

неточен, поскольку банки вне континентальной Европы участвуют в так называемом рынке евродолларов, а также потому, что банки некоторых стран эмитируют депозитные сертификаты, деноминированные в немецких марках, швейцарских франках, британских фунтах и голландских гульденах.

Взаимные фонды денежного рынка Многие частные лица и учреждения часть своих активов переводят в акции **взаимных фондов денежного рынка** (*money market mutual funds*)[1]. Эти фонды оперируют только краткосрочными долговыми обязательствами. Большинство взаимных фондов денежного рынка представляет возможность выписывать чеки, превышающие некоторый установленный минимум, обычно 500 или 1000 долл. Существенно, что федеральное страхование депозитов *не* распространяется на эти фонды; на них также не распространяются ограничения, устанавливающие потолок процентной ставки, и резервные требования.

Депозитные счета денежного рынка Это счета, открываемые банками и сберегательными учреждениями. Они не имеют минимального срока погашения, предоставляют ограниченные возможности чекового обращения и по ним начисляется процент, сравнимый с процентом, начисляемым во взаимных фондах денежного рынка. Федеральное страхование депозитов, рассматриваемое в главе 12, распространяется на эти счета. После того как депозитные учреждения начали открывать такие счета в 1982 г., объем средств на них стал быстро расти, до 350 млрд. долл. в год.

ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ М3: ЕЩЕ БОЛЕЕ ШИРОКОЕ ОПРЕДЕЛЕНИЕ ДЕНЕГ

Еще более широким определением денег, официально используемым Федеральной резервной системой, является **денежный агрегат М3**. Показатель М3 включает денежный агрегат М2, к которому добавляются следующие компоненты:

1. Срочные депозиты крупных размеров во всех депозитных учреждениях.
2. Срочные соглашения REPO в коммерческих банках и ссудо-сберегательных ассоциациях.
3. Срочные займы в евродолларах.
4. Счета взаимных фондов денежного рынка, принадлежащие только институтам.

Срочные депозиты крупных размеров Срочные депозиты номинальной стоимостью в 100 000 долл. и более являются **срочными депозитами крупных размеров** (*large-denomination time deposits*). Главная разница между срочными депозитами крупных и малых размеров заключается в том, что первые обращаемы; эти депозиты можно покупать и продавать без затруднений и потери доходности. Срочный депозит малых размеров не обращаем. Чаще всего срочный депозит крупного размера называют **депозитным сертификатом-«гигантом»** (*jumbo certificate of deposit, or jumbo CD*). Большинство таких депозитных сертификатов находится во владении фирм, которые используют их как инструмент краткосрочного вложения свободных средств.

Срочные соглашения REPO в коммерческих банках, сберегательных банках и ссудо-сберегательных ассоциациях Срочные операции REPO аналогичны однодневным, которые описаны выше, но соответствующее соглашение заключается на более длительный срок, который может варьировать от недели до месяца.

Срочные займы в евродолларах Срочные займы в евродолларах аналогичны однодневным, описанным ранее, но средства депонируются на срок от недели до месяца.

---

[1] Впервые такой фонд был организован в 1972 г. (*Bruce Brent's Reserve Fund*). Эти фонды представляют собой объединение средств вкладчиков. Фонды используют объединенные средства для покупки краткосрочных инструментов: казначейских векселей, банковских депозитных сертификатов и коммерческих бумаг (см. главу 5).

Счета взаимных фондов денежного рынка, принадлежащие только институтам Это счета юридических, а не частных лиц во взаимных фондах.

Чем компоненты денежного агрегата М3 отличаются от компонентов агрегата М2? Различие определяется ликвидностью. Срочные соглашения REPO и займы в евродолларах менее ликвидны, чем однодневные, потому что имеют больший срок погашения. Точно так же срочные депозиты крупных размеров менее ликвидны, чем малых. ФРС отличает депозиты институтов во взаимных фондах от вкладов частных лиц, потому что, как показали тщательные исследования, оборачиваемость (показатель, позволяющий приблизительно оценивать степень ликвидности) первых ниже, чем вторых.

ПОКАЗАТЕЛЬ ЛИКВИДНОСТИ: ДЕНЕЖНЫЙ АГРЕГАТ L

Федеральная резервная система использует широкий показатель ликвидности — **денежный агрегат L**. Агрегат L включает показатель М3 и другие ликвидные активы, такие, как срочные займы в евродолларах резидентов США, не являющихся банками; акцептованные банком векселя (banker's acceptances); коммерческие бумаги (commercial paper)[1]; казначейские векселя и другие ликвидные казначейские ценные бумаги; сберегательные облигации США. Хотя ФРС публикует данные по денежному агрегату L, она не осуществляет контроль над его размером.

Какой показатель денежной массы является наилучшим?

Какой же из показателей денежной массы наилучший: М1, М2 или М3? Чтобы ответить на этот вопрос, вспомним, что мы начали эту главу утверждением, что денежно-кредитная политика требует: 1) установления строгого соответствия между теоретическим и эмпирическим (имеющим количественную оценку) определениями денег; 2) возможности контроля над эмпирически определяемой денежной массой со стороны органов, регулирующих денежно-кредитную сферу; 3) установление тесной зависимости между изменениями эмпирически определяемой денежной массы и основными целями развития национальной экономики. Определение того, какой из трех денежных агрегатов — М1, М2 или М3 — наиболее соответствует трем перечисленным критериям, является нелегкой задачей. Одна из причин этого состоит в том, что экономическая теория предполагает два теоретических подхода: трансакционный и ликвидный. Какой из подходов предпочтительнее, полностью зависит от того, при каком из них обеспечивается более действенный контроль над денежной массой и лучшее соответствие экономическим целям.

ФИНАНСОВОЕ ДЕРЕГУЛИРОВАНИЕ И ДЕНЬГИ

Одна из проблем определения наилучшего показателя денежной массы состоит в том, что, хотя пыль, поднятая революцией в сфере финансовых услуг, постепенно оседает, мы все еще не знаем точно, какой денежный агрегат поддается наибольшему контролю со стороны ФРС. В октябре 1979 г. ФРС объявила, что она будет сосредоточивать усилия на целенаправленном влиянии на темп роста денежных агрегатов. Поскольку денежный агрегат М1 базируется на трансакционном подходе, многие решили, что он и является наилучшим показателем денежной массы. Одним из важных следствий финансового дерегулирования в 1980-е годы явился, однако, поток инвестиций на новые узаконенные типы счетов. Домашние хозяйства стали переводить свои средства в поиске самых высоких процентных ставок, как только депозитные учреждения или

[1] Коммерческие бумаги в США — это необеспеченные свободно обращающиеся обязательства с большими номиналами и сроками от 2 до 270 дней, используемые корпорациями и банками для краткосрочных заимствований и инвестиций. (*Прим. ред.*)

новые законодательные нормы создавали новые финансовые инструменты или как только частные лица или фирмы находили новые лазейки в финансовом законодательстве. Этот перевод средств путал все данные, и в 1982 г. ФРС решила временно не рассматривать показатель M1 как основной объект контроля над денежной массой, а сделать акцент на более широком денежном агрегате.

Законодательные изменения, происходившие после 1981 г., уже не давали такого дезорганизующего эффекта. После небольшого перерыва ФРС снова стала считать показатель M1 основным объектом контроля над денежной массой, но в 1987 г. ФРС опять от него отказалась (несмотря на резкую критику) в пользу денежных агрегатов M2 и M3. Мы расскажем о финансовом дерегулировании более подробно в главах 10 и 11 и вернемся к вопросу о выборе объекта контроля над денежной массой в главе 25.

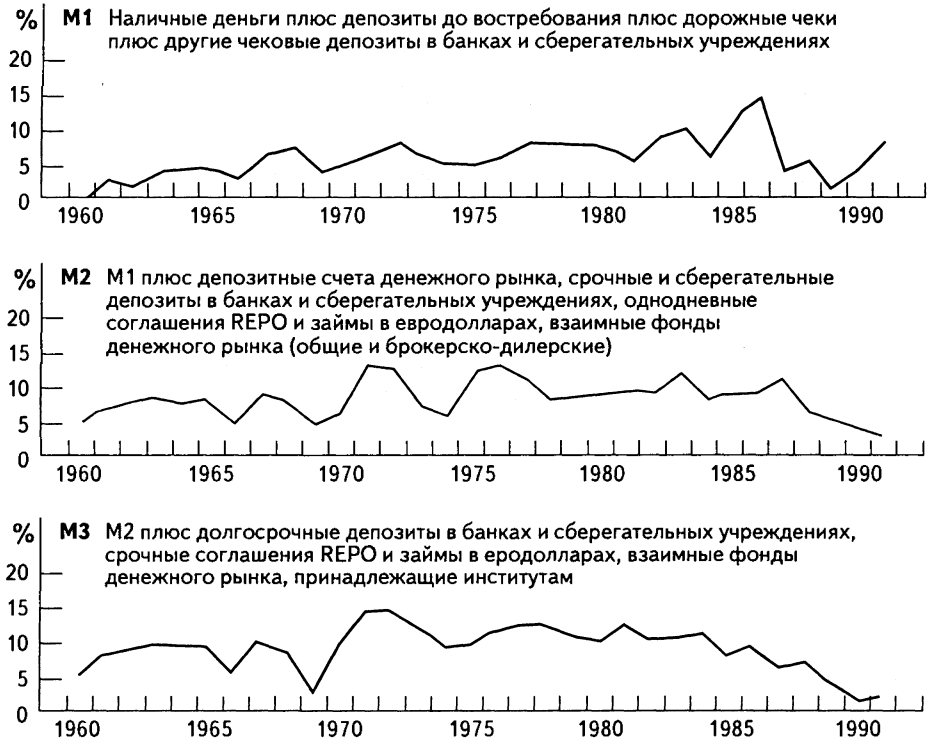


Рис. 3-1

Динамика денежных агрегатов во времени. Тщательный анализ приводимых графиков показывает, что динамика денежных агрегатов M1, M2 и M3 изменяется разными темпами и даже в разных направлениях. Это показывает невозможность выбора какого-либо из них в качестве наилучшего эмпирически определяемого показателя денежной массы. (*Источник*: Federal Reserve Board of Governors.)

ДЕНЬГИ И ДРУГИЕ ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПЕРЕМЕННЫЕ

Существенной проблемой выбора наилучшего показателя денежной массы является отсутствие ясного понимания того, какой денежный агрегат наиболее близко и предсказуемо связан с целями развития национальной экономики. Временами кажется, что таким денежным агрегатом является M1. В другие периоды представляется, что более узкие или более широкие денежные агрегаты обладают лучшими прогностическими свойствами. На рис. 3-1 показано, что динамика денежных агрегатов характеризуется разными темпами, а временами она изменяется в различных направлениях. Поскольку денежные

Денежные агрегаты в других странах

Центральные банки других государств используют собственные денежные агрегаты. Банк Франции, например, акцентирует внимание на собственном денежном агрегате М2, измеренном во франках. Французский М2 состоит из наличных денег, текущих счетов и «сберегательных счетов, находящихся в поле зрения», аналогичных сберегательным счетам на сберегательной книжке в США. Центральный банк Германии — *Deutsche Bundesbank* отслеживает динамику немецкого варианта показателя М3, измеренного в немецких марках и состоящего из наличных денег, «сберегательных счетов, находящихся в поле зрения», срочных депозитов со сроками погашения до 4 лет и «сберегательных депозитов с установленным извещением», аналогичных сберегательным депозитам с выпиской в США. Банк Японии недавно провел тщательный анализ «расширенного» показателя денежной массы, измеренной в иенах. Этот показатель денежной массы является суммой японского варианта денежного агрегата М2 (наличные деньги плюс все депозиты — до востребования, срочные и сберегательные) и депозитных сертификатов. Наконец, Банк Англии уделяет основное внимание британскому варианту денежного агрегата М3, который состоит из наличных денег и *всех* стерлинговых депозитов, включая депозитные сертификаты банков Великобритании.

Между показателями денежной массы, принятыми в этих государствах, и денежными агрегатами М2 и М3, используемыми Федеральной резервной системой США, имеется четкое соответствие. В последние два десятилетия наблюдалось сближение методов, которыми центральные банки разных государств измеряют объем денежной массы в обращении.

Другим примером сближения является тенденция к использованию более широких денежных агрегатов, таких, как разные варианты М2 и М3, в качестве главных индикаторов или ориентиров денежно-кредитной политики. Правда, Великобритания является исключением, так как Банк Англии с недавнего времени использует очень узкий показатель, который он называет «М0» и который является британской денежной базой. В США также обсуждалась необходимость уделять большее внимание расширению денежной базы. Тем не менее большинство центральных банков в последнее время фокусирует внимание на широких, а не узких денежных агрегатах. По-видимому, в большей части мира ликвидный подход одерживает победу над трансакционным.

Источник: Batten Dallas S., Blackwell Mickael P., Kim In-Su, Nocera Simon E., Ozeld Yuzuru, The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries. — International Monetary Fund Occasional Paper No. 70. Washington, D.C., July 1990.

агрегаты не меняются пропорционально, финансовые стратеги должны время от времени изменять выбор наилучшего показателя денежной массы. Кроме того, поскольку динамика денежных агрегатов характеризуется разными темпами, исследователи часто приходят к совершенно различным выводам относительно того, какую денежно-кредитную политику проводит ФРС на самом деле.

Единственное, с чем большинство экономистов соглашалось в последние годы, это то, что М1 не является хорошим индикатором других экономических переменных. По всем другим пунктам среди экономистов существуют острые разногласия. Некоторые экономисты — ученые и практики — проповедуют, например, что использование денежной базы в качестве показателя денежной массы наиболее адекватно отражает экономическую практику. Другие, наоборот, утверждают, что следует предпочесть более широкие денежные агрегаты, такие, как М2 и М3.

АЛЬТЕРНАТИВА ТРАДИЦИОННЫМ ДЕНЕЖНЫМ АГРЕГАТАМ

Поскольку денежная база, показатели М1, М2, М3 и L представляют собой суммы различных компонентов, экономисты называют их **простыми агрегатными показателя-**

ми (*simple-sum monetary aggregates*). В последние годы экономисты пытались построить другие денежные агрегаты, которые называются **индексными агрегатными показателями** (*divisia aggregates*). Они получаются переводом обычных денежных агрегатов типа M1 в сумму их средневзвешенных компонентов. В этом подходе делается попытка разделить компоненты M1 и взвесить их по трансакционной, а не сберегательной составляющей. При этом наибольший вес приписывается таким активам, как наличные деньги, которые имеют наивысшую оборачиваемость в финансовых потоках денежно-кредитной сферы, и более низкий вес таким, как счета NOW, которые вливаются не только в финансовые потоки денежно-кредитной сферы, но и сферы сберегательного дела.

Согласно пропагандистам индексных агрегатных показателей, финансисты — теоретики и практики — должны внимательно изучить теорию построения *статистических индексов* типа индексов цен или заработной платы. Они справедливо указывают, что простые денежные агрегаты очень слабо отражают статистические характеристики финансов. Они утверждают, кроме того, что показатели типа M1, M2 и M3 очень слабо или вообще никак не обоснованы логически ни с позиций трансакционного, ни ликвидного подхода.

В последние годы эта точка зрения получила определенное признание. В настоящее время ФРС регулярно рассчитывает индексные денежные агрегаты и анализирует их связь с такими экономическими показателями, как объем производства, уровень занятости и темпы инфляции. Тем не менее ведущая роль при разработке денежно-кредитной политики по-прежнему принадлежит простым денежным агрегатам. Вопрос о том, как лучше рассчитывать весовые коэффициенты индексов при построении индексных агрегатных показателей, является спорным, а простые денежные агрегаты удобны для использования.

КОНТРОЛЬ НАД ДЕНЕЖНЫМИ АГРЕГАТАМИ

Одной из причин того, что простые денежные агрегаты типа M1 или M2 продолжают приковывать к себе внимание ФРС, является положительный опыт воздействия ФРС на эти агрегаты методами денежно-кредитной политики. После столь длительного использования простых агрегатных показателей переход ФРС на индексные показатели представляется затяжным и дорогостоящим процессом, потому что при этом необходимо изучать методы контроля над этими новыми показателями денежной массы. Любой денежный агрегат, независимо от логики его построения, должен быть контролируемым, чтобы оказаться полезным при проведении денежно-кредитной политики. По этой причине практические потребности вынуждают ФРС по-прежнему пользоваться простыми агрегатными показателями, которые в настоящее время считаются более контролируемыми.

Тем не менее некоторые экономисты в настоящее время считают возможным, что надлежащим образом построенные индексные агрегатные показатели будут лучше соотноситься с другими экономическими показателями. Некоторые пришли даже к выводу, что эти денежные агрегаты могут оказаться более контролируемыми, чем простые. Исследование этих вопросов, по-видимому, будет продолжено.

Мы вернемся к вопросам контроля над денежной массой в главе 25. Сейчас важно понять суть лишь проблемы — сложность разграничения трансакционного определения денег от ликвидного и трудность различения функций денег как средства обращения и средства сохранения стоимости.

Будущее денег

Согласно теории эволюции развития денег, которую мы изложили в главе 2, естественным направлением развития любой экономики является использование торговых систем с минимально возможными издержками обращения. Когда технология совер-

шения сделок улучшается, общество старается использовать высокие технологии в сфере торговли товарами и услугами, снижая до возможного минимума издержки обращения. В результате уменьшается время, которое затрачивается на совершение обмена. Приятно сознавать, что мы живем в эпоху высоких технологий или в информационный век. Естественно ожидать, что общество найдет новые способы снижения издержек обращения и времени, затрачиваемого на совершение обмена. Можно также ожидать, что усилия в достижении этих целей повлияют на использование денег в современном мире высоких технологий.

До сих пор монеты и наличные деньги, чеки и дорожные чеки являлись наиболее широко используемыми средствами обращения при оплате товаров и услуг, что иллюстрирует табл. 3-4. Согласно приведенным оценкам, в течение рассматриваемого периода частные лица и фирмы в США использовали наличные деньги и чеки в 97,5% в случаях совершения платежей. Эти и другие неэлектронные средства обращения, включая дорожные чеки, **кредитные карточки** (*credit cards*) и **денежные поручения** (*money orders*), использовались почти в 100% сделок. Электронные средства обращения, при использовании которых платеж осуществляется путем передачи распоряжений по электронным сетям, связывающим участников сделки, а не передачи листков бумаги или монет, применялись менее чем в 0,5% всех сделок, совершенных в экономике США.

ТАБЛИЦА 3-4

Объем неэлектронных и электронных платежей. Оценки и прогнозы по США

Средства платежа	Число сделок (млн.)			Процент от общего числа сделок		
	1978	1987	1993*	1978	1987	1993*
Наличные деньги	250 000	278 600	299 500	86,87	83,42	80,55
Чеки	30 000	47 000	63 400	10,42	14,07	17,05
Другие	7000	7300	7500	2,43	2,17	2,02
Неэлектронные платежи, всего	287 000	332 900	370 400	99,72	99,66	99,62
Электронный перевод	29	84	171	0,01	0,03	0,05
Другие	750	1020	1250	0,27	0,30	0,33
Электронные платежи, всего	779	1104	1421	0,28	0,33	0,38
Итого	287 779	334 004	371 821	100,00	100,00	100,00

* Прогноз авторов на основе линейной экстраполяции.

Источники: Оценки 1978 г. Р. Кимбалла (*Kimball Ralph C.*, Wire Transfer and the Demand for Money. — New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, March/April 1980).
Оценки 1987 г. А. Берегера и Д. Хэмфри (*Berger A. N., Humphrey D. B.*, Market Failure and Resource Use: Economic Incentives to Use Different Payment Instruments, in: The U.S. Payments System: Efficiency, Risk, and the Role of Federal Reserve, ed. D. B. Humphrey. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1989).

Существует большое разнообразие средств платежа помимо наличных денег и чеков. Неэлектронными средствами платежа являются также дорожные чеки (рассматриваемые выше в этой главе), кредитные карточки — с которыми многие знакомы — и денежные поручения. Общее число сделок с использованием этих типов средств платежа приведено в табл. 3-4 в строке «Другие». Кредитная карточка позволяет клиенту незамедлительно получить кредит у фирмы или финансового учреждения. Клиент, имеющий кредитную карточку, скажем, фирмы *Sears* или *VISA*, получает товар или услугу

немедленно, а фирма *Sears* или кредитно-финансовое учреждение (скажем, *Citybank*) исполняет платеж или предоставляет клиенту кредит. Клиент получает товар или услугу без непосредственного использования наличных денег или чека. (Поэтому кредитные карточки не включаются в показатели денежной массы; они *откладывают*, а не осуществляют платеж.) В сделках с использованием денежных поручений наличные деньги или чеки заменяются титулами этих средств (денежными поручениями), которые отдельные фирмы предпочитают наличности или чеку частного лица.

Поскольку сделки по кредитным карточкам и денежным поручениям совершаются на бумаге, они, как и наличные деньги или чеки, являются неэлектронными средствами платежа. Существует четыре основных способа, которыми частные лица или фирмы могут осуществлять электронные платежи. Они могут воспользоваться услугами **автоматических расчетных палат** (*automated clearing houses*), которые представляют собой электронных посредников между отправителями и получателями денежных сумм. Они также могут обойтись без этих посредников и отправить средства напрямую, пользуясь **электронным переводом** (*wire transfer*) (например, по телефонной линии).

Существует также (с 1960-х годов) технология прямого перечисления средств с банковского счета клиента на счет фирмы, у которой клиент приобрел товар или услугу. Этот способ называется **переводом в «место продажи»** (*point-of-sale transfer*). Индивид и фирма могут осуществить перевод средств путем использования пластиковой карты с нанесенным на нее магнитным кодом банковского счета. Служащий помещает карту в специальный регистратор на контроле розничных покупок, когда клиент совершил покупку товара или услуги, и управляемая компьютером расчетная система автоматически делает перечисление с банковского счета клиента на счет фирмы-продавца. Такие системы существуют, но в настоящее время они не имеют широкого распространения среди частных лиц и фирм. Некоторые индивиды также поручают депозитным учреждениям оплачивать отдельные счета перечислением с депозитных счетов: один из способов осуществить это — **оплата счетов через автоматическую кассовую машину** (*automated teller machine bill payment*). Этот тип электронных средств платежа также не имеет широкого распространения в настоящее время. В табл. 3-4 услуги автоматических расчетных палат, перевод в «место продажи» и оплата счетов через автоматическую кассовую машину объединены в категорию «Другие», а электронный перевод указан отдельно.

Из табл. 3-4 ясно, что большая часть перечислений осуществляется неэлектронными способами. Можно было бы заключить отсюда, что в конце концов мы живем не в мире высоких технологий. Но это было бы ошибочным выводом.

В табл. 3-5 представлено не *число*, а *долларовые суммы* перечислений, осуществляемых с помощью различных средств платежа, т. е. в этой таблице сделан акцент на сумме, уплаченной с помощью разных средств платежа, а не на числе совершенных платежей.

Рассмотренные в этом аспекте электронные средства платежа оказываются очень важными. Большая часть долларовых выплат в США осуществляется электронными средствами платежа. Только на электронный перевод, по оценкам, приходилось более 83% всех долларовых сделок в 1993 г. С помощью же наличных денег и чеков в том же году было совершено не более 16% от общего объема выплат.

Сравнивая табл. 3-4 и 3-5, можно сделать вывод, что чеки и наличные деньги используются главным образом при выплате малых сумм, а для перечисления крупных сумм используется электронный перевод. Из табл. 3-5 видно, что в 1993 г. на 299 500 млн. наличных выплат приходилась сумма около 3400 млрд. долл., или чуть больше 11 долл. на одну выплату наличными. Напротив, на 63 400 млн. чековых выплат приходилось около 134 000 млрд. долл., или около 2114 долл. на одну чековую выплату (учтите, что многие чеки, например чек на получение заработной платы, выписываются на большие

суммы, поэтому средняя сумма выше, чем можно было бы ожидать). Что касается электронного перевода, то в 1993 г. на 171 млн. электронных платежей приходилась сумма около 738 300 млрд. долл., или около 4 317 544 долл. на одну выплату! Ясно, что плательщики — обычно это фирмы или финансовые учреждения — предпочитают электронный перевод при перечислении очень крупных сумм.

ТАБЛИЦА 3-5

Долларовые суммы неэлектронных и электронных платежей. Оценки и прогнозы по США

Средства платежа	Число сделок (млн.)			Процент от общего числа сделок		
	1978	1987	1993*	1978	1987	1993*
Наличные деньги	375	1400	3400	0,45	0,41	0,38
Чеки	15 000	55 800	134 000	18,13	16,37	15,16
Другие	125	434	995	0,15	0,12	0,11
Неэлектронные платежи, всего	15 500	56 234	138 395	18,73	16,49	16,65
Электронный перевод	65 983	281 000	738 300	79,75	82,45	83,52
Другие	1250	3601	7290	1,51	1,05	0,82
Электронные платежи, всего	67 233	284 601	745 590	81,26	83,51	84,34
Итого	82 733	340 835	883 985	100,00	100,00	100,00

* Прогноз авторов на основе линейной экстраполяции.

Источники: Оценки 1978 г. Р. Кимбалла (*Kimball Ralph C.,* Wire Transfer and the Demand for Money. — New England Economic Review, Federal Reserve Bank of Boston, March/April 1980).
Оценки 1987 г. А. Бергера и Д. Хэмфри (*Berger A. N., Humphrey D. B.,* Market Failure and Resource Use: Economic Incentives to Use Different Payment Instruments, in: The U.S. Payments System: Efficiency, Risk, and the Role of Federal Reserve, ed. D. B. Humphrey. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1989).

ОБЩЕСТВО БЕЗ НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ

Два десятилетия назад часто можно было слышать рассуждения о том, что к концу XX в. выйдут из употребления наличные деньги, чеки и другие формы бумажных или металлических средств обращения. Все деньги, утверждали крупные ученые, станут исключительно электронными, т. е. превратятся в электрические импульсы, передаваемые по медным проводам или по более современному волоконно-оптическому кабелю. Были ли эти предположения правильными? Это зависит от того, как оценивать денежную массу.

Трансакционный подход С точки зрения трансакционного подхода оценку денежной массы на основе показателя M1 нельзя считать совершенно несовременной. Как показывает табл. 3-4, очень большой процент платежей совершается с помощью наличных денег или чеков. Если определенные средства платежа действительно играют существенную роль в экономике, то оценка их объема в качестве показателя денежной массы приемлема.

Соответственно, последователи, изучающие наличные деньги, отсюда делают вывод, что те, кто утверждал, что мы превращаемся в общество без наличных денег (и в конечном счете без чеков), неправы. По мнению этих ученых, использующих трансакционный подход к оценке денежной массы, показатель M1 (или, может быть, взвешенный денежный агрегат, построенный на основе M1) остается совершенно законным

показателем денежной массы, независимо от всех технологических новинок последних двух десятилетий.

Ликвидный подход Те, кто продолжает считать, что новые технологии совершения платежей делают нас все более и более обществом безналичных денег, принимают ликвидный подход к оценке денежной массы. Такие исследователи находят, что данные табл. 3-5 в большей степени отражают то, что имеет реальное значение, а именно долларовую стоимость тех ликвидных активов, которые используются для покупки товаров и услуг. Они приходят к выводу, что наличные деньги и чековые депозиты — денежный агрегат M1 — представляют малую часть ликвидных активов современной экономики высоких технологий. Соответственно, они рассматривают M1 как слишком узкий показатель в обществе, где почти отсутствуют наличные деньги. Эти защитники ликвидного подхода утверждают, что дальнейшее совершенствование технологии платежей требует, чтобы Федеральная резервная система использовала более широкие показатели, такие, как M2, M3 или даже L.

БУДУЩЕЕ ДЕНЕГ

Должно быть ясно, что прогноз будущего денег зависит от подхода к определению того, что такое деньги. История прогноза возникновения «общества безналичных денег» к 2000 г. показывает, что именно к такому выводу мы должны прийти. Экономисты, принимающие трансакционный подход к оценке денежной массы, вероятно, останутся при убеждении, что узкий показатель типа M1 будет полезным и в далеком будущем. Наоборот, экономисты, использующие ликвидный подход к оценке денежной массы, видимо, придут к выводу, что должны применяться более широкие денежные агрегаты. Следует ожидать, что расхождения во взглядах со временем усилятся. Технология наверняка принесет еще много новинок — ведь ученые уже рассуждают о том, что когда-нибудь можно будет записывать информацию на отдельных молекулах, а не на современных «массивных» микросхемах. Торговые системы станут все более сложными, и люди будут совершать все больше платежей, используя не наличные деньги и чеки, а другие средства платежа. Можно утверждать, что при всех этих изменениях деньги изменятся незначительно или, наоборот, что они совсем исчезнут; все зависит от того, что понимать под деньгами.

Краткое содержание

1. Поскольку деньгами является все, что признается в качестве денег, на практике они принимают различные формы. Кроме того, технологические изменения в банковской сфере приводят к изменению форм денег. По этим причинам трудно точно определить, что такое деньги, и измерить денежную массу.
2. Существует два базовых подхода к оценке денежной массы: трансакционный и ликвидный. Трансакционный подход исходит из того, что деньги являются средством обращения. Такой подход исключает из понятия денег активы, которые не могут быть непосредственно использованы для совершения сделок купли-продажи. ФРС не включает в состав денег государственные ценные бумаги США, поскольку для осуществления покупок владельцы этих бумаг должны сначала конвертировать их в деньги. Ликвидный подход исходит из того, что, по определению, ликвидные активы могут быть легко конвертируемы в деньги без потери номинальной стоимости; капитальные убытки и доход от прироста капитала при этом очень малы. В этом смысле они представляют собой форму активов, которые измеряют объем возможных сделок. Таким образом, ликвидный подход включает «почти деньги» в показатель денежной массы.
3. В настоящее время существует несколько официальных определений денег, соответствующих показателям M1, M2 и M3. Их можно ранжировать от узких до широких показателей. Более широкие показатели включают в себя менее ликвидные активы.

4. Эффективная денежно-кредитная политика требует: а) установления строгого соответствия между теоретическим и эмпирическим определениями денег; б) возможность контроля над денежной массой, определяемой эмпирически; в) установления тесной зависимости между изменениями объема денежной массы и основными целями развития национальной экономики.
5. Практически ни один из денежных агрегатов M1, M2 и M3 не отвечает полностью трем критериям, указанным в пункте 4.
6. Революция в технологии в денежной и банковской сферах приводит к все большему разбросу мнений о том, что следует понимать под деньгами.

Словарь терминов

Автоматические расчетные палаты (*automated clearing houses*) — электронные терминалы, выступающие в качестве посредников между отправителями средств и их получателями.

Взаимные фонды денежного рынка (*money market mutual funds*) — средства вкладчиков, привлекаемые инвестиционной компанией и используемые для инвестиций в инструменты денежного рынка. Как правило, вкладчик фонда может изымать свои средства путем выписки чека на фонд.

Денежная база (*monetary base*) — наличные деньги в обращении плюс резервы депозитных учреждений.

Денежные поручения (*money orders*) — документы, дающие право на получение наличных денег. Иногда используются для оплаты товаров и услуг.

Денежный агрегат L — денежный агрегат M3 плюс другие ликвидные активы (например, казначейские векселя и сберегательные облигации США).

Денежный агрегат M1 — суммарная стоимость наличных денег и трансакционных депозитов, не принадлежащих финансовым институтам.

Денежный агрегат M2 — денежный агрегат M1 плюс следующие компоненты: 1) сберегательные депозиты и срочные депозиты малых размеров во всех депозитных учреждениях; 2) однодневные соглашения REPO в коммерческих банках; 3) однодневные займы в евродолларах резидентов США (кроме банков) в филиалах банков — членов ФРС в странах Карибского бассейна; 4) взаимные фонды денежного рынка.

Денежный агрегат M3 — денежный агрегат M2 плюс следующие компоненты: 1) срочные депозиты крупных размеров (свыше 100 000 долл.) во всех депозитных учреждениях; 2) срочные соглашения REPO в коммерческих банках и ссудо-сберегательных ассоциациях; 3) взаимные фонды денежного рынка, принадлежащие только институтам.

Депозитные учреждения (*depository institutions*) — финансовые учреждения, принимающие депозиты на хранение и предоставляющие ссуды под процент.

Депозитный сертификат-«гигант» (*jumbo certificate of deposit, or jumbo CD*) — срочный депозит крупных размеров (номиналом свыше 100 000 долл.). Такого рода депозитные сертификаты выдаются обычно для фирм и имеют определенный срок погашения. Процентная ставка по такому депозиту зависит от конъюнктуры финансового рынка в момент его выпуска.

Депозиты до востребования (*demand deposits*) — депозиты, помещенные в депозитные учреждения, которые могут быть изъяты без предварительного уведомления или переведены с помощью чека.

Индексный агрегатный показатель (*divisia aggregate*) — денежный агрегат, который вычисляется по компонентам обычного агрегата как их средневзвешенная величина. При этом компоненты, имеющие большую оборачиваемость в финансовых потоках денежно-кредитной сферы, получают большие веса по сравнению с теми компонентами, которые используются главным образом в сберегательной системе.

Кредитная карточка (*credit card*) — карточка, используемая для автоматического получения кредита клиентом, позволяющая ему совершить покупку товара или услуги без наличных денег и выписывания чека.

Ликвидность (*liquidity*) — способность инвестора в любой момент в будущем быстро продать актив по определенной номинальной цене с коротким уведомлением и при минимальных издержках.

Ликвидный подход (*liquidity approach*) — подход к оценке денежной массы, который основан на функции денег как средства сохранения стоимости.

Наличные деньги (*currency*) — монеты и бумажные деньги.

Оплата счетов через автоматическую кассовую машину (*automated teller machine bill payment*) — перечисление сумм со счета одного лица в депозитном учреждении на счет другого лица или фирмы с помощью автоматической кассовой машины.

Перевод в «место продажи» (*point-of-sale transfer*) — перечисления денежных сумм со счета лица на счет фирмы, у которой лицо приобрело товар или услугу. Осуществляются по проводным сетям непосредственно в «место продажи».

Подпольная экономика (*underground, or subterranean, economy*) — экономика, состоящая из незаконных операций и операций, законных по своему характеру, но о которых не сообщается налоговой службе.

«Почти деньги» (*near monies*) — высоколиквидные активы, не включенные в денежный агрегат M1, например казначейские векселя США и сберегательные депозиты в банках и ссудо-сберегательных ассоциациях. По этим активам возможны лишь незначительные капитальный убыток или доход от прироста капитала.

Простые агрегатные показатели (*simple-sum monetary aggregates*) — показатели денежной массы, построенные как сумма ее различных компонентов.

Сберегательные счета на сберегательной книжке (*passbook savings accounts*) — сберегательные счета, по которым ведется сберегательная книжка. В ней содержатся записи всех операций и размеры остатков. Эти счета не имеют срока погашения, а для принятия вкладов или снятия денег со счетов должна быть предъявлена сберегательная книжка.

Сберегательные счета с выпиской (*statement savings accounts*) — сберегательные счета, владельцы которых периодически получают выписку из банковского счета об операциях и размере остатка. Не имеют установленного срока погашения. Принятие вкладов и снятие денег со счетов могут осуществляться по почте.

Сберегательные учреждения (*thrift institutions*) — взаимные сберегательные банки, ссудо-сберегательные ассоциации, кредитные союзы.

Соглашение о покупке и обратной продаже в коммерческом банке (соглашение REPO) (*repurchase agreement at a commercial bank, RP*) — соглашение о продаже банком своим клиентам ценных бумаг Казначейства или федерального агентства с совершением через определенное время обратной сделки по оговоренной цене, включающей накопленный процент.

Срочные депозиты крупных размеров (*large-denomination time deposits*) — сберегательные депозиты с установленным сроком погашения и на сумму не менее 100 000 долл.

Срочные депозиты малых размеров (*small-denomination time deposits*) — сберегательные депозиты с установленным сроком погашения на сумму менее 100 000 долл.

Счета ATS (*automatic-transfer-system accounts*) — счета системы автоматического перевода денежных средств. Счет ATS представляет собой комбинацию сберегательного счета, по которому начисляются проценты, и текущего счета, по которому проценты не начисляются. В этой комбинации в случае овердрафта на текущем счете необходимая сумма автоматически перечисляется на этот счет со сберегательного счета.

Счета NOW (*negotiable order of withdrawal accounts*) — счета с обращающимся приказом об изъятии средств. Это сберегательные счета с выплатой процентов и возможностью выписки чеков.

Трансакционные депозиты (счета) (*transactions accounts*) — счета NOW, счета ATS, сберегательные депозиты в кредитных союзах и депозиты до востребования во взаимных сберегательных банках.

Трансакционный подход (*transaction approach*) — подход к оценке денежной массы, основанный на функции денег как средства обращения.

Федеральная резервная система (ФРС) (*Federal Reserve System, Fed*) — центральный банк США.

Электронный перевод (*wire transfer*) — перечисление средств между частными лицами или фирмами, осуществляемое путем передачи распоряжений по проводным или кабельным сетям или по телефону.

Вопросы для самопроверки

1. Каковы основные различия между трансакционным и ликвидным подходами к оценке денежной массы?
2. Каковы три самых больших компонента денежного агрегата M1 в США?
3. Каковы главные компоненты денежного агрегата M2 в США?
4. Каковы главные компоненты денежного агрегата M3 в США?
5. Что *концептуально* представляет собой денежный агрегат L?
6. Какие средства платежа используются в США при совершении большинства реальных денежных перечислений? Какие средства платежа используются для осуществления основной части долларовых платежей?
7. Почему новейшие технологические достижения в области совершенствования средств платежа, скорее всего, вызовут усиление расхождений между трансакционным и ликвидным подходами к оценке денежной массы?

Задачи

3-1. Каковы компоненты денежного агрегата M1?

3-2. Каковы компоненты денежного агрегата M2?

3-3. Рассмотрите приведенные данные и рассчитайте величину денежных агрегатов M1, M2, M3 и L:

	долл.
Наличные деньги вне хранилищ Казначейства, федеральных резервных банков и депозитных учреждений	193,2
Депозиты до востребования (кроме принадлежащих депозитным учреждениям, правительству США, иностранным банкам и институтам)	296,4
Крупные срочные депозиты, срочные соглашения REPO, срочные займы в евродолларах	743,4
Сберегательные облигации США, не принадлежащие банкам	643,0
Другие чековые депозиты	254,5
Однодневные соглашения REPO и займы в евродолларах, взаимные фонды денежного рынка, не принадлежащие институтам, депозитные счета денежного рынка и сберегательные депозиты	2111,1
Дорожные чеки, не принадлежащие депозитным учреждениям	6,9

3-4. Предположим, мы хотим построить денежный агрегат, учитывающий различную оборачиваемость его составляющих (взвешенный агрегат). Для этого надо рассчитать весовые коэффициенты, характеризующие оборачиваемость различных компонентов агрегата. Каждый коэффициент должен быть умножен на компонент, к которому он относится, и все произведения весов на компоненты суммируются. Пусть мы рассчитываем агрегат, который назовем D1. Его компоненты — наличные деньги (100 млрд. долл.), депозиты до востребования и другие чековые депозиты (200 млрд. долл.) и дорожные чеки (10 млрд. долл.). Оборачиваемость наличных денег — 0,6, депозитов — 0,4, дорожных чеков — 1,0. Какова величина показателя D1 в долларах?

3-5. Наличные деньги и чеки являются средствами платежа почти в 98% от общего числа платежей в США. Электронный перевод составляет более 82% объема долларовых платежей в США. Объясните, почему это возможно и почему данные цифры затрудняют ответ на вопрос, что такое деньги на самом деле.

Рекомендуемая литература

Barnett William A., Hinich Melvin, Yue Piyu, Monitoring Monetary Aggregates under Risk Aversion, in: Monetary Policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve System, ed. Michael T. Belongia. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1991.

Batten Dallas S., Blackwell Michael P., Kim In-Su, Nocera Simon E., Ozeld Yuzuru, The Conduct of Monetary Policy in the Major Industrial Countries: Instruments and Operating Procedures. — International Monetary Fund Occasional Paper No. 70, Washington, D.C., July 1990.

Berger Allen N., Humphrey David B., Market Failures and Resource Use: Economic Incentives to Use Different Payment Instruments, in: The U.S. Payments System: Efficiency, Risk, and the Role of the Federal Reserve, ed. David B. Humphrey. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1989.

Broaddus Alfred, Financial Innovation in the United States: Background, Current Status and Prospects. — Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, 71 (1), January/February 1985, pp. 2—22.

Darby Michael R., Mascaro Angelo R., Marlow Michael L., The Empirical Reliability of Monetary Aggregates as Indicators: 1983—1986. — Research Paper No. 8701, U.S. Department of the Treasury, 1987.

Flannery Mark S., Jaffee Dwight J., The Economic Implications of an Electronic Monetary Transfer System. — Lexington, MA, 1973.

Gavin William T., Pakko Michael R., Economic Commentary. — Federal Reserve Bank of Cleveland, July 1, 1987.

Higgins Bryan, Faust Jon, NOWs and Super NOWs: Implications for Defining and Measuring Money. — Economic Review, Federal Reserve Bank of Kansas City, January 1983, pp. 3—18.

Porter Richard D., Simpson Thomas D., Manskopf Eileen, Financial Innovation and the Monetary Aggregates. — Brooking Papers on Economic Activity, 1, 1979.

Richardson Dennis W., Electric Money: Evolution of an Electronic Funds-Transfer System. — Cambridge, MA, 1970.

Sprenkle Case, Turnovsky Stephen, Fujihara Roger, Assets Aggregates, and Monetary Control. — Journal of Banking and Finance, 14 March 1990, pp. 155—177.

Walter John R., Monetary Aggregates: A User's Guide. — Economic Review, Federal Reserve Bank of Richmond, 75 (1), January/February 1989, pp. 20—28.

Часть II

Финансовые инструменты, рынки и институты

Глава 4

Общее понятие о сбережении, инвестициях и кредитных рынках

Основные проблемы

1. Что такое графики потребительских и производственных возможностей? Как их наклон связан с обменным курсом для различных периодов?
2. Что такое кривая безразличия? Как используются кривые безразличия для оптимального потребления индивида, которому необходимо принять решение об объеме потребления в два различных периода?
3. Что такое сбережение? Что такое инвестиции? Как связаны потребление, сбережение и инвестиции в модели робинзонады?
4. Что такое доходность от сбережения? Как на ее основании вычислить оцениваемую индивидом приведенную стоимость будущей величины?
5. Что такое предельный продукт капитала? Как он связан с доходностью от сбережения в модели робинзонады?
6. Что такое кредит? Что такое активы и обязательства?
7. Что такое основная сумма долга? Что такое процент? Как рассчитывается ставка процента?
8. Что такое излишек для производителя и потребителя? Как эти понятия позволяют объяснить существование кредитного рынка?

Старые экономические анекдоты

Есть много старых анекдотов об экономистах. Например, такие:

1. Президенту Герберту Гуверу (Hoover, 1874—1964) приписывается утверждение, что он бы что угодно отдал за однорукого советника по экономике — чтобы не слышать постоянно «с одной стороны... но с другой стороны...»[1].
2. Другой анекдот — в форме вопроса и ответа.
   Вопрос: Что же такое экономист?
   Ответ: Это специалист, который завтра будет знать, почему сегодня не произошло то, что он предсказывал вчера.
3. Еще один анекдот стал поговоркой: «Если всех экономистов государства выстроить в ряд, они все равно будут указывать во все стороны».
4. Вариант той же поговорки: «Если бы всех экономистов выстроить в ряд, то от этого всем стало бы лучше».

Следующий, гораздо более длинный анекдот поможет нам перейти к содержанию этой главы. Речь пойдет об одном экономисте, которому недавно была присуждена Нобелевская премия. Этот экономист известен во всем мире. Он был советником президентов, диктаторов, королей и королев. Он появлялся в программах новостей на общенациональных телевизионных каналах и в самых знаменитых телевизионных ток-шоу. Его экономические теории известны больше, чем теории любого из ныне здрав-

[1] Игра слов в английском тексте: one-armed (однорукий) и on the one hand... (с одной стороны...; *букв.*: на одной руке). (*Прим. ред.*)

ствующих экономистов. Его уважают коллеги, любой прохожий на улице скажет, что он лучший специалист по экономике. Случилось так, что, возвращаясь в США, этот специалист по экономике оказался в самолете между двумя другими лауреатами Нобелевской премии — биохимиком и женщиной-физиком. Все пассажиры обращали внимание на знаменитого экономиста, совершенно игнорируя ученых-естественников. Последние, правда, отнеслись к этому с полным пониманием. Ведь они тоже видели выступления этого экономиста по телевидению и читали его статьи в газетах. Они понимали, что рядом с ними истинный лидер в своей области.

Вдруг в борту самолета образовалась дыра — сказался скрытый дефект конструкции фюзеляжа. Когда страсти улеглись, экипаж и пассажиры пришли в ужас: кресла с тремя нобелевскими лауреатами исчезли.

Экономист, физик и биохимик оказались плывущими в своих креслах посреди Атлантического океана. К счастью, океан был спокоен и течение прибило их к маленькому архипелагу необитаемых островов. Они высадились на самом большом из них. Быстро изучив скудную окружающую природу, они поняли, что вокруг очень мало еды. К счастью, оказалось, что вместе с ними вылетела из самолета и приплыла следом огромная банка бобов, которой хватило бы, чтобы дважды накормить всех пассажиров самолета. Естественно, возник вопрос, как ее открыть.

Физик первая предложила гипотетический способ открывания банки. Она указала, что удельная теплоемкость воды, в которой находятся бобы внутри банки, вероятно, выше, чем удельная теплоемкость алюминия, из которого изготовлена банка. Поэтому, гласила ее теория, если под банкой развести огонь, давление внутри ее станет настолько большим, что банка взорвется и ученые смогут наесться бобами.

На это экономист указал, что этот план содержит существенный недостаток: бобы вылетят из банки и окажутся в песке; он заявил, что не хочет есть бобы, смешанные с песком. Биохимик ответил на критику экономиста другой теорией открывания банки. Он предложил выдавить сок из нескольких ананасов, растущих поблизости, и смешать его с соком листьев пальмы и морской водой, чтобы получить сильную кислоту. Кислота, как он утверждал, проест банку и позволит ученым добраться до бобов.

Экономист тут же отверг и это предложение. «Кому нужны бобы, пропитанные кислотой!» — сказал он. Физику и биохимику этот всемирно известный экономист уже надоел. Они спросили: «А что вы предлагаете, чтобы открыть банку?» «Это элементарно, — ответил экономист. — Давайте начнем с предположения, что у нас имеется консервный нож, и исходя из этого разработаем план действий».

Как у многих старых анекдотов, у этого есть несколько вариантов конца. Самый известный вариант сводится к тому, что физик и биохимик съели экономиста вместо бобов. Но мы примем другой вариант, согласно которому они изгнали экономиста на другой островок с приказанием не возвращаться без более конструктивных предложений.

Модель робинзонады[1]

Рассмотрим трудное положение, в котором оказался изгнанный экономист на необитаемом острове. Он обнаружил, что единственная пища, которая здесь есть, — 100 ананасов, найденные им при обследовании острова. Как и наш нобелевский лауреат, сделаем несколько допущений. Первое состоит в том, что все ананасы — неизвестного ранее, негниющего сорта (можно было бы считать, что со временем появится гниение, но это

[1] Модели робинзонады (экономики с одним участником) широко распространены в экономической науке. Предлагаемая здесь в основном соответствует изложенной в книге Дж. Пирса (*Pierce James*, Monetary and Financial Economics. — New York: John Wiley and Sons, 1984, chapter 3).

усложнило бы анализ). Второе допущение заключается в том, что в течение длительного периода времени экономисту не на что рассчитывать, кроме ананасов. Наконец, мы предположим, что из проводившихся им ранее исследований трансокеанических перевозок экономист знает, что корабль, который его спасет, должен появиться ровно через два месяца.

Исходя из этих данных, экономист должен решить, как распределить на двухмесячный период накопленное богатство, т. е. 100 ананасов. Он не ожидает других поступлений пищи за это время, а физик и биохимик не желают с ним разговаривать и едва ли отдадут часть своих бобов за ананасы. Он может рассчитывать только на себя и должен воспользоваться своими экономическими познаниями.

ПОТРЕБИТЕЛЬСКИЕ ВОЗМОЖНОСТИ

Прежде всего, экономист должен взглянуть в лицо суровым фактам. У него есть 100 ананасов, зато негниющих. Тут он вспоминает старинное утверждение, что там, где есть два-три экономиста, всегда найдется семь-восемь вариантов для обсуждения, и выводит отсюда, что у него должно быть три варианта, над которыми стоит задуматься. Одним крайним решением будет съесть все 100 ананасов в первый месяц, а второй месяц продержаться на пальмовых листьях (по мнению биохимика, содержащих кислоту). Другая крайняя возможность — просуществовать на пальмовых листьях первый месяц и съесть все 100 ананасов — во второй. Наконец, естественно рассмотреть и средний вариант — съесть 50 ананасов в первый и 50 ананасов во второй месяц.

У экономиста оказались с собой ручка и блокнот. В первый день пребывания на острове он построил график (рис. 4-1), на котором представлена зависимость между числом ананасов, съеденных в текущем месяце (на вертикальной оси) и съеденных в следующем месяце (на горизонтальной оси). Из графика ясно, что у него есть много возможностей потребления ананасов, включая и те три, что он рассмотрел вначале. Все эти варианты лежат на прямой линии, которая является **множеством потребительских возможностей** (*consumption opportunities set*). Это множество содержит все возможные варианты потребления, имеющиеся у экономиста в двухмесячный период его пребывания на острове.

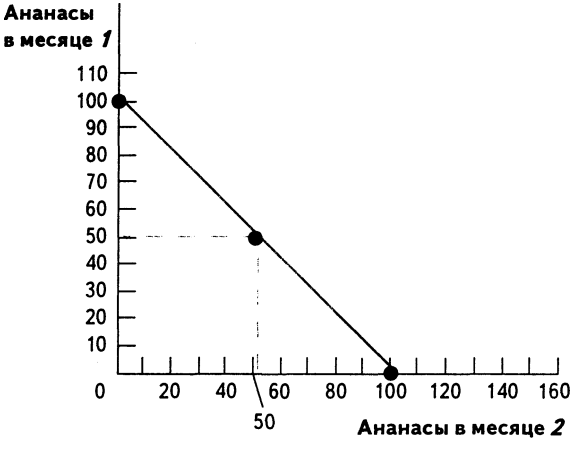


Рис. 4-1
Множество потребительских возможностей. У высаженного на необитаемом острове экономиста есть 100 негниющих ананасов в начале его двухмесячного пребывания на острове. Один вариант потребления в течение двух месяцев заключается в том, чтобы съесть все 100 ананасов в первом месяце и ничего не оставить на второй месяц. Другой вариант — съесть 50 ананасов в первом месяце и 50 — во втором. Прямая линия, проходящая через эти точки, показывает два указанных варианта, а также все другие варианты потребительского выбора, который он может сделать за те два месяца, что будет на острове.

Наклон графика множества потребительских возможностей равен отрезку, отсекаемому на оси ординат, деленному на отрезок, отсекаемый на оси абсцисс, или $-100/100 = -1$. Абсолютное значение наклона равно единице, что означает, что необходимо отдать один ананас в текущем месяце за один лишний ананас в следующем месяце.

Наклон графика множества потребительских возможностей (рис. 4-1) равен отношению отрезка, отложенного по вертикальной оси, к отрезку, отложенному по горизонтальной оси, т. е. (−100) : (100) = −1, или минус один ананас в этом месяце приходится на один ананас в следующем месяце. Это означает, что необходимо отказаться от потребления одного ананаса в первом месяце, чтобы увеличить потребление во втором на одну штуку. Итак, **альтернативная стоимость** (*opportunity cost*) потребления одного ананаса в этом месяце равна одному ананасу, недополученному в следующем. Абсолютное значение наклона графика множества потребительских возможностей равно альтернативной стоимости потребления одного ананаса в текущем месяце.

Альтернативная стоимость потребления ананасов лежит в основе **обменного курса** (*rate of exchange*) ананасов, потребляемых в настоящем, на ананасы в будущем, т. е. она указывает экономисту, сколько ананасов в этом месяце он может мысленно обменять на один ананас в следующем месяце. Хотя наш экономист и не ведет торговлю с физиком и биохимиком, живущими на другом острове, он может с успехом вести обмен ананасами *во времени*. Суть в том, что потребление ананаса в этом месяце оставляет меньше ананасов для потребления в следующем месяце.

ПОЛЕЗНОСТЬ И КРИВЫЕ БЕЗРАЗЛИЧИЯ

Наш бестрепетный экономист осознал, что в ближайшие два месяца его потребление ананасов не превысит 100 штук. Это означает, что нет возможности потребить больше, чем содержит множество потребительских возможностей; нельзя оказаться в точке, лежащей выше и правее линии множества потребительских возможностей (рис. 4-1). Можно потребить меньше 100 ананасов в течение двух месяцев, но он знает, что к этому моменту он будет спасен, поэтому считает, что лучше потребить все 100 ананасов. Он достигнет максимально возможного в данных обстоятельствах удовлетворения, выбрав точку потребления на множестве потребительских возможностей.

Экономиста приучили измерять удовлетворение **полезностью** (*utility*), которая является показателем степени насыщения потребностей. Он решил поэтому, что следующая задача — поразмышлять о том, какую пользу он может извлечь из потребления ананасов в ближайшие два месяца. Начать надо с того, решил он, чтобы рассмотреть проблему абстрактно, вне зависимости от множества потребительских возможностей, которые фактически существуют.

Кривая безразличия И вот экономист представил себе остров, на котором число ананасов не ограничено. Допустим, сказал он сам себе, что можно съесть 70 ананасов в этом месяце и 40 в следующем. Это соотношение он нанес на график как точку *A* (рис. 4-2). Далее, он предположил, что альтернативный уровень потребления в первом месяце — 40 ананасов. Сколько ананасов надо потребить во втором месяце, чтобы сохранять ту же степень удовлетворения? После колебаний экономист решил, что если во втором месяце он потребит 60 ананасов, то степень его удовлетворения будет такой же, как тогда, когда он потребляет 70 в первом и 40 во втором месяце. Соответствующую точку он обозначил буквой *B*.

Далее он стал обдумывать (а что еще делать, когда сидишь один на острове) случай, когда в первом месяце он может потребить только 20 ананасов; сколько надо иметь ананасов для потребления во втором месяце, чтобы сохранить ту же степень удовлетворения? После некоторого размышления он решил, что в этом случае во втором месяце потребуется 90 ананасов. Это он отразил точкой *C* на графике (рис. 4-2).

По построению точки *A*, *B* и *C* являются точками равной полезности для экономиста. Это означает, что ему *безразлично*, какую из трех комбинаций выбрать. Эти три точки вместе со всеми аналогичными лежат на **кривой безразличия** (*indifference*

curve), являющейся графиком комбинаций потребления, относительно которых экономисту совершенно безразлично, какую из них выбрать. В любой точке кривой безразличия степень его удовлетворения одинакова. Если бы он сумел как-то изменить степень удовлетворения, или полезность, он обозначил бы уровень, соответствующий построенной кривой безразличия, буквой U_1.

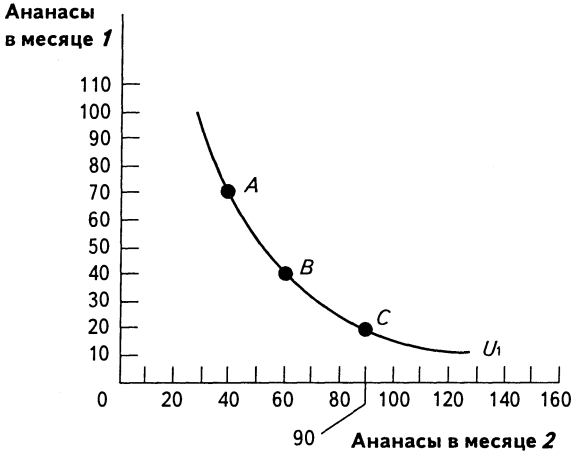


Рис. 4-2
Кривая безразличия. Любой вариант потребления на кривой безразличия в модели робинзонады дает экономисту одинаковую степень удовлетворения. Иначе говоря, он извлекает из любого варианта одинаковую полезность. Таким образом, хотя суммарное потребление в точках *A*, *B* и *C* различно, экономист одинаково удовлетворен при любом из этих вариантов потребительского выбора; выбор между ними ему безразличен.

Закон убывающей предельной полезности Кривая безразличия, построенная экономистом, выпукла. Причиной этого является **закон убывающей предельной полезности** (*law of diminishing marginal utility*). Согласно этому закону, увеличение полезности или степени удовлетворения, которое потребитель получает при увеличении количества потребленных товаров на одну единицу, снижается с ростом общего количества потребленных единиц. Тот факт, например, что кривая безразличия, построенная экономистом, становится более пологой по мере того, как растет его потребление во втором месяце, означает, что ему требуется все меньшее снижение потребления в первом месяце, чтобы сохранить ту же степень удовлетворения. Увеличение степени удовлетворения с ростом потребления во втором месяце все меньше по мере снижения потребления в первом месяце. Поэтому дополнительная полезность от потребления во втором месяце снижается по мере роста этого потребления, что соответствует закону убывающей предельной полезности.

Уровни полезности и кривые безразличия Кроме того, экономист стал обдумывать, что произойдет, если он сместит кривую безразличия, как показано на рис. 4-3, т. е. что будет, если можно съесть 10 дополнительных ананасов в первом месяце, не уменьшая количество, съеденное во втором. Он установил, что при этом точки кривой безразличия *A*, *B* и *C* переместятся на 10 единиц вверх. Степень его удовлетворения будет одинаковой в любой из этих новых точек *A*', *B*' и *C*', т. е. эти точки будут лежать на новой кривой безразличия. Однако в любой из этих точек экономист будет *более счастлив*, чем в любой из исходных точек *A*, *B* и *C*, так как его потребление в первом месяце возрастет, а во втором — не изменится. Таким образом, уровень полезности вдоль новой кривой безразличия, который мы обозначим U_2, выше, чем уровень полезности U_1 на исходной кривой безразличия.

Продумав все это, наш бесстрашный экономист тут же (как-никак он все же нобелевский лауреат) понял, что он может в принципе построить бесконечное число

кривых безразличия, исходя из первой, увеличивая или уменьшая потребление в первом месяце и оставляя неизменным потребление во втором. Увеличение потребления в первом месяце приведет к построению кривых типа U_2, расположенных выше и правее исходной кривой, т. е. уровень полезности будет возрастать при смещении кривой безразличия вправо вверх. Уменьшение потребления, наоборот, будет соответствовать кривым безразличия, расположенным ниже и левее исходной, т. е. более низкому уровню полезности. Например, если экономист вынужден сократить потребление в первом месяце на 10 ананасов в точках *A*, *B* и *C* (рис. 4-3) без компенсации этого уменьшения увеличением потребления во втором месяце, он окажется в точках *A*", *B*" и *C*" на кривой безразличия, расположенной ниже и соответствующей более низкому по сравнению с U_1 и U_2 уровню полезности U_0.

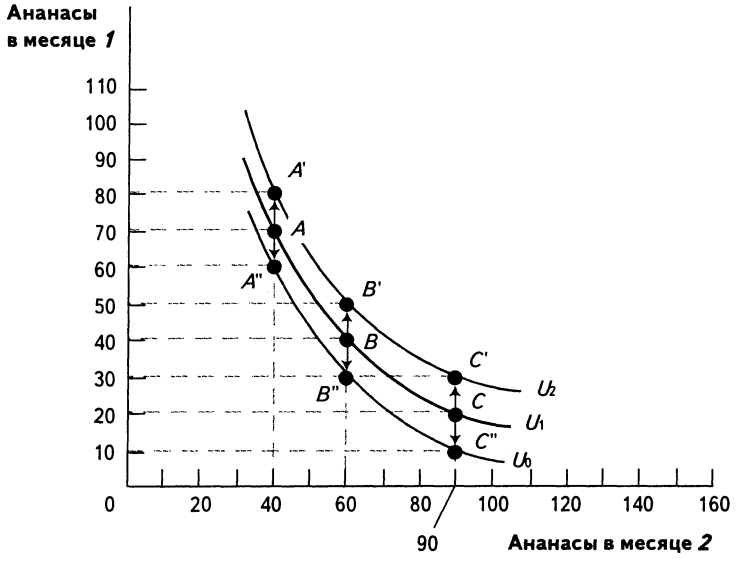


Рис. 4-3

Высокий и низкий уровни полезности. Если экономист, живущий на необитаемом острове, может увеличить потребление в первом месяце на 10 ананасов без снижения потребления во втором месяце, соответствующие точки *A*', *B*' и *C*' будут лежать на новой кривой безразличия, расположенной выше и правее исходной кривой, на которой отмечены точки *A*, *B* и *C*. Поскольку экономист потребляет больше в первом месяце, не уменьшая потребление во втором, уровень полезности на новой кривой безразличия, обозначенной U_2, выше исходного уровня полезности U_1.

Наоборот, если экономист вынужден отдать 10 ананасов в первый месяц пребывания на острове без всякой компенсации во втором месяце, соответствующие точки кривой безразличия *A*", *B*" и *C*" будут лежать на 10 единиц ниже точек *A*, *B* и *C*. Поскольку в этом случае экономист съест в первом месяце меньше без компенсации во втором месяце, уровень полезности на кривой безразличия, включающей точки *A*", *B*" и *C*" и обозначенной U_0, будет ниже исходного уровня U_1.

ОПТИМАЛЬНЫЙ ВАРИАНТ ПОТРЕБЛЕНИЯ

Очень скоро обитающий на острове экономист очнулся от сна наяву, в котором была возможна неограниченная полезность и неограниченное число кривых безразличия. Он знал, что не может выбрать любую кривую безразличия, поскольку фактически у него есть только 100 негниющих ананасов. Необходимо было сделать реальный, а не воображаемый выбор.

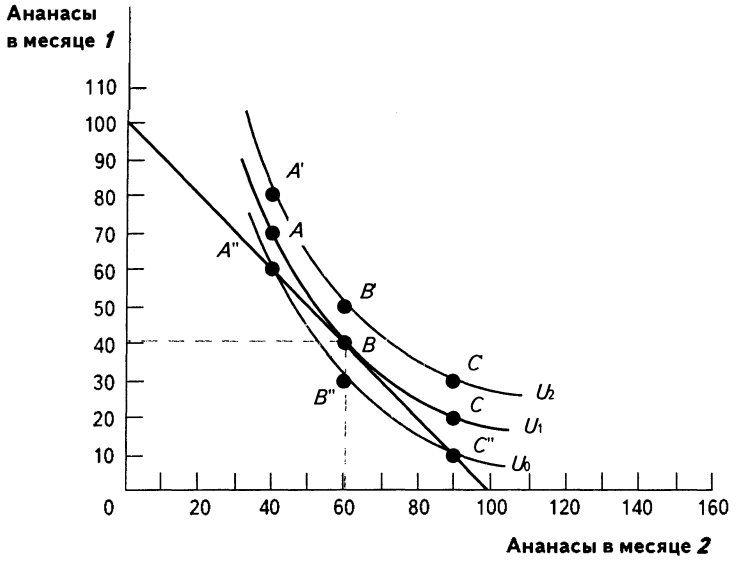


Рис. 4-4

Оптимальный потребительский выбор. При данных вариантах потребления живущий на острове экономист не может достичь уровня полезности U_2; такие точки, как A', B' и C', лежат вне множества потребительских возможностей. Уровень полезности U_0 *достижим*; однако он *менее желателен*, чем уровень полезности U_1, являющийся самым высоким из возможных, какие могут быть достигнуты при данном множестве потребительских возможностей. Уровень полезности U_1 может быть достигнут в точке B, которая соответствует потреблению 40 ананасов в первом месяце и 60 ананасов — во втором. Таким образом, точка B есть *оптимальный потребительский выбор.*

Тем не менее сон наяву помог ему выработать методику выбора. Эту методику он отразил на графике (рис. 4-4). На этом графике он совместил множество потребительских возможностей (рис. 4-1) с тремя кривыми безразличия (рис. 4-3).

Оказалось, что, с одной стороны, хорошо было бы достигнуть уровня полезности U_2, но, к сожалению, этот уровень недостижим, поскольку не имеет общих точек с графиком множества потребительских возможностей. Точки A', B' и C', как и любая другая точка кривой безразличия самого высокого уровня, лежат выше графика множества потребительских возможностей. С другой стороны, уровень полезности U_0 достижим, потому что точки, в которых кривая U_0 пересекает график множества потребительских возможностей и все точки этой кривой, находящиеся на этом множестве, как точка B'', соответствуют потреблению 100 или меньшего числа ананасов.

На основе графического анализа (рис. 4-4) экономист также определил, что он может достичь и более высокого уровня полезности U_1. При этом на кривой U_1 есть всего одна точка, в которой она касается графика множества потребительских возможностей и поэтому соответствует и потребностям экономиста, и его возможностям. Это точка B. Если экономист попытается перейти к более высокому уровню полезности, он выйдет за рамки множества потребительских возможностей, поэтому уровень полезности U_1 в точке B — наивысший возможный уровень полезности, который он может достичь. В точке B экономист съест 40 ананасов в первый месяц пребывания на острове и 60 — во второй месяц. Это будет *оптимальный потребительский выбор* (*optimal consumption choice*).

Экономист заметил, что в точке B кривая безразличия как раз касается графика множества потребительских возможностей. Это означает, что в этой точке наклон кривой безразличия равен наклону графика множества потребительских возможнос-

тей, который, как показано выше, равен минус одной единице, потребленной в первый месяц, на единицу, потребленную во второй месяц (обратим внимание, что наклон отрицателен, так как множество возможностей потребления носит снижающийся характер; экономисту надо отказаться от одного ананаса в первом месяце, чтобы получить дополнительный ананас во втором). Итак, принимая оптимальное решение, экономист должен избрать вариант, который согласуется с курсом обмена ананасов, потребляемых в настоящем, на ананасы в будущем.

Производство и потребление в модели робинзонады

Как раз перед тем, как наш храбрый экономист собрался начать реализацию принятого решения, он увидел, что на берег острова вынесло бутылку. В ней оказалось длинное послание от физика и биохимика, в котором говорилось, что хотя они его не прощают, но сочувствуют его бедственному положению. Из сочувствия они решили сообщить ему, что растущие на островах ананасы принадлежат к виду, который обладает довольно высокой репродуктивностью: из каждых двух ананасов, посаженных в землю, вырастает три новых растения, каждое из которых дает один ананас в течение одного месяца с момента посадки.

Экономист немедленно сделал вывод, что из каждого ананаса, посаженного в текущем месяце, он получит в среднем 1,5 ананаса в следующем месяце. Он сразу понял, что теперь может *производить* ананасы, а это позволит ему потребить более 100 ананасов в течение двухмесячного пребывания на острове.

ПРОИЗВОДСТВЕННЫЕ ВОЗМОЖНОСТИ, КАПИТАЛ, СБЕРЕЖЕНИЕ И ИНВЕСТИЦИИ

Чтобы доказать самому себе наличие такой возможности, экономист открыл еще один листок блокнота. Он начал с того, что снова изобразил вариант оптимального потребления (рис. 4-5). Он увидел, что теперь, когда он может производить ананасы, у него появились по крайней мере еще две новые возможности. Можно, например, в первый месяц съесть все 100 ананасов. В этом случае у него опять ничего не останется на второй месяц. Другой крайний вариант: он может совсем не есть ананасы в первом месяце. Тогда он может все их посадить в землю и вырастить к следующему месяцу 150 ананасов, которые потом можно будет съесть.

Множество производственных возможностей Эти две крайние точки, а также все точки на соединяющей их прямой образуют **множество производственных возможностей** (*production possibilities set*) экономиста. *Та же* прямая представляет собой и расширенное множество потребительских возможностей экономиста, так как кроме него — единственного производителя и потребителя — на острове нет других потребителей ананасов. Наклон графика множества потребительских/производственных возможностей равен отрезку, отсекаемому на оси ординат, деленному на отрезок, отсекаемый на оси абсцисс, т. е. −100 ананасов в первом месяце, деленные на 150 ананасов во втором месяце, или $-{}^{2}/_{3}$ ананаса в первом месяце на один ананас во втором месяце. Поскольку этот график есть множество потребительских возможностей экономиста, наклон опять является обменным курсом ($-{}^{2}/_{3}$ ананаса в первом месяце за один ананас во втором месяце) потребления ананасов в первом месяце на потребление ананасов во втором месяце. Это означает, что величина, обратная обменному курсу (${}^{3}/_{2} = 1{}^{1}/_{2}$ ананаса в следующем месяце за один ананас в текущем), есть обменный курс потребления ананасов во втором месяце на потребление ананасов в первом.

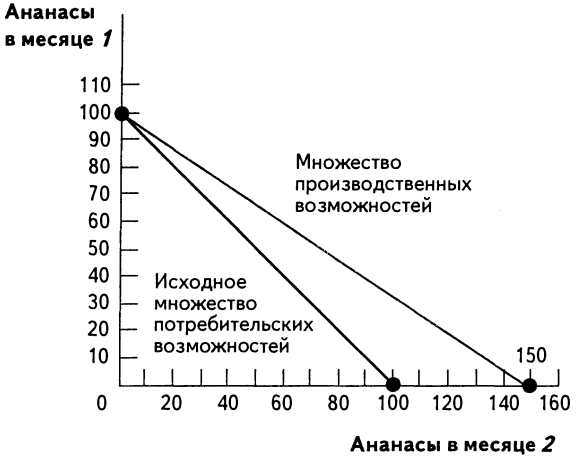


Рис. 4-5

Множество производственных возможностей. Экономист узнал, что он может посадить ананасы в первом месяце и получить во втором урожай, составляющий $1^1/_2$ ананаса на каждый посаженный ананас. Как и раньше, если он съест все ананасы в первом месяце, у него не будет ничего для потребления во втором. Если же он не съест ни одного ананаса в первом месяце, он может посадить все 100 и получить 150 для потребления во втором месяце. Эти две возможности, а также все, расположенные на соединяющей их прямой, образуют множество производственных возможностей экономиста. Поскольку экономист — единственный потребитель на острове, это также и его новое множество потребительских возможностей.

За исключением одной общей точки, новое множество производственных/потребительских возможностей экономиста лежит выше и правее исходного множества потребительских возможностей. Наклон прямой множества производственных возможностей равен $-100/150 = -^2/_3$. Поэтому экономист должен отказаться от $^2/_3$ ананаса в первом месяце, чтобы получить один ананас для потребления во втором месяце. Величина, обратная наклону прямой, равна $1 : (^2/_3) = ^3/_2 = 1^1/_2$; она показывает, что экономист получает $1^1/_2$ ананаса во втором месяце за каждый ананас, посаженный в первом месяце, что дает величину предельного продукта капитала.

Капитал и его предельный продукт Построенный график является в то же время и множеством производственных возможностей экономиста, поэтому наклон прямой дает информацию о его производственных возможностях. Теперь экономист может использовать ананасы для того, чтобы *производить* (выращивая на грунте) новые ананасы в будущем. Экономисты называют блага, которые используются для производства таких же или других благ в будущем, **капитальными благами** (*capital goods*). Итак, экономист понял, что ананасы являются одновременно и потребительскими и капитальными благами. Далее, если посадить два ананаса (т. е. использовать 2 единицы капитального блага) в этом месяце, можно получить 3 ананаса (3 единицы потребительских благ) в будущем. Это означает, что при выращивании ананасов (потребительских благ) объем производства равен 3 ананасам на каждые 2 посаженных ананаса (т. е. на каждые 2 единицы капитального блага), или $1^1/_2$ произведенного ананаса на каждый посаженный. Объем производства на единицу капитала — $1^1/_2$ ананаса в будущем на каждый ананас, использованный как капитальное благо в настоящем, — экономисты называют **предельным продуктом капитала** (*marginal product of capital*). Обобщая, можно сказать, что предельный продукт капитала — это дополнительное количество товаров и услуг, получаемое при добавлении единицы к капиталу, затрачиваемому на производство. Таким образом, у нашего экономиста предельный продукт капитала равен $1^1/_2$.

Наш бесстрашный экономист понял, что раз он может использовать часть ананасов этого месяца как капитальные блага для производства дополнительного количества ананасов как потребительских благ, он может улучшить оптимальный потребительский выбор, показанный на рис. 4-4. Чтобы рассмотреть эту возможность, он построил график (рис. 4-6), на котором приведены исходное множество потребительских возможностей вместе с первоначальным оптимальным выбором и новое множество потребительских/производственных возможностей. Поразмыслив, экономист понял, что, поскольку новое множество потребительских возможностей лежит правее первоначального, он может перейти на более высокую кривую безразличия (она обозначена U^*), касательную к новому множеству потребительских возможностей; тем самым экономист может повысить уровень полезности!

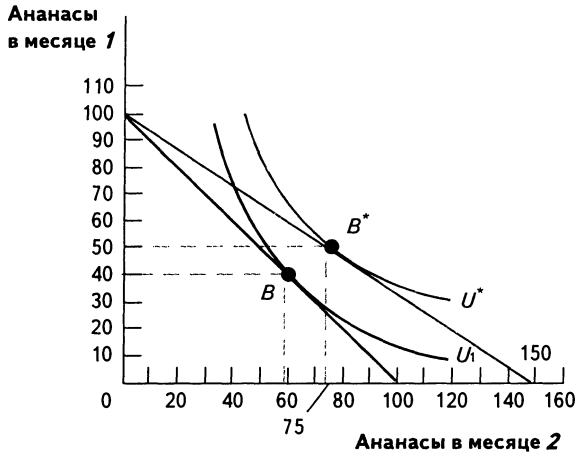


Рис. 4-6

Новый оптимальный потребительский выбор. Поскольку теперь экономист может производить дополнительные ананасы во второй месяц пребывания на острове, используя ананасы, посаженные в первом месяце, он может достичь уровня полезности U^*, более высокого, чем U_1, достигнутого ранее. Для того чтобы это осуществить, экономист выбирает новую точку оптимального потребительского выбора B^*, которая расположена выше и правее точки первоначального оптимального потребительского выбора B.

В точке B^* экономист потребит в первом месяце только 50 ананасов. Остальные 50 ананасов он сбережет. К тому же он их высадит в грунт, т. е. использует как капитальные блага. Поскольку предельный продукт капитала равен $1^1/_2 = {}^3/_2$, во втором месяце он сможет произвести $50 \times {}^3/_2 = 75$ ананасов, которые затем он сможет потребить.

Сбережение и инвестиции Экономист открыл, что в точке касания, обозначенной B^*, оптимальным вариантом является потребление 50 ананасов в первый месяц и 75 — во второй, т. е. он потребит только 50 из первоначальных 100 ананасов в первом месяце, оставив 50 непотребленными. Эти ананасы будут **сбережением** (*saving*) экономиста за первый месяц, которое, по определению, является отказом от потребления.

Экономист сбережет ананасы с определенной целью: он посадит их, чтобы произвести 75 ананасов для потребления во втором месяце (каждый посаженный ананас даст $1^1/_2$, или ${}^3/_2$ ананаса во втором месяце; поэтому 50 ананасов, посаженных в первом месяце, дадут $({}^3/_2) \times 50 = 75$ ананасов во втором месяце). Напомним, что ананасы, используемые для производства ананасов в будущем, являются, по определению, *капитальными благами*. Поэтому, откладывая в первом месяце 50 ананасов в качестве

капитальных благ, экономист делает то, что он и другие экономисты называют *инвестициями капитала* (*capital investment*) или просто **инвестициями** (*investment*). Инвестиции определяются как приращение запаса капитальных благ, и 50 ананасов, отложенных для посадки, представляют собой объем инвестиций экономиста.

Отметим, что объем сбережений равняется 50 ананасам и объем инвестиций равняется тоже 50 ананасам, т. е. сбережение равно инвестициям. Чтобы произвести в будущем добавочное количество ананасов сверх того, что он может иметь, не занимаясь посадкой, экономист должен инвестировать капитал, а это требует, чтобы он отказался от некоторой части текущего потребления. Для того чтобы получить доход от инвестиций, т. е. от приращения производительного капитала, необходимо делать сбережения. Как мы увидим в главе 18, равенство сбережений и инвестиций является важной чертой и гораздо более сложных экономических систем, чем модель робинзонады.

Предельный продукт капитала и доходность сбережения Сбережение 50 ананасов в первом месяце позволяет экономисту использовать их для производства и последующего потребления 75 ананасов на втором месяце пребывания на острове. Если бы он решил не заниматься посадкой 50 ананасов, то у него было бы только 50 ананасов для потребления во втором месяце. Ясно, что экономист скорее предпочтет получить доход от сбережения ананасов, для чего использует их как капитальные блага, чем просто оставит их до следующего месяца. Его суммарный доход от сбережения составят дополнительные 25 ананасов (75, которые он получит от посадки, минус 50, которые он бы имел, не занимаясь посадкой). Это означает, что **доходность от сбережения** (*rate of return from saving*), которая равна суммарному доходу от сбережения (25 ананасов), деленному на суммарное количество сбереженных ананасов (50 штук), составит $^1/_2$, или 0,5. В процентах доходность от сбережения равна 50%.

Наш экономист вспоминает, что предельный продукт капитала равен $^3/_2$, или $1^1/_2$. Он замечает, что справедливо следующее соотношение:

$$1 + \text{Доходность} = 1^1/_2 = \text{Предельный продукт капитала.} \qquad (4\text{-}1)$$

Таково соотношение, связывающее предполагаемые сбережения и инвестиции экономиста. Соотношение (4-1) утверждает, что доходность от сбережения ($^1/_2$ ананаса на один сбереженный ананас) плюс один сбереженный ананас равняется $^3/_2$ ананаса, которые можно произвести, если использовать один ананас как капитальное благо, что и является предельным продуктом капитала. Поскольку это соотношение справедливо, постольку предполагаемые сбережения равны инвестициям экономиста; это значит, что экономист находится в точке оптимального потребления (рис. 4-6).

Приведенная стоимость ананасов, полученных в будущем Экономист вспомнил еще, что согласно проделанным ранее вычислениям наклон графика множества потребительских/производственных возможностей равен:

$$\text{Наклон} = \frac{\text{Отрезок, отсекаемый на оси ординат}}{\text{Отрезок, отсекаемый на оси абсцисс}} = -^2/_3 = -1/(^3/_2) = -1/(1 + {}^1/_2). \qquad (4\text{-}2)$$

Знаменатель этой дроби есть предельный продукт капитала, равный $1^1/_2$, а согласно уравнению (4-1), предельный продукт капитала равен единице плюс доходность от сбережения. Обозначая доходность символом r_s, можно представить наклон графика множества потребительских/производственных возможностей как:

$$\text{Наклон} = -1/(1 + r_s). \qquad (4\text{-}3)$$

Чем объясняются различия в объеме сбережений и общее уменьшение сбережений в разных странах?

История нашего экономиста на необитаемом острове является, конечно, выдуманной и сильно упрощенной. Однако она отражает существенные черты принятия решений по вопросам потребления и сбережения во времени. Такие решения различные индивиды принимают по-разному. Кроме того, оказывается, что такие решения принимаются по-разному в различных странах. Население одних стран более склонно к сбережению, других — менее, это отражает соотношение между нормой сбережений и национальным доходом в разных странах.

Средняя норма ежегодных сбережений в разных странах
(общий объем сбережений в стране в процентах к валовому внутреннему продукту)

Страна	Среднегодовая норма сбережений 1960—1974	1980—1992
Австралия	24,5	20,6
Австрия	28,7	24,6
Бельгия	23,2	17,1
Канада	21,8	20,4
Дания	22,0	16,4
Финляндия	28,8	24,9
Франция	25,1	19,8
Германия	27,0	22,3
Греция	22,2	18,1
Ирландия	19,7	16,8
Италия	23,7	20,0
Япония	36,6	31,5
Нидерланды	28,4	22,3
Новая Зеландия	23,0	21,4
Швеция	24,3	18,0
Великобритания	28,9	17,2
США	28,8	14,4

Норма сбережений

Приведенная ниже таблица дает сравнение *общих норм сбережений*. Общая норма сбережений определяется как отношение общего объема сбережений в стране к валовому внутреннему продукту. Общий объем сбережений включает в себя сбережения, которые в конечном счете определяют снижение стоимости основного капитала в стране. Валовой внутренний продукт — это объем конечной продукции, изготовленной с помощью только внутренних факторов производства данной страны. Приведенные в таблице данные являются усредненными для каждой страны за периоды 1960—1974 гг. и 1980—1992 гг.

Из анализа данных можно вывести два интересных факта. Во-первых, норма сбережений в США является самой низкой в мире. Во-вторых, в каждой стране норма сбережений снижается.

Объяснение существующих тенденций нормы сбережений в разных странах

Чем объясняются различия в национальных нормах сбережений? Чем объясняется общая тенденция к снижению нормы сбережений во всех странах? Ответ дать непросто, но можно назвать несколько *возможных* причин, которые в совокупности могут объяснить приведенные данные. Во-первых, некоторые государства, например США и Великобритания, осуществляют обширные программы социальной помощи, для которых взимаются налоги с доходов граждан; причем в их распоряжении остаются меньшие суммы, которые можно бы было считать сбережениями. В то же время другие государства, например Япония, не проводят или почти не проводят программ социальной помощи. Во-вторых, программы социального страхования, осуществляемые в перечисленных странах, хотя и в разной степени, помогают их гражданам противостоять различным неожиданностям и поэтому уменьшают необходимость в предусмотрительно сделанных сбережениях.

В-третьих, в некоторых странах, например в США, демографическая ситуация такова, что численность одного поколения — в США это поколение родившихся в годы «беби-бума»[1] — может быть очень велика

[1] 1950—60-е годы. (*Прим. ред.*)

по отношению к другим возрастным группам. Склонность к сбережению существенно зависит от возраста (старые люди к этому более склонны), поэтому различия возрастной структуры населения в разных странах могут объяснять различия в норме сбережений. В-четвертых, доходы от сбережений в одних странах, например в США, облагаются налогом, а в других — нет; последнее имеет место в Японии (см. раздел «Современная дискуссия», помещенный ниже в этой главе). В-пятых, возможно, что крупные внутренние займы, которые размещают правительства для покрытия бюджетного дефицита, уменьшают сбережения, как мы увидим в последующих главах, а в последние годы правительства размещают гораздо большие займы, чем в прошлом.

Наконец, в настоящее время производительность во многих странах ниже, чем она была в прошлые годы. Это значит, что в этих странах уменьшился предельный продукт капитала. Теория потребления и сбережения предсказывает, конечно, что снижение предельного продукта капитала приведет к снижению доходности от сбережения, а это вызовет снижение фактических сбережений. Именно это мы и наблюдаем в мире.

Другое возможное объяснение

Есть и другое интересное, хотя, пожалуй, немного грустное, гипотетическое объяснение различий в норме сбережений в разных странах, а может быть, и снижения общемировой нормы сбережений. Недавние исследования, проведенные путем опроса граждан разных стран относительно их оценки вероятности ядерной войны, показали, что норма сбережений ниже в тех странах, население которых считает ядерную войну весьма вероятной. Возглавляют список стран, чьи граждане не исключают высокой вероятности развязывания ядерной войны, США — страна с самой низкой нормой сбережений. В конце этого списка находятся Япония, Германия, Финляндия и Нидерланды — страны с высокой нормой сбережений. Естественно, возникает мысль, что люди, считающие ядерную войну весьма вероятной, менее склонны делать сбережения на будущее (например, если бы наш вымышленный экономист ожидал, что его остров будет уничтожен ракетой с ядерным зарядом, он вряд ли стал бы сберегать ананасы в первом месяце), тогда как те, кто не верит в ядерную войну, склонны делать сбережения.

После 1989 г. в большинстве стран норма сбережений немного выросла. Отражают ли эти изменения уменьшение страха перед ядерной войной в связи с распадом коммунистического блока? Это интересный вопрос для исследователя — экономиста грядущих лет.

Источник: Smith Roger S., Factors Affecting Saving, Policy Tools and Tax Reform. — International Monetary Fund Staff Papers, 37 (1), March 1990, pp. 1—70; OECD National Accounts. Также использованы материалы статьи Дж. Слемрода (*Slemrod Joel*, Fear of Nuclear War and Intercountry Differences in the Rate of Saving. — Economic Inquiry, 28 (4), October 1990, pp. 647—657) и оценки авторов.

Абсолютная величина наклона графика множества потребительских возможностей, по определению, равна обменному курсу ананасов, потребляемых в первом месяце, на ананасы, потребляемые во втором месяце. Поэтому, обозначая через Q_2 число ананасов, потребленных во втором месяце, найдем, что

$$Q_1 = [1/(1 + r_s)]\ Q_2, \tag{4-4}$$

где Q_1 — число ананасов, потребленных во втором месяце (Q_2), приведенное к текущему моменту. Если рассматривать первый месяц как настоящее, а второй — как будущее, то Q_1 оказывается **приведенной стоимостью** (*present value*) ананасов, полученных в будущем (Q_2).

Рассмотрим ситуацию, в которой находится экономист на острове. Доходность от сбережения (r_s) равна $^1/_2$, поэтому $1/(1 + r_s)$ равно $1 : {}^3/_2 = {}^2/_3$. Если экономист знает, что получит $Q_2 = 75$ ананасов во втором (будущем) месяце (что справедливо в точке B^* на рис. 4-6), то стоимость этих ананасов, исходя из их стоимости в первом месяце (настоящем), согласно (4-4), равна:

$$Q_1 = [1/(1 + {}^1/_2)] \times 75 = ({}^2/_3) \times 75 = 50.$$

Следовательно, приведенная стоимость 75 ананасов, которые должны быть получены во втором месяце, равна 50 ананасам в первом месяце. Это имеет ясный смысл: именно такое число ананасов он сначала сберегает, благодаря чему получает доход в 25 ананасов, а всего имеет 75 ананасов во втором месяце. Поэтому, если доходность от сбережения равна $^1/_2$, или 50%, то 75 ананасов в следующем месяце равны 50 ананасам в первом месяце, и наоборот.

Как вы узнаете в главе 7, понятие приведенной стоимости имеет много полезных применений. Именно оно позволяет оценивать будущие количества товаров (услуг) или денег с точки зрения настоящего. Поскольку многие решения частных лиц и фирм касаются распределения богатства между настоящим и будущим (с помощью приема, называемого *дисконтированием*, который рассматривается в главе 7), то это понятие очень важно.

Кредит и ставка процента

Для нашего экономиста, конечно, самое главное заключается в том, что он принял решение относительно размера потребления, сбережений и инвестиций. В точке *B* он потребит в первый месяц 50 ананасов из имеющихся 100 и сбережет остальные 50. Эти сбереженные ананасы будут инвестированы, чтобы дать 75 ананасов во втором месяце. Теперь экономист готов заниматься посадкой 50 ананасов.

КРЕДИТ, ОСНОВНАЯ СУММА ДОЛГА И ПРОЦЕНТ

Как раз когда экономист собрался заняться посадкой ананасов, он увидел на горизонте плот, а на нем — кого бы вы думали? — биохимика и физика. Обменявшись с ним приветствиями, гости объяснили причину своего визита. Оказалось, что им стало скучно. Кроме поедания бобов из банки, а также потребления и возделывания ананасов, им совершенно нечем было занять свой интеллект. Они объяснили, что выработали план экспериментального исследования питательной ценности островных ананасов. Проблема, однако, в том, что у них нет достаточного количества ананасов, чтобы сделать эксперимент статистически значимым.

Поэтому, объяснили биохимик и физик, они хотели бы одолжить у экономиста столько ананасов, сколько он пожелает им дать, с условием, что они отдадут их в следующем месяце вместе с дополнительным количеством — в качестве платы за полученную ссуду. Они отметили, что необходимо решить два вопроса. Во-первых, склонен ли экономист поверить им и дать ананасы в долг после того, как они с ним обошлись? Во-вторых, если склонен, то какова будет плата за полученные в долг ананасы?

Поскольку экономист — человек не злопамятный, он заявляет, что в принципе готов дать ананасы в долг биохимику с физиком. Делая это, по его словам, он предоставит им **кредит** (*credit*) (слово происходит от латинского *credo*, что означает «Я верю»). Кредит, поясняет он, есть возможность вступить в право собственности и получить какие-то вещи в настоящем, тогда как плата за эти вещи откладывается до некоторого срока в будущем. Таким образом, предоставляя биохимику и физику кредит, экономист передаст им ананасы в обмен на *обещание*, которое, как он верит, они выполнят, — заплатить ему в следующем месяце, когда подойдет срок платежа.

Кроме того, экономист поясняет, что размер ссуды сам по себе явится **основной суммой долга** (*principal*). Дополнительная плата, которую ученые-естественники обязуются заплатить как компенсацию за полученный кредит, явится — по определению — суммой **процента** (*interest*) с ссуды. По условиям обсуждаемой ссуды сроком выплаты основной суммы и процента будет следующий месяц. Поэтому **сроком погашения** (*maturity*), или продолжительностью, кредита будет один месяц.

АКТИВЫ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА

С одной стороны, отмечает экономист, поскольку биохимик и физик в течение месяца будут должниками экономиста, размер долга в течение этого периода будет **обязательством** (*liability*) биохимика и физика; иначе говоря, с их стороны это будет обязательство передать экономисту определенные ценности в следующем месяце. С другой стороны, с точки зрения экономиста, ссуда будет **активом** (*asset*) на этот месяц, поскольку она предоставляет право получить основную сумму и процент с нее в момент погашения долга, т. е. через месяц, считая с данного момента.

Физик и биохимик констатируют, что они понимают, что, одалживая ананасы у экономиста, берут на себя совершенно определенные обязательства. Затем обе стороны соглашаются, что им остается лишь определить размер основной суммы долга и процента. Экономист заявляет, что в данных обстоятельствах он может одолжить физику и биохимику 50 ананасов. Ученые-естественники очень довольны: это как раз то количество, которое им нужно, чтобы обеспечить статистическую достоверность экспериментов по определению питательности ананасов. Остается только установить размер процента, который они должны будут выплатить в добавление к этим 50 ананасам через месяц.

РЫНОЧНАЯ СТАВКА ПРОЦЕНТА

Посовещавшись друг с другом, физик и биохимик предлагают выплатить экономисту в следующем месяце процент в размере 20 ананасов. Экономист быстро производит в уме расчет. Как он установил раньше, согласно уравнению (4-1), доходность от сбережения ананасов, которую он может обеспечить сам, равна $^1/_2$ ананаса во втором месяце на один ананас, сбереженный в первом месяце, т. е. он может обеспечить доходность 50%. В результате он будет иметь 75 ананасов во втором месяце, если сбережет в текущем месяце 50 ананасов с целью инвестирования. Его доход от сбережения, если он не будет давать ссуду, составит 25 ананасов. Ясно, что он не может принять предложение ученых-естественников в отношении размера процента. **Ставка процента** (*interest rate*), представляющая собой процентный доход, который он получит по ссуде, будет равна $^{20}/_{50}$ = 0,4 (40%). Это меньше, чем доходность 50%, которую он сам может обеспечить.

Поэтому экономист делает контрпредложение. Он готов предоставить ссуду, если при ее погашении получит процентный доход в размере 30 ананасов, т. е. дать в долг под ставку процента $^{30}/_{50}$ = 0,6 (60%). Экономист, конечно, понимает, что это больше того, что нужно, чтобы компенсировать потерю дохода, который он бы получил сам. Тем не менее он хочет получить то, что он и другие экономисты называют **излишком для производителя** (*producer surplus*). В общем излишек для производителя — это то, что производитель любого товара, включая кредит, зарабатывает сверх минимально справедливой оплаты поставляемого товара. Минимально справедливая доходность, которую может потребовать экономист, составляет 50%. Если он получит согласие физика и биохимика относительно размера процентной ставки в 60%, он получит излишек для производителя, равный разности между 60 и 50%, т. е. 10%. В абсолютном выражении это будет 30 ананасов минус минимальная величина 25 ананасов, которая нужна, чтобы экономист согласился дать ссуду, т. е. 5 ананасов.

К радости экономиста, биохимик с физиком немедленно принимают его контрпредложение; все обмениваются рукопожатиями в знак заключения соглашения. Они установили **рыночную ставку процента** (*market rate of interest*), т. е. процентную ставку, под которую ссуда фактически будет дана, в размере 60%. (Как мы увидим в главе 7, как правило, рыночные процентные ставки определяются в результате взаимодействия *многих* покупателей и *многих* продавцов на кредитном рынке, но на

нашем островном рынке есть всего два покупателя и один продавец.) Биохимик и физик грузят 50 ананасов на плот, чтобы отвезти их на свой остров, где они смогут, наконец, выполнить экспериментальное исследование питательности ананасов. По дороге они толкуют друг с другом о том, как здорово им повезло — экономист не знает, что ученым так приспичило получить ананасы для исследований, что они готовы были их одолжить под процентную ставку в 100%. Следовательно, установив рыночную ставку процента в размере 60%, они получили **излишек для потребителя** (*consumer surplus*), равный в процентном выражении 40%. Излишек для потребителя — это величина, на которую рыночная цена товара (в нашем случае кредита) меньше, чем цена (процентная ставка), которую покупатели готовы заплатить. Таким образом, если говорить о проценте с ссуды, излишек для потребителя, полученный учеными-естественниками, составил 40% от основной суммы долга (50 ананасов), т. е. 20 ананасов.

Поэтому как экономист, так и физик с биохимиком выиграли от соглашения о ссуде. И заимодатель и заемщики выиграли оттого, что в островной экономике существует кредитный рынок.

Некоторые применения модели робинзонады к реальному миру

Очевидно, что не очень правдоподобную ситуацию из довольно старого экономического анекдота мы распространили на еще менее реалистические условия. Тем не менее это позволило нам проиллюстрировать очень важные понятия теории денег и банковского дела, а также экономической теории в целом. Все эти понятия будут неоднократно использоваться в этом учебнике. Тем не менее кратко рассмотрим некоторые важные приложения понятий, обсуждавшихся в этой главе.

ПРАКТИЧЕСКИЕ ПРИЛОЖЕНИЯ МОДЕЛИ ПОТРЕБЛЕНИЯ, СБЕРЕЖЕНИЯ И ИНВЕСТИЦИЙ

В модели робинзонады наш бесстрашный экономист рассчитал оптимальный уровень своего потребления на каждый месяц, исходя из первоначального количества и будущих поступлений ананасов. Поэтому одним из ключевых детерминантов его потребления в текущем и будущем месяцах является поток поступлений, переходящий из одного периода в следующий. Как мы увидим в части V, тот фундаментальный факт, что потребление товаров и услуг индивида зависит в первую очередь от его доходов, является характерной чертой любой экономической модели реального мира.

Соотношение между доходом, потреблением и сбережением Общезначимым был в нашей истории и тот факт, что оказавшийся на острове экономист посчитал оптимальным потребить в первый месяц только 50 из имеющихся 100 ананасов. Пока не было возможности предоставить кредит, он считал оптимальным отказаться от потребления 50 ананасов. Этот отказ от потребления представляет собой сбережение.

Для любого индивида или любой хозяйственной системы сбережение, по определению, представляет собой отказ от потребления. Более того, справедливо, что доход в течение данного периода распадается на две составляющие: сберегаемый и потребляемый доход. Так же как 50 потребленных и 50 сбереженных в первый месяц ананасов в сумме составляют доход нашего вымышленного экономиста, равный 100 ананасам, в любой реальной экономике сбережение и потребление в сумме равны чистому доходу.

Соотношение между сбережениями и инвестициями В отсутствие возможности предоставления кредита островной экономист нашел, что в условиях равновесия сбережения равны инвестициям. Сберегаемая величина в свою очередь определялась соотно-

шением между доходностью от сбережения и предельным продуктом капитала — добавочных единиц товаров и услуг, производимых одной добавочной единицей капитала, — в соответствии с уравнением (4-1). Конкретно, единица плюс доходность от сбережения равняется предельному продукту капитала в условиях равновесия. Таким образом, доходность от сбережения должна быть такой, чтобы сбережения и инвестиции были равны.

Как мы покажем в части V, то же самое соотношение справедливо для реальной экономики. В экономике, где отсутствует государство, которое изымает часть доходов граждан в виде налогов, равновесие требует, чтобы сбережения были равны инвестициям. Более того, если это справедливо, то доходность от сбережения должна находиться в определенной зависимости с предельным продуктом капитала — хотя в реальном мире соотношение между этими величинами сложнее, чем в модели робинзонады.

Соотношение между инвестициями и ставкой процента Когда у островного экономиста возникла возможность заработать на предоставлении ссуды больше, чем он мог получить при равновесном уровне сбережений и инвестиций, он решил предоставить ссуду. Эта ссуда представляла собой альтернативный способ сбережения 50 ананасов, так что общая сумма сбережений экономиста осталась той же. Однако, поскольку он согласился одолжить 50 ананасов ученым-естественникам, он отказался от первоначального плана выращивания ананасов, т. е. от инвестиций капитала. Он это сделал, потому что, дав ссуду, мог получить больший доход. Более высокая рыночная ставка процента (60%) заставила экономиста уменьшить объем планируемых инвестиций.

Тот факт, что увеличение рыночной ставки процента приводит к снижению планируемых инвестиций (капиталовложений в производство), является другим следствием модели робинзонады, применимым к реальному миру. Фактически, как мы увидим в части V, это обратное соотношение между инвестициями и доходностью является очень важным для экономики.

Расчет приведенной стоимости будущей величины Обменный курс между текущим и будущим потреблением в ситуации, в которой оказался наш воображаемый экономист, был равен абсолютной величине наклона графика множества потребительских/производственных возможностей. Наклон этого графика равнялся $1/(1 + r_s)$. Умножая эту величину на объем потребления будущего периода, мы автоматически получаем объем текущего периода; иными словами, это позволяет рассчитать приведенную стоимость объема потребления в будущий период.

Когда мы принимаем решения, относящиеся к будущему, например относительно заклада недвижимости, покупки автомобиля в рассрочку, приобретения долгосрочных ценных бумаг, пенсионного обеспечения или покупки облигаций, нам необходимо пересчитать суммы, которые мы будем выплачивать, в стоимости, приведенные к настоящему моменту. Это позволяет сравнить эти суммы с доходом или богатством, которыми мы располагаем в настоящем. Очень простое выражение приведенной стоимости, которое мы получили из модели робинзонады — уравнение (4-4), — имеет очень важные приложения, особенно на финансовом рынке. Мы обсудим это более подробно в главе 7.

ПРИЛОЖЕНИЯ К РЕАЛЬНОМУ КРЕДИТНОМУ РЫНКУ

В последующих главах части II мы займемся вопросами, связанными с рынками и институтами, имеющими отношение к деньгам и кредиту. Что можно сказать по этому поводу, рассматривая модель робинзонады?

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Является ли норма сбережений в США слишком низкой?

С 1970-х годов и до настоящего времени высказывается большое беспокойство по поводу снижения темпов экономического роста и повышения производительности труда в США. Темп экономического роста измеряется как ежегодное процентное изменение реального (с учетом инфляции) валового внутреннего продукта. Производительность труда измеряется отношением реального ВВП к количеству труда, которое необходимо для его производства. Важным фактом, определяющим как экономический рост, так и производительность труда, является темп роста капитала, т. е. инвестиций. Как показано в этой главе, инвестициям необходимо предшествует сбережение.

В разделе «Международный обзор», помещенном в этой главе, показано, что по сравнению с другими развитыми странами в США существует низкая норма сбережений. Возникают два важных вопроса:

1. Почему в США норма сбережений и инвестиций сравнительно низка?

2. Безусловно ли, что низкая норма сбережений и инвестиций — это плохо?

Почему норма сбережений в США так низка? Специалисты предлагают различные объяснения вроде тех, что мы обсуждали в «Международном обзоре». Здесь мы конкретно рассмотрим, влияет ли на норму сбережений в США высокий уровень налогообложения.

Утверждают, что повышение уровня налогообложения снижает норму сбережений следующим образом. Доходы от сбережений облагаются налогом. Как уже отмечалось в этой главе, когда люди принимают решения относительно распределения своего дохода между текущим потреблением и сбережением (для будущего потребления), они рассматривают доходность от сбережения. В такой стране, как США, в которой доход от сбережения облагается налогом, необходимо рассматривать доходность от сбережения после выплаты налогов. При любом размере доходов чем выше ставка налога, тем ниже посленалоговая доходность. Чем ниже доходность от сбережения после выплаты налогов, тем более вероятно, что люди предпочтут потребление в настоящем потреблению в будущем, и тем менее вероятно, что они будут откладывать сбережения при данном уровне доходов. Поэтому более высокие налоговые ставки порождают нежелание делать сбережения.

Действительно ли плоха низкая норма сбережений и как следствие низкая норма инвестиций? На первый взгляд — да, потому что низкая норма инвестиций приводит к снижению темпов экономического роста. А как указывалось в предыдущих главах, экономический рост — одна из целей развития национальной экономики.

Но отставим в сторону вопрос о налогах. Важно понимать, что между потреблением в настоящем и потреблением в будущем существует торговый обмен. Для того чтобы потреблять больше в будущем, общество должно больше сберегать в настоящем и обращать сберегаемые средства в рост капитала. Не может быть, чтобы для страны всегда было лучше увеличивать темп роста за счет потребления в настоящем; должен существовать оптимальный темп роста, отражающий общественные предпочтения относительно настоящего и будущего потребления. Короче говоря, возможно, что темп роста в США снизился, потому что население этой страны хочет этого. Люди, возможно, сейчас менее склонны делать сбережения, чем в прошлом, потому что они меньше настроены ждать возможности потребления в будущем.

Общая и чистая норма сбережений в США, 1981—1991 гг.

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991
Общая норма сбережений (отношение суммарных сбережений к ВВП)	18,4	16,2	14,7	17,0	15,1	13,5	13,6	14,4	14,2	12,9	12,7
Чистая норма сбережений (отношение чистых сбережений к ЧНП)	6,9	3,6	2,8	6,3	4,0	2,6	2,9	3,6	3,6	2,4	1,9

В отношении нормы сбережений в США сейчас есть некоторый проблеск надежды, как показано в приведенной ниже таблице, которая представляет два разных показателя нормы сбережений для периода 1980—1991 гг. Первый показатель — это отношение суммарных сбережений к валовому внутреннему продукту (т. е. совокупной стоимости товаров и услуг, созданных внутри страны независимо от того, кому принадлежат факторы производства). Второй показатель — чистая норма сбережений, представляющая собой отношение чистых сбережений к чистому (с учетом обесценения капитала) национальному продукту (ЧНП).

Хотя оба показателя нормы сбережений в США колеблются от года к году, таблица показывает, что тенденция к снижению нормы сбережений, наблюдавшаяся в 1980-е годы, как будто сменяется обратной тенденцией в 1988—1989 гг. Норма сбережений в США может еще увеличиться по сравнению с самым низким уровнем в 1990—1991 гг.

Различие между деньгами и кредитом Первое важное следствие из модели робинзонады, рассмотренной в этой главе, гласит, что деньги и кредит — «разные звери». До предыдущего абзаца слово «деньги» в этой главе не употреблялось, однако мы смогли во всех аспектах обсудить кредитное соглашение. Согласно этому соглашению, экономист предоставил кредит в размере 50 ананасов ученым-естественникам под рыночную ставку процента 60%, что означало, что его процентный доход составит 30 ананасов. Не было необходимости заключать соглашение в денежном выражении, хотя при желании сторон это можно было бы сделать. Вместо этого соглашение было сформулировано на основе поставки и обмена реальных товаров — ананасов.

Таким образом, кредит представляет собой право или заявку на реальные ресурсы. Хотя, как правило, говорят о занимаемых и ссужаемых деньгах, деньги и кредит — не одно и то же. В реальной экономике, как мы показали в главе 2, деньги обычно выступают в функции *средства платежа*, что означает, что большинство кредитных соглашений, как правило, сформулировано с использованием общепринятых единиц измерения, т. е. денег. Тем не менее по своей природе кредит подразумевает передачу прав на реальные товары и услуги. Деньги используются в современной экономике, чтобы дать *количественную оценку* этому праву, но сам кредит является правом.

Кредит как актив и обязательство Другое важное следствие из модели робинзонады состоит в том, что в кредитном соглашении участвуют две стороны, каждая из которых воспринимает кредит со своей точки зрения. С точки зрения заемщика, кредит — это *обязательство*, или обязанность на будущее. В то же самое время, с точки зрения заимодателя, такое обязательство заемщика является *активом*, или будущим поступлением. Этот фундаментальный жизненный факт так же справедлив в реальном мире, как и в вымышленном мире, где на острове живут экономист и ученые-естественники: он выражает суть кредитного рынка.

Общественный выигрыш от существования кредитного рынка Обсуждавшаяся в этой главе модель иллюстрирует также другой важный факт. Общество в целом, как правило, получает выгоду от существования рынка кредитов. Например, все жители острова (экономист, биохимик и физик) несомненно получили выгоду от кредитного рынка. Все получили доход, превышающий минимум, который был необходим, чтобы каждая сторона вступила в кредитные отношения — экономист как заимодатель получил излишек для производителя в размере 10%, а ученые-естественники как заемщики получили излишек для потребителя в размере 40%.

В операциях на кредитном рынке в реальном мире участвуют многие заимодатели (производители) и заемщики (потребители). Тем не менее обе стороны кредитной сделки часто извлекают выгоду от участия в операциях на этом рынке, так же как в примере

островного кредитного рынка. Именно этот факт и обусловливает существование кредитного рынка в реальном мире.

Более того, суммарный выигрыш, получаемый обществом от существования кредитного рынка, также может быть измерен как общая сумма излишков для производителя и потребителя, полученных всеми заемщиками и заимодателями. Действительно, как мы расскажем более подробно в главе 11, экономисты используют такой показатель для оценки *эффективности* кредитного рынка. Кредитный рынок максимально эффективен, когда общая сумма излишков для производителя и потребителя, всех участников рынка является максимально возможной в условиях, преобладающих на рынке. Если этого нет, то существуют оправдания для вмешательства государства в деятельность кредитного рынка с целью повышения его эффективности.

Отсутствие теоретической необходимости существования банков и других финансовых институтов Рассмотренная нами модель робинзонады иллюстрирует еще один интересный факт. С теоретической точки зрения нет никаких фундаментальных причин, объясняющих необходимость существования банков и других финансовых институтов. В принципе люди могут делать займы и давать ссуды непосредственно друг другу, без участия какой-либо третьей стороны, например банка.

Тем не менее финансовые институты, такие, как банки, являются важной чертой реальной экономики. Ряд последующих глав будет посвящен вопросу о том, почему существуют финансовые институты, представляющие собой третью сторону, как они функционируют и какую принципиальную роль играют на денежном и кредитном рынках.

Краткое содержание

1. Люди должны распределять свое потребление товаров и услуг во времени. Они это делают в соответствии с множеством потребительских возможностей, которое показывает, какое количество товаров и услуг можно потребить в каждый период времени. Таким образом, множество потребительских возможностей ограничивает потребительский выбор индивида. Абсолютное значение наклона графика множества потребительских возможностей показывает, от какого объема потребления следует отказаться ради дополнительного потребления в будущем.
2. Кривая безразличия показывает варианты потребления, которые дают индивиду одинаковую степень удовлетворения. Это значит, что на кривой безразличия полезность для индивида одинакова.
3. Оптимальным является такой потребительский выбор, когда индивид достигает наибольшей степени полезности из всех, которые достижимы в соответствии с его множеством потребительских возможностей. Это достигается в точке, в которой кривая безразличия касается графика множества потребительских возможностей.
4. Множество производственных возможностей показывает, сколько товаров или услуг может быть произведено в разные периоды времени. В модели робинзонады множество производственных возможностей и множество потребительских возможностей совпадают друг с другом.
5. Сбережение — это отказ от потребления. Для того чтобы делать сбережения, индивид должен потреблять меньше, чем уровень его текущего дохода.
6. Капитальные блага — это товары, которые могут быть использованы для производства других товаров и услуг в будущем. Предельный продукт капитала — это величина, на которую возрастает объем производства товаров и услуг в будущем от дополнительной единицы капитальных благ.

7. Инвестиции — это увеличение основного капитала. Инвестиции невозможны, если индивидуальные участники экономического процесса не делают сбережений. В экономике, где не существует государства, сбережения и инвестиции равны между собой в условиях равновесия.
8. Доходность от сбережения может быть определена по наклону графика множества потребительских/производственных возможностей индивида. Поскольку абсолютное значение наклона дает величину обменного курса потребления в настоящем на потребление в будущем, умножая эту величину на любое количество товаров, которое должно быть потреблено в будущем, мы получаем их количество, приведенное к текущему моменту, т. е. приведенную стоимость товаров.
9. Процент есть плата за ссуду. Ставка процента — это норма дохода, выплачиваемая заемщиком по ссуде; она равна отношению дохода к основной сумме долга, т. е. к размеру ссуды. Равновесная ставка процента — это ставка, удовлетворяющая как заемщика, так и заимодателя при данном размере предоставляемой ссуды.
10. Когда индивид предоставляет кредит частному лицу или фирме, он передает им товары, услуги или средства в настоящем в обмен на обещание оплаты в будущем.
11. Причина существования кредитного рынка заключается в том, что как заемщики, так и заимодатели могут остаться в выигрыше от кредитной сделки. Хотя заемщики должны выплачивать рыночную процентную ставку, чтобы получить ссуду, эта ставка может оказаться ниже, чем та, которую они вынуждены были бы платить в иных обстоятельствах; как заемщики они, таким образом, получают излишек для потребителя. Точно так же заимодатели могут получить рыночную ставку процента, которая превышает ту, под которую они готовы предоставить ссуду; как заимодатели они получают излишек для производителя.

Словарь терминов

Актив (*asset*) — право на получение выплаты в будущем.

Альтернативная стоимость (*opportunity cost*) — стоимость отвергнутого альтернативного варианта.

Доходность от сбережения (*rate of return from saving*) — отношение общего дохода от сбережения к первоначальному объему сбережений.

Закон убывающей предельной полезности (*law of diminishing marginal utility*) — по мере увеличения количества потребляемых товаров или услуг степень полезности растет, так что предельная полезность (т. е. прирост полезности) положительна. Тем не менее с ростом потребления прирост полезности на каждую добавочную единицу снижается, так что предельная полезность уменьшается.

Излишек для потребителя (*consumer surplus*) — величина, на которую ставка процента, которую индивид готов заплатить за ссуду, превышает фактическую рыночную ставку процента, которую он должен заплатить.

Излишек для производителя (*producer surplus*) — величина, на которую ставка процента, получаемая кредитором, превышает рыночную ставку процента, который кредитор был готов получить за предоставление ссуды.

Инвестиции (*investment*) — приращение к общему количеству капитальных благ.

Капитальное благо (*capital good*) — товар, который может быть использован в настоящем для производства других товаров и услуг, предназначенных для потребления в будущем.

Кредит (*credit*) — предоставление товаров, услуг или средств в обмен на обещание оплаты в будущем.

Кривая безразличия (*indifference curve*) — график комбинаций альтернатив потребления, имеющих одинаковую степень полезности.

Множество потребительских возможностей (*consumption opportunities set*) — все возможные варианты потребления, которые имеются у индивида на протяжении данного временного интервала.

Множество производственных возможностей (*production possibilities set*) — все возможные варианты производства, которые имеются у индивида или фирмы на протяжении данного временного интервала.

Обменный курс (*rate of exchange*) — количество одного товара или услуги, которое должно быть отдано, чтобы получить другой товар или услугу.

Обязательство (*liability*) — обещание заплатить в некоторый момент в будущем.

Основная сумма долга (*principal*) — размер ссуды.

Полезность (*utility*) — удовлетворение, получаемое от потребления товара или услуги.

Предельный продукт капитала (*marginal product of capital*) — прирост производства товаров и услуг, которые могут быть потреблены в будущем, возникающий от дополнительной единицы капитальных благ в настоящем.

Приведенная стоимость (*present value*) — стоимость будущих количественных величин, приведенная к текущему моменту.

Процент (*interest*) — плата за полученный кредит.

Рыночная ставка процента (*market rate of interest*) — фактическая ставка процента, по которой стороны соглашаются о ссуде в обмен на обещание ее выплаты в будущем.

Сбережение (*saving*) — отказ от потребления.

Срок погашения (*maturity*) — дата прекращения или погашения обязательства.

Ставка процента (*interest rate*) — норма дохода (в процентах), получаемая с ссужаемых или сберегаемых средств.

Вопросы для самопроверки

1. Постройте примерный вариант графика, представленного на рис. 4-5. Допустим, что экономист на необитаемом острове упустил 25 ананасов в океан во время шторма в первый день пребывания на острове. Таким образом, он начинает свое двухмесячное пребывание на острове, имея 75 ананасов, дающих предельный продукт капитала в размере $1^1/_2$. Покажите, каким будет множество потребительских/производственных возможностей и оптимальный потребительский выбор экономиста. Будет ли в этом случае иметь место эффект дохода или эффект замещения?
2. Почему кривая безразличия экономиста всегда имеет отрицательный наклон?
3. В условиях равновесия сбережения и инвестиции равны между собой. Являются ли они эквивалентными понятиями? (*Подсказка*: Ответ отрицательный. Объясните почему).
4. Можете ли вы придумать ситуацию, в которой получите излишек для потребителя? Излишек для производителя? Объясните.
5. Должны ли в экономике существовать деньги, чтобы мог функционировать кредитный рынок? Почему?

Задачи

4-1. Наш вымышленный экономист, живущий на необитаемом острове, оказался в следующей ситуации. Теперь его оптимальный потребительский выбор — 80 ананасов в первом месяце и 120 — во втором. Предельный продукт капитала равен 1,5.

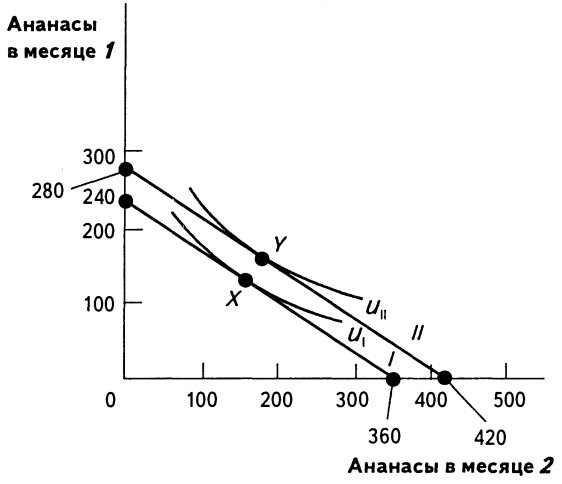
а) Постройте приблизительно, но аккуратно график множества потребительских/производственных возможностей экономиста, откладывая потребление/производство ананасов

в первом месяце по вертикальной оси, а потребление/производство ананасов во втором — по горизонтальной оси. Покажите точку, в которой кривая безразличия касается графика множества потребительских возможностей, и отметьте соответствующие значения на осях, используя вышеприведенные данные. На основании этих данных рассчитайте максимальное количество ананасов, которое экономист может потребить в первый месяц, и отметьте это количество в соответствующем месте на графике. Далее, рассчитайте максимальное количество ананасов, которое он может потребить во втором месяце, и отметьте его в соответствующем месте на графике.

б) Каков обменный курс ананасов в этом месяце на ананасы в следующем месяце?

в) Ответьте, используя ответ на вопрос (б), сколько ананасов составили сбережения экономиста в первом месяце? Что такое доходность от сбережения? Какова минимальная месячная ставка процента, под которую экономист одолжил бы кому-нибудь ананасы, которые он сберег?

4-2. Рассмотрите приведенный ниже график, описывающий ситуацию с нашим вымышленным экономистом, оказавшимся на необитаемом острове. На графике показаны два альтернативных множества потребительских/производственных возможностей (I и II), альтернативные кривые безразличия (U_I и U_{II}) и точки выбора (X и Y). Ответьте на следующие вопросы и проиллюстрируйте ответ любым численным примером.



а) Каковы обменные курсы для графиков множества потребительских возможностей I и II? (Будьте внимательны, выразите ответ в единицах потребления второго месяца на единицу первого, или наоборот.)

б) Если потребительский товар одновременно является капитальным благом, каков предельный продукт капитала для каждого из графиков множества потребительских/производственных возможностей I и II? (Снова будьте аккуратны в выборе единиц.)

в) Какова минимальная ставка процента, под которую этот индивид дает ссуду в ситуации, представленной на графике I? В ситуации, представленной на графике II?

4-3. Наш вымышленный экономист оказывается в такой ситуации. Предельный продукт капитала равен 1,25. Он сделал такой оптимальный потребительский/производственный выбор: 100 ананасов в первый месяц и 125 — во второй. Постройте график множества потребительских/производственных возможностей и выберите оптимальный вариант производства и потребления, добавьте соответствующую кривую безразличия и ответьте на следующие вопросы.

а) Какое минимальное количество ананасов он мог потребить в первом месяце? Объясните.

б) То же — во втором месяце.

в) Под какую минимальную процентную ставку экономист будет склонен дать ссуду ананасами?

4-4. Предположим, некая дама обдумывает возможность заключения контракта, по которому она получит 1100 единиц товаров для потребления в будущем. В настоящий момент она оценивает эти 1100 единиц как 1000 единиц. Как она оценивает свою доходность от сбережения?

4-5. Наш экономист начинает свое двухмесячное пребывание на острове, имея 100 ананасов. Предположим теперь, что ананасы поразила болезнь и их половина оказалась непригодной ни для еды, ни для посадки. Если предельный продукт капитала остается равным $1^1/_2$, то каково максимальное число ананасов, которое экономист может иметь для потребления во втором месяце?

4-6. Если доходность от сбережения у экономиста составляет 0,25, каков предельный продукт капитала на его острове?

Рекомендуемая литература

Bovenberg A. Lans, Evans Owen, National and Personal Saving in the United States. — International Monetary Fund Staff Papers, 37 (3), September 1990, pp. 636—669.

Hirshleifer Jack, Investment, Interest, and Capital. — Englewood Cliffs (N. J.): Prentice-Hall, 1970.

Pierce James, Monetary and Financial Economics. — New York: John Wiley & Sons, 1984, chap. 3.

Slemrod Joel, Fear of Nuclear War and Intercountry Differences in the Rate of Saving. — Economic Inquiry, 28 (4), October 1990, pp. 647—657.

Smith Roger S., Factors Affecting Saving, Policy Tools, and Tax Reform. — International Monetary Fund Staff Papers, 37 (1), March 1990, pp. 1—70.

Глава 5

Финансовые инструменты и рынки

Основные проблемы

1. Как существование денег облегчает разделение процессов сбережения и инвестирования?
2. Как деньги облегчают передачу средств от сберегателей к инвесторам?
3. Что такое финансовое посредничество и в чем состоит его положительная роль?
4. Что такое отказ от финансового посредничества?
5. Как государство влияет на процессы финансового посредничества?
6. Каковы основные виды финансовых инструментов?
7. Каковы основные категории финансовых учреждений?
8. В чем заключается разница между первичным и вторичным финансовыми рынками?
9. Каковы основные виды финансовых рынков?
10. Почему были необходимы нововведения на финансовых рынках?

Финансовое посредничество

В главе 2 было показано, что при бартере существует только конкретная покупательная способность; сбережения могут быть сделаны лишь в форме реальных товаров. Если люди делают сбережения в бартерной экономике, они делают это путем отказа от потребления (или путем отказа от продажи) части товаров, которые они произвели или получили в оплату за свои услуги. В экономике с денежным обращением сбережение также является отказом от потребления (дохода); сбережение равно доходу за вычетом потребления. Однако в экономике с денежным обращением сбережение приобретает форму обобщенной покупательной способности — форму денег. Люди могут накапливать не товары, а деньги.

В бартерной экономике инвестирование, т. е. приобретение производственного оборудования, например материалов, машин и технологической оснастки, основано на личном сбережении. Будущие инвесторы, желающие расширить бизнес или начать новый, потребляют меньше своего дохода, а обретенные таким образом реальные товары обменивают на необходимые инвестиционные товары.

Когда экономика переходит от бартера к денежному стандарту, становится проще разделить процессы сбережения и инвестирования. Инвесторам нет необходимости лично заниматься сбережением; они могут получить обобщенную покупательную способность (деньги) от сберегателей. Это выгодно сберегателям, потому что они получают обобщенный способ сохранения стоимости и могут иметь доход от предоставления кредита. Сберегатели не стали бы заниматься подобными операциями, если бы не получали от них выгоду. Часть этой выгоды заключена в том, что полученный доход позволяет им увеличить свое потребление в будущем. Выгода инвесторов состоит в том, что они могут начать новый бизнес или расширить традиционный, которым они занимаются. Если не возникает экстраординарных ситуаций, то инвесторы могут выплачивать процент сбере-

гателям из дохода от инвестиций. (В главе 7 будет рассказано, каким образом рыночная ставка процента определяется как соотношение уровней сбережений домашних хозяйств и инвестиций фирм.) Поскольку обществу теперь проще разделить процессы сбережения и инвестирования, оно в целом получает выгоду: сберегателям не нужно определять производственные возможности и инвестировать капитал.

Короче говоря, экономика с денежным обращением поощряет сбережение и инвестирование, а также облегчает передачу покупательной способности от сберегателей к инвесторам. Эти преимущества способствуют росту экономики и жизненного уровня.

С переходом экономики от бартера к деньгам возникли условия для организации нового бизнеса — банковского дела. Связывая сберегателей (первичных кредиторов) с инвесторами (первичными заемщиками), банки облегчают передачу покупательной способности. Банки выполняют роль посредников — за плату, конечно. Процесс возникновения коммерческих банков и других депозитных учреждений будет описан в следующей главе.

С развитием экономики и финансовой системы возникают и другие финансовые учреждения (финансовые посредники). В настоящее время бизнесом, связанным с передачей средств от сберегателей инвесторам, занимаются государство, коммерческие банки, ссудо-сберегательные ассоциации, взаимные сберегательные банки, кредитные союзы, страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды. Этот процесс называется **финансовым посредничеством** (*financial intermediation*). С развитием финансового посредничества появилось большое разнообразие финансовых активов, или **финансовых инструментов** (*financial instruments*) — акций, облигаций, закладных, взаимных фондов, соглашений REPO. Эти активы покупаются и продаются (торгуются) на фондовых рынках. Современная финансовая система — это разветвленная сеть, в которой финансовые учреждения разного типа торгуют большим количеством разнообразных финансовых активов на многих специализированных финансовых рынках.

Перевод сбережений в займы

Финансовые рынки представляют собой каналы, по которым сбережения переводятся в займы. Двумя главными экономическими агентами в обществе являются домашние хозяйства и фирмы. Конкретные домашние хозяйства или фирмы, чьи затраты меньше доходов, являются чистыми сберегателями; а те, чьи затраты больше доходов, являются чистыми заемщиками. Конкретные домашние хозяйства или фирмы могут быть как чистыми сберегателями, так и чистыми заемщиками. Однако как экономические агенты домашние хозяйства являются чистыми сберегателями, а фирмы — чистыми заемщиками. Для простоты изложения мы в дальнейшем абстрагируемся от заемщиков из числа домашних хозяйств и от сберегателей из числа фирм.

ПРЯМОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Фирмы могут учреждаться или развиваться за счет средств, напрямую полученных от частных лиц. Это можно сделать, например, путем публичного размещения *обычных акций* (*common stock*). Акция представляет собой свидетельство участия в капитале корпорации; она дает владельцу право голоса при принятии некоторых коллективных решений и право на пропорциональную часть прибыли. Акция является финансовым активом для ее владельца и финансовым обязательством для эмитента, т. е. корпорации. Фирма может также получать средства путем выпуска (продажи) облигаций. **Облигация** (*bond*) является свидетельством того, что корпорация обязуется выплатить определенную денежную сумму за предоставленную ей ссуду. Облигация явля-

ется финансовым активом кредитора-владельца и финансовым обязательством заемщика-корпорации.

В обоих приведенных примерах финансирование является прямым; фирмы размещают заем непосредственно среди частных лиц. В свою очередь фирмы используют эти сберегаемые частными лицами средства для приобретения производственного оборудования и технологической оснастки. На рис. 5-1 показан процесс прямого финансирования. Рост рынков способствовал развитию прямого финансирования. Акции и облигации первоначально продаются на первичном рынке; часто они (многократно) перепродаются на вторичных рынках. Первичные и вторичные рынки будут описаны ниже.

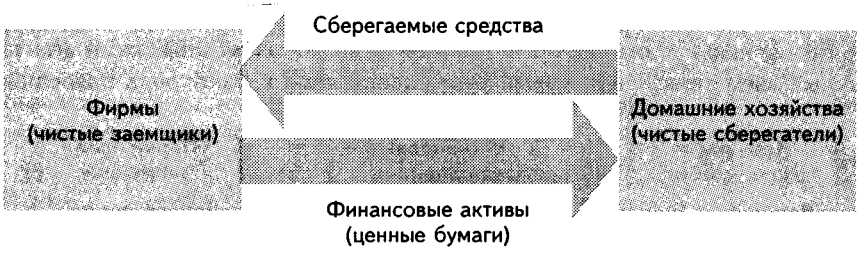


Рис. 5-1
Прямое финансирование. Этот рисунок показывает процесс прямого финансирования. Заемщики берут ссуды напрямую у частных лиц, продавая им ценные бумаги, такие, как акции и облигации. Финансовые посредники не участвуют в процессе перевода сбережений в займы.

НЕПРЯМОЕ ФИНАНСИРОВАНИЕ

Непрямое финансирование возникло в результате развития финансового посредничества. Финансовые институты, выступая в качестве посредников, выполняют роль каналов, по которым сбережения домашних хозяйств (первичных кредиторов) поступают к фирмам (первичным заемщикам). Например, коммерческие банки и другие депозитные учреждения принимают на себя денежные обязательства, например обслуживание депозитов до востребования и сберегательных депозитов, а страховые компании принимают на себя такие денежные обязательства, как выплата страховых премий в возмещение убытков. В свою очередь финансовые учреждения покупают финансовые активы, т. е. переодалживают средства. Например, коммерческие банки скупают долговые обязательства фирм, а сберегательные учреждения скупают закладные на недвижимость у ее приобретателей (сделка такого типа предполагает возвращение займов домашним хозяйствам).

ПОСРЕДНИЧЕСТВО И ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ПОРТФЕЛЯ

Финансовые посредники выполняют более важную роль, чем просто посредничество между первичными кредиторами (сберегателями) и первичными заемщиками. Эта более важная роль заключается в том, что они предлагают сберегателям активы, которые фактически представляют собой широко диверсифицированные портфели активов. Например, если мелкий сберегатель будет иметь дело непосредственно с первичным заемщиком, скажем, с покупателем дома, который хочет получить деньги под заклад дома, этот мелкий сберегатель «положит все яйца в одну корзину». У мелкого сберегателя окажется на руках всего один актив-контракт под заклад недвижимости. Такая ограниченность набора активов увеличивает риск неисполнения обязательств и потери всего портфеля активов. Финансовый посредник, такой, как ссудо-сберегательная ассоциация, может предложить мелкому сберегателю снижение риска путем диверсификации портфеля активов. Она осуществляется путем объединения свободных средств

многочисленных мелких сберегателей для покупки большого числа различных активов у многочисленных первичных заемщиков. В результате мелкий сберегатель, размещающий, скажем, 20 000 долл., приобретает небольшую долю каждой из нескольких тысяч закладных. Если посмотреть с другой точки зрения, можно сказать, что финансовые посредники дают сберегателям возможность приобретать активы, которые относительно надежны и высоколиквидны, а кроме того, также приносят доход. Например, когда сберегатель депонирует деньги на счет в местном кредитном союзе, он, по существу, приобретает пай участника союза. Финансовые посредники, в свою очередь, делают вложения, например покупают закладные или земельные участки, которые продают первичные заемщики.

Рассмотрим рис. 5-2, показывающий процесс посредничества. Обратите внимание, что первичные кредиторы представлены теми же экономическими агентами, что и первичные заемщики; финансовые учреждения явно играют роль посредников.

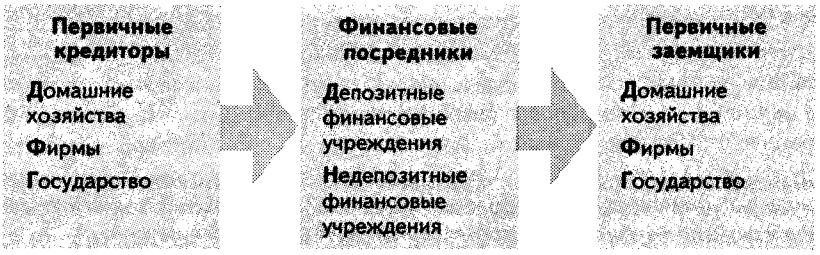


Рис. 5-2

Процесс финансового посредничества. Здесь представлен процесс финансового посредничества; финансовые посредники разного типа — депозитные и недепозитные финансовые учреждения — описаны далее в этой главе. Обратим внимание, что первичные кредиторы и первичные заемщики — это одни и те же экономические агенты (домашние хозяйства, фирмы и государство), но не обязательно одни и те же юридические или физические лица. Домашние хозяйства могут быть чистыми заемщиками или кредиторами, но домашние хозяйства как экономическая группа являются чистыми кредиторами. Аналогично конкретные фирмы или государство могут быть и чистыми кредиторами, и чистыми заемщиками, но как экономическая группа они являются чистыми заемщиками.

ОТКАЗ ОТ ФИНАНСОВОГО ПОСРЕДНИЧЕСТВА

Процесс, обратный финансовому посредничеству, носит название **отказа от финансового посредничества** (*financial disintermediation*). Он заключается в том, что сберегатели снимают свои средства с депозитных счетов и делают прямые инвестиции, скажем, путем приобретения государственных облигаций США. Другими словами, сберегатели предпочитают не давать возможности финансовым посредникам приобретать казначейские облигации США на свои депонированные средства, а делать это сами.

Почему возникает отказ от финансового посредничества Физические и юридические лица забирают свои сбережения из финансовых учреждений, когда прямое приобретение обязательств домашних хозяйств, корпораций и государства оказывается приносящим более высокий доход, чем сберегательные счета в институтах — финансовых посредниках. Если, например, сберегательный счет в депозитном учреждении приносит доход 5,25%, а государственные ценные бумаги США приносят 12%, некоторые сберегатели уменьшат долю средств, которые они держат в виде сберегательных депозитов в депозитных учреждениях или коммерческих банках, и увеличат свой пакет государственных ценных бумаг США.

Неудивительно, что число отказов от посредничества зависит в значительной мере от разницы между процентными ставками, предлагаемыми посредниками, и процентными

ставками, предлагаемыми такими первичными заемщиками, как корпорации и государство. Пик числа отказов от посредничества в США приходился на периоды, когда стремительно росли номинальные процентные ставки в связи с высокими темпами инфляции (и вызванными этим высокими инфляционными ожиданиями). Это имело место потому, что федеральное законодательство запрещало финансовым посредникам установить более высокие процентные ставки по сберегательным депозитам. Другие процентные ставки закон не ограничивал, и они росли вместе с уровнем инфляции.

Условия для отказа от посредничества существовали в 1969, 1973 и 1974 гг. В эти периоды люди, как и следовало ожидать, забирали свои вклады из сберегательных и других финансовых учреждений и непосредственно приобретали финансовые активы. В эти периоды темп роста сберегательных депозитов катастрофически падал.

В 1975 г. как реакция на отказ от посредничества возникли новые финансовые посредники — взаимные фонды денежного рынка. Деятельность этих институтов не регулировалась законом, и они могли предложить процентную ставку по сберегательным вкладам, способную конкурировать с рыночной. Хотя эти финансовые новации помогли сдержать поток отказов от посредничества, это не помогло сберегательным учреждениям.

К концу 1977 г. доходность казначейских векселей США (краткосрочных обязательств, выпускаемых Казначейством США) вновь поднялась выше максимальной процентной ставки, которую официально могли выплачивать по сберегательным счетам на сберегательной книжке коммерческие банки и сберегательные учреждения. Для того чтобы предотвратить новые потери сберегательных депозитов в результате отказа от посредничества и развития взаимных фондов — что поставило бы под вопрос само существование депозитных учреждений, — федеральные органы надзора над депозитными учреждениями ввели новый вид 6-месячного срочного депозита, названного *сертификатом денежного рынка* (*money market certificates*). Коммерческие банки, ссудо-сберегательные ассоциации и взаимные сберегательные банки получили право выпускать такие сертификаты с 1 июня 1978 г. Эти и другие новые виды долговых обязательств сделали сберегательные учреждения более конкурентоспособными на рынке сберегательных фондов. Особое значение для обратного оттока средств из взаимных фондов в сберегательные учреждения имеет *депозитный счет денежного рынка* (*money market deposit account*) — инструмент, который непосредственно конкурирует с взаимными фондами денежного рынка.

Финансовые инструменты

В современном мире имеется большое количество финансовых инструментов, предлагаемых частным лицам и фирмам. Большинство из этих инструментов имеет форму **ценных бумаг** (*securities*). Ценные бумаги — эти печатные документы, подтверждающие участие во владении или в кредитовании коммерческих организаций или государственных органов, например муниципалитета, правительства штата или федерального правительства.

ЦЕННЫЕ БУМАГИ

Как вы видели в главе 4, когда кредитор и заемщик добровольно заключают сделку, обе стороны оказываются в выигрыше. В противном случае они не стали бы заключать сделку. Конечно, при окончательном анализе может оказаться, что одна сторона выиграла больше, чем другая. Однако, возможно, и так обычно и бывает, что обеим сторонам становится лучше в результате займа. Ссуда есть предоставление кредита, а ценная бумага есть письменное свидетельство о предоставленной ссуде. Ценные бу-

маги торгуются на кредитных рынках, а эти рынки способствуют экономическому росту. Изменение объема кредитования может так же повлиять на экономическую активность, как и изменение денежной массы.

Предоставленный кредит позволяет заемщику сделать необходимые покупки быстрее, чем без него; он позволяет также кредитору получить процентный доход и приобрести больше товаров в будущем. Этот переход покупательной способности является особенностью, общей для всех ценных бумаг. Поскольку одни ценные бумаги могут быть обменены на другие ценные бумаги, процентные ставки, выплачиваемые по ним, будут увеличиваться или уменьшаться одновременно с изменением рыночной конъюнктуры.

Если некий мистер Смит хочет сделать значительный заем на очень длительный срок, в принципе он может найти кого-то, кто даст ему такую крупную ссуду. Весьма вероятно, однако, что таких доброхотов окажется немного. Те немногие, кто захочет предоставить кредит, потребуют очень высокую процентную ставку, потому что в подобной сделке велика неопределенность.

Допустим, однако, что кредиторы могут продать долговое обязательство мистера Смита *по частям* — чтобы передать предоставленный кредит — третьей стороне, например мисс Джонсон. Предположим, далее, что мисс Джонсон может перепродать часть обязательств мистера Смита — ценную бумагу — кому-то еще и т. д. Конечным итогом таких продаж и перепродаж ценных бумаг, выпущенных в покрытие первоначального общего долга мистера Смита, будет то, что многие люди будут предоставлять Смиту небольшие кредиты на короткий срок. Возможность перепродавать ценные бумаги, таким образом, снижает кредитный риск и повышает ликвидность ценной бумаги. Благодаря повышению ликвидности ценных бумаг возможность их продажи позволяет получать крупные кредиты, облегчает торговлю и снижает процентные ставки для заемщиков.

ВИДЫ ЦЕННЫХ БУМАГ

Все ценные бумаги содержат одинаковую базовую информацию: наименование заемщика; сумму, выплачиваемую к сроку погашения; сумму процентного дохода и сроки его выплаты. Тем не менее в экономике существует большое разнообразие ценных бумаг. Их можно разделить на несколько основных групп, что даст возможность описать их в относительно упорядоченном виде.

Фондовые инструменты Свидетельства о долевом участии в капитале фирмы именуются **фондовыми инструментами** (*equity instruments*), или *акциями* (*stock*). Они подразделяются на **обычные акции** (*common stock*) и **привилегированные акции** (*preferred stock*). Владельцы привилегированных акций имеют первоочередное право на получение активов и дивидендов компании, а владельцы обычных акций получают их в последнюю очередь, поэтому риск потерь по этим акциям является более высоким. Однако держатели обычных акций, как правило, имеют права голоса и участвуют в контроле над управлением фирмой.

Долговые инструменты Прямые долговые обязательства частных лиц или фирм-заемщиков именуются **долговыми инструментами** (*debt instruments*). Например, ссуда, которую вы получаете в банке, является долговым инструментом; это ваше прямое обязательство банку. Существует много различных долговых инструментов; мы опишем только некоторые из них.

1. *Коммерческая бумага.* С правовой точки зрения **коммерческой бумагой** (*commercial paper*) называется любой краткосрочный обращаемый (т. е. могущий быть проданным своим владельцем) инструмент, возникающий в результате коммерческой

сделки. В более узком толковании, обычно применяемом на финансовом рынке, коммерческой бумагой называют краткосрочное (обычно со сроком погашения не более 9 месяцев) долговое обязательство, выпускаемое компаниями, которым необходимо увеличить свой капитал на относительно короткий период времени. Коммерческая бумага может быть выпущена непосредственно фирмой-заемщиком или через брокеров, но в любом случае долговые обязательства перед владельцем бумаги непосредственно несет фирма.

2. *Корпорационные облигации* (*corporate bonds*). Это среднесрочные и долгосрочные долговые обязательства, выпускаемые компаниями. Они так же, как и коммерческие бумаги, могут выпускаться непосредственно компанией или через брокера.
3. *Конвертируемые облигации.* **Конвертируемые облигации** (*convertible bonds*) являются долговыми инструментами, которые могут быть обменены на акции по заранее установленной цене, если этого пожелает держатель.
4. *«Бросовые» облигации* (*junk bonds*). Это корпорационные облигации, имеющие высокую доходность и характеризующиеся высоким риском. Они выпускаются фирмами, которые на рынке облигаций не считаются достаточно надежными, но хотят получить долгосрочное финансирование на общенациональных кредитных рынках. Первоначально разработанные как замена краткосрочных банковских ссуд, «бросовые» облигации стали главным инструментом поглощений финансовых корпораций (покупки контрольных пакетов акций) в 1980-е годы; в 1988 г. свыше 75% «бросовых» облигаций было выпущено с этой целью. В начале 1990-х годов использование «бросовых» облигаций пошло на убыль, но для многих компаний они остаются важным долговым инструментом.
5. *Государственные ценные бумаги США* (*United States government securities*). В США государство выпускает долговые инструменты трех типов:

   а) *Казначейские векселя.* Самыми краткосрочными ценными бумагами Казначейства США являются **казначейские векселя** (*Treasury bills*), выпускаемые на срок от 15 дней до одного года. Чаще всего выпускаются 3- и 6-месячные векселя. Минимальный номинал векселя 10 000 долл. Доходность не устанавливается; вместо этого векселя продаются с дисконтом. Например, 3-месячный казначейский вексель на 10 000 долл. может быть продан за 9700 долл. Дисконт составит 300 долл.; покупатель имеет доход благодаря тому, что покупает вексель за 9700 долл. и получает к сроку погашения 10 000 долл.

   б) *Среднесрочные казначейские облигации.* **Среднесрочные казначейские облигации** (*Treasury notes*) имеют купонный доход, выплачиваемый, как правило, один раз в 6 месяцев. Минимальный номинал облигации равен 1000 долл. Эти облигации выпускаются на срок от 1 до 10 лет.

   в) *Долгосрочные казначейские облигации.* **Долгосрочные казначейские облигации** (*Treasury bonds*) обычно имеют срок погашения 10 лет и более. Они также дают купонный доход, выплачиваемый обычно за полугодие. Закон ограничивает купонный доход максимальной величиной $4\,^1/_4$%, хотя в соответствии с Законом о налоговой и бюджетной ответственности 1982 г. был принят допустимый размер долга при такой ставке до 110 млрд. долл., т. е. Казначейству разрешено иметь долг в 110 млрд. долл., сделанный под купонный доход выше $4\,^1/_4$% годовых. Все это, однако, несущественно, так как облигации с купоном $4\,^1/_4$% могут продаваться с дисконтом; их доходность, таким образом, определяется рыночной ставкой, а не купонной.
6. *Муниципальные ценные бумаги* (*state and local government securities*). Правительства штатов и местные органы власти выпускают облигации (т. е. размещают зай-

мы), называемые муниципальными (*municipal bonds, or «munies»*). Их главной особенностью является освобождение от налогов: доход, получаемый по муниципальным облигациям, не облагается федеральным налогом на прибыль.

Существует два типа муниципальных облигаций: **облигации под общую гарантию** (*general-obligation bonds*) и **облигации под доходы** (*revenue bonds*). Облигации под общую гарантию обеспечиваются налоговыми поступлениями органов власти. Облигации под доходы обеспечиваются поступлениями от реализации конкретных проектов, для финансирования которых эти облигации выпущены (например, платный мост).

Ценные бумаги, обеспеченные активами Ценные бумаги на основе пула активов называются **ценными бумагами, обеспеченными активами** (*asset-backed securities*). Важным типом таких бумаг являются **ценные бумаги, обеспеченные закладными** (*mortgage-backed securities*), представляющие собой свидетельства собственности на часть пула ипотек на недвижимость. Ценные бумаги, обеспеченные закладными, обычно выпускаются агентствами федерального правительства (об участии государства в финансовом посредничестве см. ниже), но могут выпускаться и частными фирмами.

Инструменты хеджирования Инструмент, позволяющий частному лицу или фирме застраховаться от колебаний цены на актив, называется **инструментом хеджирования** (*hedging instrument*). Такими инструментами являются **опционы** (*options*) и **фьючерсные контракты** (*futures contracts*). Опционы — это финансовые контракты, которые предоставляют держателю право купить и/или продать ценные бумаги или товары в определенном количестве и по оговоренной цене в течение конкретного периода. Фьючерсные контракты — это финансовые контракты, по которым лицо или фирма обязуется поставить определенное количество ценных бумаг или товаров по определенной цене в какой-то момент в будущем. Используя опционные и фьючерсные контракты, лицо или фирма может хеджировать риск колебаний цены на покупку или продажу других финансовых инструментов, например риск колебаний обменного курса на валютном рынке. Ниже в этой главе мы рассмотрим фьючерсные контракты более подробно. Как опционы, так и фьючерсы широко используются в сделках с иностранной валютой, о чем будет подробно рассказано в главе 27.

Финансовые учреждения

Среди тех, кто покупает и продает все вышеперечисленные инструменты, есть частные лица вроде вас или авторов этого учебника. Фактически, однако, большинство людей, к которому относятся и авторы, недостаточно богаты, чтобы держать большие пакеты таких инструментов. В принципе любой человек может купить долговые инструменты, например корпорационные облигации или казначейские векселя США, непосредственно у компании или у государства. Большинство из нас, однако, этого не делает. Вместо этого мы держим долговые инструменты, выпускаемые **финансовыми учреждениями** (*financial institutions*), которые являются посредниками между нами и заемщиками, в том числе другими домашними хозяйствами и фирмами.

Существует большое количество разных финансовых учреждений. Их обычно подразделяют на три основные группы: **депозитные учреждения** (*depository institutions*), недепозитные учреждения и финансовые учреждения федерального правительства. Депозитные учреждения — это финансовые посредники, которые создают долговые инструменты, называемые *депозитами* (*deposits*). Среди этих депозитов — чековые депозиты, например депозиты до востребования или счета NOW (см. главу 3), которые функционируют как деньги. Поэтому важнейшей чертой депозитных учреждений

является то, что они создают долговые инструменты, которые функционируют как средство обращения и включаются в обычные показатели денежной массы (денежные агрегаты), например в показатель M1. Депозитные учреждения создают также депозиты, деноминированные в иностранной валюте, обычно называемые *евровалютой* (*Eurocurrencies*), что мы подробнее обсудим в главе 27. Недепозитные учреждения, наоборот, являются частными финансовыми институтами, не создающими депозитов. Обычно мы не думаем о правительстве как о финансовом учреждении, но фактически, как мы увидим, оно стало очень важным финансовым посредником.

ДЕПОЗИТНЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ

Депозитные учреждения делятся на два основных типа: коммерческие банки и сберегательные учреждения, в которые входят ссудо-сберегательные ассоциации, сберегательные банки и кредитные союзы. Все эти учреждения обладают законным правом создавать чековые, сберегательные и срочные депозиты. Глава 6 и большинство глав частей III и IV посвящены этим учреждениям, поэтому здесь мы не уделяем им большого внимания.

НЕДЕПОЗИТНЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ

Существует множество различных недепозитных учреждений. Мы сконцентрируем внимание на наиболее важных.

Страховые компании Они включают в себя компании по страхованию жизни и имущества и компании по страхованию от несчастных случаев. Компании по страхованию жизни, занимающие третье место по размеру активов, получают средства (премии), которые используются для страхования на случай смерти. Статистические таблицы позволяют компаниям с высокой точностью предсказывать ежегодное число смертей (а отсюда — сумму денег, которую они должны будут выплатить бенефициариям по страховым полисам) на длительные периоды времени. Соответственно они приобретают долгосрочные активы, такие, как долгосрочные корпорационные облигации и долгосрочные коммерческие закладные нерезидентов. Компании по страхованию имущества и от несчастных случаев страхуют владельцев автомобилей на случай их угона и дорожно-транспортных происшествий, а домовладельцев — на случай пожара и ограбления. Они менее определенно могут рассчитать свои ежегодные выплаты держателям страховых полисов; соответственно они приобретают высоколиквидные краткосрочные активы и низкорисковые облигации.

Пенсионные фонды Эти учреждения подобны компаниям по страхованию жизни; они с высокой точностью могут предсказать свои ежегодные выплаты (пенсионные аннуитеты) на длительный период в будущем. Они вкладывают средства в долгосрочные корпорационные облигации, первоклассные акции, крупные срочные депозиты и долгосрочные закладные.

Взаимные фонды Это инвестиционные компании, которые выпускают погашаемые ценные бумаги, представляющие собой доли в суммарных активах фонда. Эти активы обычно состоят из акций, облигаций, государственных ценных бумаг и ценных бумаг, обеспеченных активами, например пулами ипотек. Взаимные фонды позволяют сравнительно мелким сберегателям иметь долю в активах, широко диверсифицированных по множеству финансовых инструментов, а не ограничиваться одним-двумя инструментами.

Финансовые компании Они, по существу, являются небольшими ссудо-кредитными обществами. Они выпускают различные долговые инструменты для финансирования мелких ссуд, выдаваемых чаще всего частным лицам и мелким фирмам.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Ломбарды — кредиторы тех, у кого нет доступа к основным кредитным рынкам

Ломбарды (*pawnshops*) — финансовые учреждения, которые предоставляют очень мелкие ссуды (в начале 1990-х годов — от 50 до 75 долл.) на очень короткий срок. Эти ссуды выдаются под заклад личной собственности заемщика (такой, как часы, ювелирные изделия, телевизоры, стереофонические системы, музыкальные инструменты, фотоаппараты и огнестрельное оружие). Они предоставляются под процент, *значительно* более высокий, чем тот, который взимают основные финансовые учреждения, например депозитные учреждения; годовой процент в ломбардах колеблется от 30 до 240%!

Ломбарды существуют не одну сотню лет. Их английское название происходит от старинного слова «pawn», означающего «залог, заклад в обеспечение». (В Англии этот термин еще употребляется для обозначения депозита, являющегося дополнительным страхованием от невозврата банковской ссуды.) Знаменитым завсегдатаем ломбардов был великий русский писатель Федор Достоевский, автор романов «Преступление и наказание», «Идиот», «Братья Карамазовы», который во время своих визитов в ломбарды находил там прототипы некоторых своих героев — обитателей «дна». Сам Ф. Достоевский был вынужден часто обращаться в ломбарды, чтобы получать средства для выплаты долгов, вызванных его почти пожизненной страстью к азартным играм. Он, как и многие другие клиенты ломбардов в прошлом и настоящем, не мог найти других кредиторов — ни среди частных лиц, ни среди учреждений — из-за своей склонности не возвращать ссуды.

В наиболее развитых странах ломбарды как бизнес находятся в упадке. Например, в Великобритании в 1900 г. было около 3000 ломбардов, а к концу 1980-х годов их осталось менее 175. В поразительном несоответствии с мировой тенденцией этот бизнес в США *вырос* за последнее столетие. Число ломбардов увеличилось с 2000 в 1911 г. (один ломбард на 47 000 жителей) до почти 7000 (один ломбард на 36 000 жителей) в настоящее время. К 1992 г. все ломбарды выдали, по приблизительным подсчетам, от 35 до 40 млн. ссуд, а общий объем этих ссуд составляет примерно 700—750 млн. долл.

Большая часть ломбардов в США расположена в юго-восточных и центральных горных районах страны. Законы, регулирующие деятельность ломбардов, в разных штатах различны, поскольку лицензирует ломбарды именно штат. Как правило, законодательство штата требует, чтобы в случае заклада клиентом личных вещей условия контракта указывались в *ломбардной расписке* (*pawn ticket*). Клиент получает копию этой расписки, в которой указываются: его имя, адрес и идентифицирующий его документ; подробное описание заложенного имущества, включая номер, если он есть; размер ссуды; срок возврата ссуды; процентная ставка; основная сумма долга, которая должна быть выплачена для возвращения заклада, плюс проценты с нее. Если клиент не возвращает ссуду (как часто делал Ф. Достоевский и как делают от 14 до 22% современных заемщиков), заложенное имущество становится собственностью ломбарда по прошествии заранее оговоренного срока. Обычно размер ссуды составляет 50—60% продажной цены заложенного имущества, поэтому ломбарды почти всегда получают выгоду от неуплаты долга. Тем не менее большинство владельцев ломбардов предпочитает, чтобы клиент выкупал заклад, потому что такой клиент часто приходит снова; на постоянных клиентов приходится 70—80% оборота ломбардов.

Чем объясняется рост этого бизнеса в США? Одна из причин — развитие транспорта в текущем столетии, потому что ломбарды нуждаются в большом количестве клиентов, чтобы поддерживать доходность своего бизнеса. Другая причина — в том, что многие штаты, в первую очередь на юго-востоке и в горах, где этот бизнес особенно вырос, ослабили свои *законы о ростовщичестве* (*usury laws*), устанавливающие верхний предел процентной ставки по ссуде. Поэтому ломбарды имеют теперь законное право устанавливать такую ставку, которая для большинства из них достаточна, чтобы оставаться прибыльными. Возможно, однако, что рост операций ломбардов в первую очередь

объясняется двумя другими факторами: ростом стоимости услуг банков и других финансовых учреждений и одновременным ростом числа граждан США, которые относятся к категории лиц с низким доходом. Для этих людей основные финансовые учреждения и рынки оказываются недоступными; ломбарды — их «последняя надежда».

Беспокоит ли типичного заемщика в ломбарде — человека с низким доходом — тот факт, что он не может получить ссуду в каком-либо из основных финансовых учреждений? Ответ зависит от точки зрения, поэтому мы не можем ответить однозначно. Как большинство экономических проблем, эта тема дает пищу для рассуждений. С одной стороны, заемщики в ломбардах получают ссуды только под весьма высокую ставку процента, которую те, кто может пользоваться услугами основных финансовых учреждений, считают чересчур высокой. С другой стороны, такая ставка процента компенсирует владельцам ломбардов большой риск того, что заемщик с низким уровнем дохода не вернет ссуду. Далее, тот факт, что заемщики в ломбардах по собственной воле соглашаются выплачивать такую высокую процентную ставку, можно интерпретировать как свидетельство того, что заемщикам стало бы хуже, если бы ломбардов не было, поскольку банковские ссуды под более низкую ставку процента для них недоступны.

Источники: Caskey John P., Zikmund Brian J., Pawnshops: The Consumer's Lender of Last Report. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 75 (2), March/April 1990, pp. 5—18; *Caskey John P.*, Pawnbroking in America: The Economics of a Forgotten Credit Market. — Journal of Money, Credit, and Banking, 23 (1), February 1991, pp. 85—99.

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ПРАВИТЕЛЬСТВО

В 1992 финансовом году государственные расходы США на 400 млрд. долл. превысили доходы; в 1991 г. дефицит бюджета составлял 320,9 млрд. долл. Величина бюджетного дефицита соответствует суммам кредита, который потребовался правительству в эти годы. В настоящее время государственные займы составляют более 40% всех займов на рынках капиталов в США. Фактически, однако, влияние деятельности федерального правительства на финансовый рынок еще больше. Имеется еще три источника такого влияния: 1) деятельность внебюджетных агентств; 2) операции компаний, спонсируемых правительством; 3) предоставление гарантированных ссуд.

Федеральный банк финансирования Наиболее важным внебюджетным агентством является Федеральный банк финансирования (ФБФ), который начал свои операции в 1974 г. В настоящее время он осуществляет большую часть финансирования операций внебюджетных и некоторых бюджетных агентств. ФБФ предоставляет ссуды тремя методами:

1) приобретает долговые обязательства (облигации) агентств;
2) приобретает займы и заемные активы;
3) приобретает гарантии займов.

Все эти приобретения финансируются за счет средств, занятых непосредственно у Казначейства США. Первоначальной задачей ФБФ была координация и консолидация займов, размещаемых несколькими федеральными агентствами. ФБФ был создан для осуществления посреднической деятельности по скупке ценных бумаг, выпускаемых внебюджетными агентствами, и оплаты их за счет средств, занятых у Казначейства. Ссуды ФБФ внебюджетным агентствам не отражаются в цифрах федерального бюджета, по которому проводится голосование Конгресса.

Федеральные агентства часто выступают гарантами ссуд, страхующими кредиторов от любых потерь, вызванных неисполнением обязательств со стороны заемщика. Наиболее известные случаи гарантирования ссуд касались городского хозяйства Нью-Йорка, компаний *Chrysler* и *Lockheed*. Когда ФБФ приобретает гарантированную

ссуду по просьбе федерального агентства, эту покупку в конечном итоге оплачивает Казначейство, которое может для покрытия расходов продать необходимые ценные бумаги. Такие действия являются непрямой ссудой Казначейства заемщику из частного сектора, но такая ссуда не отражается ни в статьях федерального бюджета, ни в размере бюджетного дефицита. Однако общая сумма займов Казначейства выросла в результате финансирования покупки.

Агентства, спонсируемые правительством Другой способ влияния правительства на кредитный рынок без его отражения в статьях федерального бюджета — ссуды агентствам, спонсируемым правительством, которые были организованы для осуществления определенных кредитных функций, а в настоящее время находятся в частном владении. Хотя суммы по сделкам таких агентств не включаются в федеральный бюджет, их контролирует правительство. Три из этих агентств действуют под контролем Администрации по делам фермерского кредита; это банки по кредитованию сельскохозяйственных кооперативов, федеральные банки среднесрочного кредита и федеральные земельные банки. Данные банки выпускают ценные бумаги и используют получаемые от них поступления для кредитования фермерских хозяйств. Четыре других агентства поддерживают рынок жилищного строительства: Федеральная национальная ипотечная ассоциация, Государственная национальная ипотечная ассоциация, федеральные банки жилищного кредита и Федеральная корпорация жилищного ипотечного кредита. Эти агентства поставляют средства на ипотечный рынок, продавая ценные бумаги, обеспеченные закладной, и используя поступления для покупки закладных.

Гарантированные ссуды или пулы ипотек Третий вид деятельности федерального правительства, который влияет на кредитный рынок, но не отражается в статьях федерального бюджета, — это гарантированные пулы ипотек. Гарантированные пулы ипотек представляют собой ссуды, которые полностью или частично застрахованы федеральным правительством, гарантирующим выплату либо основной суммы долга, либо процента, либо того и другого. Так же как операции внебюджетных и спонсируемых государством агентств, федеральные гарантии займов не отражаются в статьях федерального бюджета. В основном гарантированные ссуды использовались для поддержки жилищного строительства. В последние годы, однако, такие гарантии все больше используются для других целей, например для поддержки компании *Chrysler* и городского хозяйства Нью-Йорка.

Финансовые рынки

Финансовые инструменты торгуются (покупаются и продаются) частными лицами, фирмами и финансовыми учреждениями на различных *финансовых рынках* (*financial markets*), или рынках финансовых инструментов. Финансовые рынки классифицируются по нескольким различным признакам, как это будет описано ниже.

ПЕРВИЧНЫЕ И ВТОРИЧНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ

Финансовые сделки могут заключаться на первичных и вторичных финансовых рынках. **Первичный рынок** (*primary market*) — рынок, на котором покупаются и продаются вновь выпущенные ценные бумаги. **Вторичный рынок** (*secondary market*) — рынок, на котором торгуются уже находящиеся в обращении ценные бумаги; вторичные рынки важны для первичных, потому что они делают инструменты, торгуемые на последних, более ликвидными. Первичный финансовый рынок существует для государственных ценных бумаг США, корпорационных облигаций и акций. Вновь выпу-

щенные ценные бумаги расширяют предложение кредита. Когда Казначейство США продает вновь выпущенные облигации на сумму 1 млрд. долл., они приобретаются на так называемом первичном рынке ценных бумаг. Существуют также первичные рынки для вновь выпущенных акций и облигаций частных корпораций.

Первичные рынки Размещение акций и облигаций на первичном рынке ценных бумаг осуществляется так называемыми инвестиционными банкирами (которые часто выступают в роли брокеров и дилеров на вторичном рынке). Инвестиционный банкир предпринимает так называемый андеррайтинг (подписку) на новую эмиссию. Андеррайтинг заключается в том, что инвестиционный банкир гарантирует эмитенту — корпорации или правительству — заранее оговоренную цену и доходность бумаги (для облигаций). Инвестиционный банкир, выступающий в качестве андеррайтера, публично объявляет о предстоящей эмиссии в финансовой прессе и другими способами.

Андеррайтеры стараются продать акции или облигации, на которые они подписались, в течение нескольких дней после эмиссии. Инвестиционные банкиры, подписавшиеся на вновь выпускаемые бумаги, получают прибыль благодаря тому, что стремятся «купить дешевле, а продать дороже». Они стараются продать новые выпуски ценных бумаг по цене, превышающей ту, которую они гарантировали эмитенту. Отметим, однако, что инвестиционные банкиры, строго говоря, не являются банкирами и они не несут инвестиционных расходов. По существу, они выступают просто маркет-мейкерами в том смысле, что обеспечивают существование рынка для предполагаемого выпуска ценных бумаг. Инвестиционные банкиры не принимают депозитов, не предоставляют коммерческих или потребительских ссуд. Фактически коммерческим банкам был запрещен андеррайтинг на корпорационные ценные бумаги в соответствии с Законом Гласса—Стиголла 1933 г., разделившим коммерческие банковские операции и инвестиционно-учредительскую деятельность. (Мы рассмотрим это в главах 10 и 11.) Коммерческие банки имеют право участвовать и участвуют в андеррайтинге на муниципальные облигации, поскольку эти бумаги считаются относительно надежными (хотя были случаи, когда местные органы власти Нью-Йорка, Кливленда, Бостона и правительство штата Мичиган балансировали на краю банкротства). Фактически и частные лица, и домашние хозяйства, и фирмы покупают вновь выпущенные ценные бумаги. Например, некоторые активы, находящиеся во владении отдельных финансовых посредников, должны быть куплены на первичном рынке ценных бумаг.

Фактически рынком андеррайтинга на вновь выпускаемые бумаги являются совещания инвестиционных банковских фирм, поддерживающих телефонную связь друг с другом и с эмитентом новых ценных бумаг. Инвесторы (например, крупные страховые компании и пенсионные фонды) также связаны по телефону с инвестиционной банковской фирмой-андеррайтером. Гораздо более важным товаром, который продает инвестиционная банковская фирма, является информация о том, какая доходность должна быть обеспечена для продажи выпуска, и о вероятных покупателях.

Инвестиционные банкиры в состоянии осуществить андеррайтинг на новую эмиссию не потому, что они аккумулировали привлеченный капитал (депозиты), а скорее потому, что имеют достаточный собственный капитал для покупки ценных бумаг, которые не продаются по твердой цене. Рассмотрим такой пример. Крупная инвестиционная банковская фирма подписалась на эмиссию корпорации *XYZ*, состоящую из 1000 облигаций номиналом 10 000 долл. и с купонным доходом 10% годовых, выплачиваемым в течение 10 лет. Крупная инвестиционная банковская фирма гарантирует, что облигации будут проданы по цене, не меньшей, чем номинал, т. е. по 10 000 долл. за штуку. Однако оказывается, что облигации можно продать только с дисконтом —

по средней цене 9000 долл. Крупная инвестиционная банковская фирма терпит убыток в 1000 долл. по каждой облигации, что в сумме составляет 1 000 000 долл.

Вторичные рынки В прошлом активный вторичный рынок существовал только для государственных ценных бумаг США и для акций, котирующихся на крупнейших биржах. Существовали небольшие вторичные рынки для корпорационных и муниципальных облигаций, но они почти все время бездействовали. В последнее десятилетие вторичные рынки корпорационных и муниципальных облигаций расширились. Кроме того, возникли вторичные рынки потребительских кредитов и банковских ссуд для деловых предприятий.

Если многие первичные рынки — сфера деятельности инвестиционных банкиров, то на вторичных рынках сделки осуществляются в большинстве случаев при посредничестве брокеров. Брокер — это посредник, который сводит покупателей и продавцов финансовых инструментов одного типа. Брокеры, как правило, специализируются на определенном рынке, на котором они хорошо ориентируются в спросе, предложении и ценах. За свои услуги, включающие совершение сделок для покупателей и продавцов, брокеры получают комиссионные (брокерское вознаграждение).

РЫНКИ КАПИТАЛОВ

Рынок капиталов (*capital market*) — это рынок, на котором заключаются сделки купли-продажи ценных бумаг со сроком погашения один год и более, т. е. долгосрочных ценных бумаг. Рынок акций принято считать частью рынка капиталов. В определенном смысле акция является долгосрочной ценной бумагой, поскольку она не имеет срока погашения. Акция может существовать столь долго, сколько существует корпорация.

Рынок акций является самым широким рынком капиталов, если говорить о суммарной долларовой стоимости торгуемых на нем бумаг. Около 35% всех выпущенных акций находится непосредственно в руках частных лиц; остальной частью индивиды владеют опосредованно — через пенсионные фонды, страховые компании и корпорации.

Второй по стоимостному объему компонент рынка капиталов — ипотечный рынок, т. е. рынок закладных на недвижимость. Существуют два вида ипотеки:

1) жилищная (закладные на дома, принадлежащие одной-четырем семьям);
2) сельскохозяйственно-коммерческая.

В табл. 5-1 приведена стоимость ипотек, находящихся во владении банков, ссудосберегательных ассоциаций, взаимных сберегательных банков и компаний страхования жизни. Коммерческие банки проникли на рынок ипотек лишь в последнее время.

Третий крупнейший компонент рынка капиталов — рынок корпорационных облигаций. Основными держателями таких облигаций являются компании страхования жизни; они владеют более чем $^1/_3$ всех корпорационных облигаций.

Наконец, рынок капиталов включает рынок долгосрочных государственных ценных бумаг США и долгосрочных бумаг, выпускаемых агентствами федерального правительства, а также правительствами штатов и местных органов власти, которые приобретаются учреждениями и частными лицами, составляющими широкий спектр покупателей. Привлекательность государственных долгосрочных и среднесрочных облигаций США для частных инвесторов заключается в том, что они защищены от кредитного риска.

ДЕНЕЖНЫЕ РЫНКИ

Рынок капиталов состоит из ценных бумаг, выпущенных в основном на срок один год и более. Термин «**денежный рынок**» (*money market*) обычно применяется к торговле кредитными инструментами, выпущенными на срок менее одного года. Инструменты

денежного рынка высоколиквидны и могут продаваться и покупаться. Самым крупным сектором денежного рынка является рынок казначейских векселей США со сроком погашения менее одного года (T-bills).

Депозитные сертификаты крупных размеров, определение которых дано в главе 3, были «изобретены» одновременно несколькими агрессивными коммерческими банками США в 1961 г. Все свободнообращающиеся депозитные сертификаты имеют номинал 100 000 долл. и более. Они являются депозитами в эмитировавшем их финансовом учреждении. Коммерческий банк отражает депозитные сертификаты на своих счетах как пассивы. Покупатели депозитных сертификатов, конечно, рассматривают их как активы.

Депозитные сертификаты могут быть свободнообращающимися, что означает, что держатели могут продавать их на вторичном рынке. Свободнообращающиеся депозитные сертификаты играют все большую роль в операциях на денежном рынке. Они образуют важный источник средств для банков среднего и крупного размера. Казначеи корпораций приобретают свободнообращающиеся депозитные сертификаты, поскольку они сочетают доходность с высокой ликвидностью и для них существует оживленный рынок перепродажи (вторичный рынок).

ТАБЛИЦА 5-1

Стоимостный объем ипотек, находящихся во владении коммерческих банков, ссудо-сберегательных ассоциаций, финансовых компаний и компаний страхования жизни, 1991 г. (млн. долл.)

Коммерческие банки	870 797
Сберегательные учреждения	754 834
Финансовые компании	48 972
Компании страхования жизни	259 218
Итого по основным финансовым учреждениям	1 933 821

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bulletin.

В дополнение к депозитным сертификатам и казначейским векселям, описанным выше, важной частью денежного рынка являются рынки коммерческих бумаг и банковских акцептов.

Соглашения REPO, определение которых приводится в главе 3, образуют важную часть современного денежного рынка. Соглашения REPO позволяют держателю ценных бумаг получать средства путем продажи ценных бумаг с одновременным обязательством выкупить их в определенный момент в будущем. Они являются средством, облегчающим получение кредитов и предоставление ссуд на короткий срок, и обеспечивают ликвидность активов кредитора. Соглашение REPO обычно заключается между коммерческим банком и корпорацией. Банк продает ценные бумаги (часто это казначейские векселя США) управляющему финансами корпорации и обязуется выкупить их (часто на следующий день) по заранее обусловленной цене. Разница между текущей ценой покупки и будущей ценой продажи представляет собой выплачиваемый процентный доход.

Другой формой торговли на денежном рынке является **рынок федеральных фондов** (*federal funds market*), на котором банки берут ссуды и предоставляют кредиты друг другу, используя свои депозиты (резервы) в ФРС. Большинство банков использует рынок федеральных фондов, чтобы выполнить резервные требования или чтобы получить доход в течение короткого учетного периода. Федеральные фонды более подробно описываются в главе 6.

ПОСЛЕДНИЕ НОВОВВЕДЕНИЯ НА ФИНАНСОВЫХ РЫНКАХ

В последние годы на рынках ценных бумаг и ипотечных рынках произошли значительные изменения. Возникли новые финансовые инструменты и новые рынки, а традиционные рынки и инструменты претерпели изменения. Общей причиной всех нововведений послужило желание снизить риск (или хотя бы уровнять с прочими видами рисков), связанный с колебаниями процентных ставок (которые сами нередко вызваны изменениями инфляционных ожиданий).

Ипотечные рынки Большая часть вновь выпускаемых жилищных ипотек в США — это **ипотеки с плавающей ставкой** (*adjustable-rate mortgages, ARM*). Такие ипотеки позволяют кредитору изменять процентную ставку в течение срока ссуды — в заранее оговоренные моменты и при соблюдении строгих ограничений. Возник также новый крупный рынок ценных бумаг, обеспеченных пулом ипотек. Многие из этих бумаг, обеспеченные закладными, гарантированы Государственной национальной ипотечной ассоциацией, но важными участниками этого рынка стали и частные фирмы. В основном такие ценные бумаги, обеспеченные закладными, скупаются страховыми компаниями и пенсионными фондами. По существу, некоторым неудачливым депозитным учреждениям удалось переложить риск на государство и благодаря этому улучшить ликвидность своих активов; в результате ипотечный рынок в какой-то степени был изолирован от переживающей кризис сберегательной отрасли, а жилищное строительство внутри страны оживилось после спада 1981—1982 гг.

В конечном итоге оба нововведения, по-видимому, оказались выгодными как покупателям недвижимости, так и отечественной строительной индустрии. Однако интересно бы выяснить, не произошло ли значительное увеличение процентного риска в результате появления большой массы ипотек с плавающей ставкой; не произойдет ли стремительного роста процентного риска, если новый виток инфляции вызовет повышение процентных ставок?

Рынки облигаций[1] В общей массе корпорационных облигаций, вновь выпускаемых в США, все большую долю составляют облигации с плавающей ставкой, а остальная часть облигаций — облигации с фиксированной процентной ставкой — нередко сразу скупается. С начала 1980-х годов возрастает также объем **облигаций с нулевым купоном** (*zero-coupon bonds*), доход по которым представляет собой разницу между ценами покупки и продажи, а не выплачивается в виде купонных выплат, что снижает риск реинвестирования.

Интересное новшество возникло на рынке облигаций в середине 1980-х годов. Успех ценных бумаг, обеспеченных закладными, вызвал к жизни новый тип долгового инструмента, обеспеченного активами, — **облигации, обеспеченные пулом ипотек** (*collateralized mortgage obligation, CMO*). Облигации CMO аналогичны ценным бумагам, обеспеченным закладными на недвижимость, но обеспечиваются не инвестициями в жилищное строительство, а другими активами. Процесс объединения однотипных долговых обязательств с целью создания стабильного и предсказуемого потока доходов называется **секьюритизацией** (*securitization*).

Фактически пул ожидаемых поступлений выделяется в специально создаваемый филиал или траст, и инвесторы покупают доли такого пула. Инвесторы получают в качестве поступлений основную сумму и процентный доход по ссудам (конечно, за вычетом стоимости услуг и других расходов), выплачиваемым первичными заемщиками. Крупнейшими покупателями являются пенсионные фонды, ссудо-сберегательные ассоциации, финансовые менеджеры и трастовые отделы банков.

---

[1] В этом параграфе использованы материалы из статьи Альфреда Броддуса: *Broaddus A.*, Financial Innovation in the United States — Background, Current Status, and Prospects. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 71 (1), January/February 1985, pp. 2—22.

Возрастающая популярность облигаций СМО имеет три основные причины. Во-первых, в отличие от большинства ценных бумаг, представляющих собой долговое свидетельство, эти облигации ликвидны и обращаются на рынке. Во-вторых, кредитный риск по сделкам с облигациями СМО точно определяем, он может быть оценен и вычислен специальными агентствами, что делает эти бумаги привлекательными для многих инвесторов, таких, как пенсионные фонды, страховые компании и ссудо-сберегательные ассоциации. Наконец, трансакционные издержки по сделкам с облигациями СМО часто ниже, чем по кредитным сделкам.

Сейчас уже ни у кого не возникает сомнений в том, что секьюритизованным облигациям СМО принадлежит будущее. Не исключено, что коммерческие банки и сберегательные учреждения, являющиеся в настоящее время регулирующими структурами (что рассматривается в главе 10), через 10—15 лет станут в основном только первичными кредиторами. Их активы будут структурироваться, оцениваться, размещаться, торговаться и инвестироваться другими финансовыми учреждениями. Такой сценарий развития событий вполне устраивает инвестиционные банки, но не коммерческие банки и ссудо-сберегательные ассоциации, которые в этом случае будут играть второстепенную роль в процессе финансового посредничества. Мы еще раз вернемся к этим вопросам в главе 9.

Рынки форвардных контрактов и фьючерсов **Форвардный контракт** (*forward contract*) подразумевает, что покупатель и продавец договорились о купле-продаже данного количества товара по установленной цене в определенный момент в будущем. Многим людям знаком такой обычный вид контракта на будущую поставку, как заказ модели *Chevrolet* будущего года у местного дилера этой компании за два месяца до того, как машина должна прибыть по графику, или заказ в книжном магазине книги, которая будет выслана только через три недели. Другим примером является фермер, который может заключить с управляющим элеватора контракт на поставку 1 млн. бушелей пшеницы в определенный месяц в будущем по цене, по которой обе стороны сторговались в настоящий момент. Все контракты такого рода именуются форвардными контрактами.

Строго говоря, форвардный контракт — не то же самое, что фьючерсный контракт; последний термин применяется только к контрактам, заключаемым на официально зарегистрированных товарных биржах. До недавнего времени наиболее известными объектами фьючерсных контрактов были сельскохозяйственные товары. Ими торговали Чикагская срочная товарная биржа, Чикагская товарная биржа и другие биржи. В настоящее время появились фьючерсы на казначейские векселя, казначейские облигации и ипотеки, застрахованные государством. Эти финансовые фьючерсы торгуются главным образом на Чикагской срочной товарной бирже, на Международном валютном рынке Чикагской товарной биржи, на Нью-Иоркской товарной бирже. Основная масса финансовых фьючерсов торгуется на чикагских биржах.

Торговля процентными фьючерсами в США впервые была открыта в 1975 г. Эти рынки стали быстро расти по объему и размаху операций. В настоящее время существуют рынки процентных фьючерсов для шести инструментов: казначейских векселей США; среднесрочных казначейских облигаций США; долгосрочных казначейских облигаций США; ценных бумаг, обеспеченных закладной, которые выпускает Государственная национальная ипотечная ассоциация; депозитных сертификатов банков США; евродолларов.

Разница между форвардным и фьючерсным контрактом сложнее, чем следует из приведенного простого объяснения. На фьючерсном рынке сделки строго стандартизованы; покупатели и продавцы не знают ничего, кроме цены, нескольких характеристик продукта, срока и места поставки.

В отличие от форвардных контрактов фьючерсные редко завершаются реальной поставкой. Покупатели, как правило, закрывают контракт, покупая встречный кон-

Ипотеки с поправкой на уровень цен

Во многих странах мира, таких, как Австралия, Бразилия, Канада, Колумбия, Финляндия, Парагвай и Перу, все большее распространение получает финансовый инструмент, называемый *ипотекой с поправкой на уровень цен* (*price-level-adjusted mortgage, PLAM*). В отличие от ипотеки с фиксированной ставкой, для которой номинальная месячная выплата фиксирована, и от ипотеки с плавающей ставкой, для которой номинальная месячная выплата фиксирована на определенные периоды, заканчивающиеся, когда уровень цен изменяется настолько существенно, что выплаты дохода должны быть изменены, ипотека PLAM предусматривает постоянство *реальной* месячной выплаты на протяжение всего срока ссуды. Это значит, что внутристрановые месячные выплаты автоматически подгоняются под изменения уровня цен так, что реальный размер выплат остается постоянным.

Обычным обоснованием использования ипотеки PLAM является то, что в условиях инфляции, которая после второй мировой войны существует почти во всем мире, для ипотек с фиксированной ставкой характерны высокие месячные выплаты в начале срока ссуды. Затем, по мере роста уровня цен при постоянном темпе инфляции, реальный размер выплат в погашение ссуды снижается.

Предположим для примера, что годовой темп инфляции постоянен и равен 5%. Если индивид финансирует покупку дома стоимостью в 111 111 долл. с первой выплатой 11 111 долл. и берет 30-летнюю ссуду размером 100 000 долл. с фиксированным годовым процентом 10%, номинальная месячная выплата в погашение ссуды будет в течение 30 лет постоянной и составит 884 долл. Однако средняя *реальная* месячная выплата в первый год составит 842 долл.; к 30-му году из-за постоянной ежегодной 5-процентной инфляции средняя реальная месячная выплата снизится до 205 долл.

Проблема, возникающая при общепринятой практике предоставления ссуды под закладную с фиксированной номинальной ежемесячной выплатой, заключается в том, что покупатели, впервые покупающие дом — обычно это молодые люди или пары, только начинающие жизнь, — как правило, не могут делать высокие реальные выплаты, которые предусматриваются в самом начале срока ссуды. Это вынуждает многих из них копить деньги для более высокой первоначальной выплаты или расстаться с мечтой о покупке собственного дома.

Ипотека PLAM преодолевает эти затруднения, потому что фиксируется реальная величина выплаты на весь срок ссуды. Для того же численного примера, который разбирался выше, в случае использования ипотеки PLAM средняя номинальная месячная выплата в год составит 569 долл.; к 30-му году она станет равной 2343 долл. Но *реальная* выплата останется прежней, точнее, она составит 542 долл. в долларах, приведенных к текущему уровню цен. Эта реальная выплата в 542 долл. более чем на 35% ниже (в пересчете на реальную покупательную способность, которой обычно как раз и недостает покупателю своего первого дома) реальной месячной выплаты первого года в 842 долл. при фиксированной ставке выкупа закладной.

Ипотека PLAM — единственный вид закладной, существующей в Израиле. Недавно усилиями Всемирного банка к странам, в которых ипотека PLAM становится обычным финансовым инструментом, присоединились Аргентина, Чили, Эквадор, Гана, Мексика и Турция. Следующими могут стать страны Восточной Европы, например Венгрия. Почему ипотека PLAM не привилась в США и некоторых других странах? Одна из причин заключается в том, что преимущество ипотеки PLAM наиболее очевидны гражданам стран с особенно высоким уровнем инфляции. Именно к таким странам относятся государства, в которых развилась практика использования ипотеки PLAM. Чаще называют другую причину того, что ипотека PLAM не привилась в США. Эта причина состоит в том, что в недавнем прошлом не было ясности в отношении применения к ипотеке PLAM законов о налогах, предельных ставок процента, правил предоставления ссуд и других предписаний. Недавно, однако, агент-

ства федерального правительства разработали систему налогообложения по сделкам с ипотекой PLAM и дали разъяснения по применению законодательства к ним, сняв многие ограничения их использования. Ипотека PLAM появилась во многих точках земного шара; следующей могут стать США.

Источник: Peek Joe, Wilcox James A., A Real, Affordable Mortgage. — Federal Reserve Bank of Boston *New England Economic Review,* January/February 1991, pp. 51—66.

тракт за день до окончания срока исполнения первого. Например, контракт на поставку может быть исполнен (или закрыт) покупкой встречного контракта (по существу, являющегося обязательством принять поставку).

Покупатель, приобретающий фьючерсный контракт сегодня, фактически обязуется принять поставку, скажем, казначейских векселей на сумму 1 млн. долл., в определенный день в будущем по оговоренной цене (или с определенным купонным доходом). Цена, устанавливаемая фьючерсным контрактом, называется **фьючерсной ценой** (*futures price*). В табл. 5-2 приведены некоторые фьючерсные цены и другая информация по казначейским векселям по состоянию на 24 февраля 1992 г. **Цена спот** (*spot price*) — это цена, по которой товар может быть куплен в настоящий момент, т. е. приобретен по кассовой сделке. Ее также называют ценой по кассовой сделке. Дисконт по фьючерсному контракту на поставку в марте 1992 г., как видно из табл. 5-2, составлял 3,98 плюс процент.

ТАБЛИЦА 5-2

Цены фьючерсов на казначейские векселя по состоянию на 24 февраля 1992 г.

Эта таблица показывает расчетную ставку дисконта, по которой торгуются различные контракты на поставку 91-дневных казначейских векселей*. Колонка (1) — месяц, в котором истекает срок контракта; колонка (2) — цена открытия торгов на контракт; колонка (3) — самая высокая цена дня; колонка (4) — самая низкая цена дня; колонка (5) — изменение относительно предыдущего дня; колонки (6) и (7) непосредственно показывают размер ставки дисконта и ее изменение (так, что их не надо рассчитывать на основе индекса); колонка (8) показывает объем открытых позиций (т. е. число контрактов, не закрытых встречными контрактами).

Казначейские векселя (IMM) номиналом 1 млн. долл., доля в %

						Учетная ставка		
	Цена открытия	Самая высокая цена	Самая низкая цена	Расчетная цена	Изменение	Расчетная ставка	Изменение	Открытые позиции
(1)	(2)	(3)	(4)		(5)	(6)	(7)	(8)
Март	96,02	96,04	95,99	96,02–	0,05	3,98+	0,05	20 762
Июнь	95,93	95,94	95,78	95,80–	0,18	4,22+	0,18	20 948
Сентябрь	95,64	95,64	95,47	95,48–	0,21	4,52+	0,21	4684
Декабрь	95,01	95,01	94,95	94,95–	0,21	5,05+	0,21	1566

* Международный валютный рынок (IMM) разработал методику котировки учетных ставок казначейских векселей для фьючерсов, которая соответствует методам, принятым при торговле акциями и товарными фьючерсами. Система IMM представляет собой индекс, строящийся как разность между фактической учетной ставкой казначейского векселя и величиной 100. Учетная ставка в 6,00% котируется по системе Международного валютного рынка как 94,00 (отметим, что 94,00 — это *не* цена; цена 90-дневного казначейского векселя равна 985,00 долл.).

Источник: рассчитано по *The Wall Street Journal,* February 24, 1992.

С другой стороны, фьючерсный контракт можно продать бирже. Продавая фьючерсный контракт, инвестор фактически обязуется поставить данное количество товара в

определенный день и по оговоренной цене. Инвесторы, принявшие на себя обязательства на поставку товара в будущем по установленной цене, называются занимающими **короткую позицию** (*short position*); они продают фьючерсный контракт. Инвесторы, принявшие на себя обязательства купить определенное количество по установленной цене в будущем, называются занимающими **длинную позицию** (*long position*).

Зачем нужны фьючерсы на ценные бумаги Финансовые фьючерсы дают возможность покупателям облигаций защитить себя от резких колебаний рыночной процентной ставки, снижающих рыночную цену облигаций, и гарантировать себе процентную ставку (цену облигации) на будущее. Тем самым снижается процентный риск — но одновременно и прибыльность — при покупке облигаций. Риск переносится на спекулянтов, которые принимают его добровольно (гарантируя будущую цену облигации продавцам фьючерсов) в надежде на высокую прибыль.

Перенос риска в этом случае аналогичен ситуации, когда фермеры продают несозревший урожай за гарантированную цену в будущем (потому что они боятся, что рыночные цены упадут к тому времени, когда продукция будет готова к выходу на рынок) спекулянтам, которые делают ставку на рост цены в будущем. Фермеру гарантирован умеренный доход, а спекулянта ждут большие прибыли или потери.

Интересно, что казначейский вексель, который является весьма ликвидным активом благодаря своей краткосрочности и тому, что он торгуется на вторичных рынках, может стать одновременно более ликвидным (для хеджеров) и менее ликвидным (для спекулянтов), поскольку возник рынок фьючерсов на казначейские векселя.

Рынок фьючерсов на казначейские векселя Одним из самых активных фьючерсных рынков является рынок фьючерсов на 3-месячные (91-дневные) казначейские векселя. Инвестор может купить в настоящий момент контракт на поставку 3-месячных казначейских векселей на сумму 1 млн. долл. через 91 день с момента заключения контракта. После того как продавец контракта на поставку зарегистрирован на бирже путем открытого заявления (что совершенно не похоже на степенные телефонные переговоры, практикуемые на рынках казначейских векселей), торг завершается соглашением о цене. В этот момент в сделку включается расчетная палата, роль которой сводится к следующему: контракты покупателя и продавца находятся теперь в расчетной палате, а не у какой-либо из сторон сделки.

Ключевая роль расчетной палаты заключается в том, чтобы проследить выполнение различных требований, предъявляемых к участникам фьючерсной сделки. Например, биржами — Чикагской срочной товарной биржей, Чикагской товарной биржей и др. — устанавливается **нормативная маржа** (*margin requirements*). Нормативная маржа, скажем, в размере 20% означает, что покупатель должен «покрыть» 20% цены покупки, т. е. фактически покупатель может занять сумму только в размере 80% от цены. Высокая нормативная маржа заведомо снижает уровень риска в таких сделках.

Обычно размер нормативной маржи не так высок. Например, покупателю может быть установлена первоначальная маржа в размере 0,0012%, или 1200 долл. при контракте на казначейские векселя на сумму 1 млн. долл. Эта маржа может быть покрыта наличными, соответствующими ценными бумагами или банковскими обязательствами по ссуде.

В течение всего срока действия контракта будет осуществляться *«отметка по рынку»* (*mark to market*). Это означает, что маржевый счет покупателя контракта на поставку казначейских векселей через 91 день будет кредитован на сумму прибыли, если рыночная цена контракта вырастет, или дебетован на сумму убытка, если цена упадет. Прибыли на маржевом счете могут быть получены немедленно; но если возникают убытки, уменьшающие размер маржи ниже 1200 долл. за контракт, покупатель должен внести на свой маржевый счет разницу наличными до начала торгов следующего дня.

Если покупатель хочет расторгнуть контракт до наступления срока его исполнения, он должен занять встречную позицию. Это значит, что для того, чтобы покупатель смог расторгнуть контракт на покупку казначейских векселей на сумму 1 млн. долл. в будущем, он должен продать фьючерсный контракт на продажу казначейских векселей на сумму 1 млн. долл. в тот же день. Заявка отправляется на ту же биржу, и контракт на продажу исполняется (но не стороной, продавшей его первоначально). Расчетная палата вновь выступает посредником между сторонами, и последняя продажа гасит первоначальную покупку. Если цены фьючерсов на казначейские векселя растут после того, как клиент купил фьючерсный контракт, он получает прибыль; если цены упали — он терпит убыток.

Мы завершим описание развивающихся финансовых рынков замечанием, что их существование позволяет как частным лицам, так и учреждениям избегать рынков, связанных с более высоким процентным риском, но такие рынки порождают также спекуляцию. Пока неизвестно, уменьшило ли общий риск на финансовых рынках существование фьючерсных рынков и рынков ипотек и облигаций нового типа. Мы вернемся к этим вопросам в главах 11, 12 и 13.

Краткое содержание

1. В бартерной экономике люди делают сбережения, не потребляя часть товаров, которые они получают за работу; таким образом, они накапливают реальные товары. Инвестирование также требует отказа от потребления части реальных товаров, которые затем должны быть обменены на технологические агрегаты и оборудование.
2. Деньги упрощают разделение процессов сбережения и инвестирования. Сбережение представляет собой нерастрачивание денежных поступлений (доходов); сберегая люди аккумулируют богатство, т. е. запас обобщенной покупательной способности. Этот запас (или сберегаемые средства) может быть передан инвестору, которому поэтому не нужно заниматься сбережением. Передача покупательной способности выгодна сберегателям — они получают прибыль, которую им добровольно выплачивают инвесторы из своей прибыли. Такая передача выгодна и инвесторам, получающим возможность иметь прибыль, часть которой они отдают сберегателям, чтобы самим не заниматься сбережением.
3. Передача средств от сберегателей к инвесторам может осуществляться напрямую, путем прямого финансирования: фирмы могут продавать акции и облигации непосредственно гражданам на первичном рынке. Эти активы становятся более ликвидными для граждан, если существуют вторичные рынки, на которых активы можно перепродавать.
4. Финансовые учреждения развились как финансовые посредники, создающие специальные каналы, по которым сберегаемые средства переходят от сберегателей к фирмам, использующим эти средства для инвестирования. Этот процесс называется финансовым посредничеством; он выгоден обществу, потому что позволяет небольшим компаниям, которым невыгодно выпускать акции и облигации, получить доступ к сберегаемым средствам. Финансовое посредничество также выгодно для мелких сберегателей, так как финансовые учреждения объединяют их средства и диверсифицируют их инвестиции, благодаря чему снижается риск для мелких сберегателей. Более того, сберегательные депозиты страхуются правительственными агентствами.
5. Правительство также оказывает влияние на процесс финансового посредничества. Три ипотечных ассоциации через Федеральный банк финансирования поставляют средства на рынок ипотек на недвижимость, продавая облигации и используя полученные средства для покупки закладных; а три банка, являющихся агентствами федерального правительства, выпускают ценные бумаги и полученный доход используют для предоставления льгот фермерам.
6. Финансовые посредники — это финансовые учреждения, которые привлекают средства (принимают депозиты) граждан, добровольно отказывающихся от использования их теку-

щей покупательной способности. Затем финансовые посредники ссужают эти средства компаниям (или покупают у них ценные бумаги) для покрытия их текущих расходов. Фактически финансовые посредники привлекают сбережения домашних хозяйств и ссужают ими фирмы, которые используют эти средства в инвестиционных целях.

7. Ценные бумаги — это письменные обязательства выплатить их владельцу определенную сумму в установленный срок. Финансовые учреждения, корпорации и государство выпускают большое количество разнообразных ценных бумаг. Как правило, эти бумаги имеют форму долговых инструментов, ценных бумаг, обеспеченных активами, и инструментов хеджирования.
8. Первичным рынком называется рынок, на котором покупается и продается новая эмиссия ценных бумаг. Вторичными называются рынки, на которых покупаются и продаются ценные бумаги, выпущенные ранее.
9. Рынок, на котором торгуются долгосрочные ценные бумаги (со сроком погашения один год и более), называется рынком капиталов. Он включает в себя рынок акций, ипотечный рынок, рынок корпорационных облигаций и рынок долгосрочных государственных ценных бумаг США.
10. Рынок, на котором торгуются краткосрочные ценные бумаги (со сроком погашения менее одного года), называется денежным рынком. Он включает в себя рынки казначейских векселей США, свободнообращающихся депозитных сертификатов, коммерческих бумаг, банковских акцептов, федеральных фондов и взаимных фондов денежного рынка.
11. Существует первичный рынок казначейских векселей; каждую неделю проводится аукцион казначейских векселей.
12. Последние инновации на финансовых рынках включают в себя: ипотеки с плавающей ставкой; ценные бумаги, обеспеченные закладной; облигации, обеспеченные пулом ипотек; секьюритизацию; облигации с нулевым купоном.
13. Рынок фьючерсов на ценные бумаги позволяет кредиторам защитить (хеджировать) себя от изменений рыночных процентных ставок. Конечно, снижение процентного риска достигается ценой снижения потенциальной прибыли. Фактически трейдеры, желающие избежать риска, могут получать скромные доходы, а другие имеют возможность вести рискованную спекуляцию ради более высоких доходов.

Словарь терминов

Вторичный рынок (*secondary market*) — рынок, на котором продаются и покупаются ранее выпущенные ценные бумаги.

Денежный рынок (*money market*) — рынок, на котором торгуются ценные бумаги со сроком погашения менее одного года (краткосрочные ценные бумаги).

Депозитные учреждения (*depository institutions*) — финансовые учреждения, принимающие депозиты, например, чековые (текущие счета), которые используются как долговые инструменты.

Длинная позиция (*long position*) — обязательство купить определенное количество конкретного товара в будущем по заранее оговоренной цене.

Долговой инструмент (*debt instrument*) — прямые долговые обязательства частного лица или фирмы, выпустивших этот инструмент.

Долгосрочные казначейские облигации (*Treasury bonds*) — долгосрочные (на 10 лет и более) долговые обязательства, выпускаемые Казначейством США и обеспеченные «всем достоянием Соединенных Штатов».

Инструмент хеджирования (*hedging instrument*) — финансовый инструмент, позволяющий частному лицу или фирме застраховаться от колебаний цены на актив.

Ипотеки с плавающей ставкой (*adjustable-rate mortgages, ARM*) — закладные, которые позволяют кредитору изменять процентную ставку в течение срока ссуды.

Казначейские векселя (*Treasury bills*) — краткосрочные (от 15 дней до 1 года) долговые обязательства, выпускаемые Казначейством США и обеспечиваемые «всем достоянием Соединенных Штатов».

Коммерческие бумаги (*commercial paper*) — необеспеченные краткосрочные простые векселя, выпускаемые банками, корпорациями и финансовыми компаниями.

Конвертируемые облигации (*convertible bonds*) — выпускаемые фирмами облигации, которые могут быть конвертированы в акции по определенной цене по прошествии установленного срока.

Короткая позиция (*short position*) — обязательство поставить определенное количество конкретного товара в будущем по заранее установленной цене.

Нормативная маржа (*margin requirement*) — процент от цены покупки акций или облигаций, который клиент должен внести при ссуде средств на финансирование этой покупки.

Облигации, обеспеченные пулом ипотек (*collateralized mortgage obligations, CMO*) — инструменты финансирования путем получения займов, обеспеченных такими активами, как ссуды на покупку автомобиля, коммерческие закладные, задолженность по кредитным карточкам и лизинговые поступления.

Облигации под доходы (*revenue bonds*) — муниципальные облигации, обеспеченные поступлениями от реализации коммерческих проектов, финансируемых путем продажи этих облигаций.

Облигации под общую гарантию (*general-obligation bonds*) — муниципальные облигации, которые обеспечены налоговыми поступлениями органов власти, выпустивших эти облигации.

Облигации с нулевым купоном (*zero-coupon bonds*) — ценные бумаги, доход по которым представляет собой разность между ценами покупки и продажи и не выплачивается в виде регулярных купонных выплат.

Облигация (*bond*) — свидетельство, подтверждающее, что корпорация получила ссуду и обещала выплатить кредитору определенную денежную сумму в установленный срок в будущем.

Обычная акция (*common stock*) — свидетельство о владении долей капитала корпорации, дающее владельцу право голоса и получения доли в прибылях.

Опционы (*options*) — финансовые контракты, предоставляющие держателю право купить и/или продать ценные бумаги или товары в заданном количестве по определенной цене в течение установленного срока.

Отказ от финансового посредничества (*financial disintermediation*) — процесс изъятия первичными кредиторами своих средств из учреждений финансового посредничества и ссужение этих средств непосредственно первичным заемщикам.

Первичный рынок (*primary market*) — рынок, на котором продаются и покупаются вновь выпущенные ценные бумаги.

Подписка (*subscription*) — предложение новых выпусков среднесрочных и долгосрочных казначейских облигаций США с объявленной купонной ставкой.

Привилегированная акция (*preferred stock*) — свидетельство долевого участия в капитале фирмы, дающее владельцу право первоочередного получения активов фирмы, но меньший контроль над управлением фирмой.

Рынок федеральных фондов (*federal funds market*) — рынок, на котором производится торговля сверхкраткосрочными (обычно однодневными) активами между финансовыми учреждениями. Занимаемыми и ссужаемыми активами обычно являются резервы, депонированные в федеральном резервном банке соответствующего округа.

Рынок капиталов (*capital market*) — рынок, на котором обращаются ценные бумаги со сроком погашения один год и более (среднесрочные и долгосрочные).

Секьюритизация (*securitization*) — процесс объединения однотипных долговых обязательств в пул и продажи долей такого пула как торгуемых ценных бумаг, облигаций, обеспеченных активами, или облигаций, обеспеченных пулом ипотек.

Среднесрочные казначейские облигации (*Treasury notes*) — среднесрочные (от 1 до 10 лет) долговые обязательства Казначейства США, обеспеченные «всем достоянием Соединенных Штатов».

Финансовое посредничество (*financial intermediation*) — процесс аккумуляции финансовыми учреждениями сбережений домашних хозяйств и ссужения этими средствами фирм.

Финансовые инструменты (*financial instruments*) — такие финансовые активы, как деньги и ценные бумаги.

Финансовые учреждения (*financial institutions*) — такие учреждения, как коммерческие банки, ссудо-сберегательные ассоциации, страховые компании, пенсионные фонды и т. д., которые привлекают средства домашних хозяйств и ссужают их фирмам и др.

Фондовые инструменты (*equity instruments*) — свидетельства долевого участия в капитале компании, например акции.

Форвардный контракт (*forward contract*) — финансовый контракт, по которому обязуются купить или продать конкретный товар по определенной цене в установленный срок в будущем.

Фьючерсная цена (*futures price*) — цена, устанавливаемая фьючерсным контрактом.

Фьючерсный контракт (*futures contract*) — форвардный контракт, заключенный на официально зарегистрированной товарной бирже в соответствии с ее правилами.

Цена спот (*spot price*) — цена, по которой товар может быть куплен в настоящий момент; цена по кассовой сделке.

Ценные бумаги (*securities*) — документы, свидетельствующие о владении или кредитовании компаний или государственных органов, например федерального правительства, правительств штатов или местных органов власти.

Ценные бумаги, обеспеченные активами (*asset-backed securities*) — ценные бумаги, представляющие собой доли рыночной стоимости пула активов.

Ценные бумаги, обеспеченные закладными (*mortgage-backed securities*) — ипотеки, объединенные в пулы ипотек на недвижимость.

Рекомендуемая литература

Broaddus Alfred, Financial Innovation in the United States—Background, Current Status, and Prospects. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 71 (1), January/February 1985, pp. 2—22.

Cook Timothy R., Summers Bruce J. (eds.), Instruments of the Money Market. — Richmond (Va.): Federal Reserve Bank of Richmond, 1981.

First Boston Corporation, Handbook of Securities of the United States Government and Federal Agencies (published every second year).

Goldsmith Raymond W., Financial Intermediaries in the American Economy since 1900. — Princeton (N.J.): Princeton University Press, 1958.

Jefferis Richard H., Jr., The High-Yield Debt Market: 1980—1990. — Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Commentary*, April 1, 1990, pp. 1—6.

Morris Charles S., Managing Interest Rate Risk with Stock Index Futures. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 74 (3), March 1989, pp. 3—20.

Morris Charles S., Managing Stock Market Risk with Stock Index Futures. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 74 (5), June 1989, pp. 3—16.

Munn Glenn G., Garcia F. L., Woelfel Charles J., Encyclopedia of Banking and Finance, 9 ed. — Rolling Meadows (Ill.): Bankers Publishing Company, 1991.

Polakoff Murray E., Durkin Thomas et al., Financial Institutions and Markets, 2 ed. — Boston: Houghton Mifflin, 1981.

Robbins Sidney, The Securities Markets: Operations and Issues. — New York: The Free Press, 1966.

Rosengren Eric S., The Case for Junk Bonds. — Federal Reserve Bank of Boston *New England Economic Review*, May/June 1990, pp. 40—49.

Stigum Marcia, The Money Market, 2 ed. — Homewood (Ill.): Dow Jones-Irwin, 1983.

Глава 6

Депозитные финансовые учреждения

Основные проблемы

1. Как возникла в США двухуровневая банковская система?
2. Что такое сберегательные учреждения? Каким было начало сберегательного дела в США?
3. Что собой представляют первичные активы и обязательства коммерческих банков?
4. Что собой представляют первичные активы и обязательства сберегательных учреждений?
5. Почему различие между коммерческими банками и сберегательными учреждениями становится менее заметным?

Возникновение банковского дела и депозитных учреждений

В ходе исторического развития общества люди осознали недостатки бартера. Сначала вместо него они начали использовать в качестве денег нечеканенные металлы в виде слитков. Однако слиток как средство обращения во многих отношениях неудобен. В момент совершения сделки не всегда имеются под рукой приспособления для взвешивания и проверки качества, поэтому возникает обвес и фальсификация денег, увеличивающие трансакционные издержки.

Решением проблем, связанных с использованием слитков в качестве денег, стала чеканка монет. Клеймо, нанесенное на металлический слиток, удостоверяло определенный вес и степень чистоты металла. Названия многих современных денежных единиц (фунт, лира, шекель) восходят к единицам веса. Тем не менее, хотя чеканка монет явилась важным усовершенствованием в развитии денег, она не устранила некоторые проблемы. Среди наиболее важных из этих проблем — возможность кражи перевозимых и хранящихся денег, расходы на транспортировку и отсутствие процентного дохода при использовании монет в качестве денег.

ЮВЕЛИР

Главным образом как реакция на опасность кражи возникла практика хранения слитков благородных металлов и монет в хранилищах ювелиров. Поскольку ювелиры работали с такими благородными металлами, они по необходимости обеспечивали их защиту. Поэтому было совершенно естественно выбрать ювелира в качестве приемщика и хранителя золотых и серебряных денег (за определенную плату) ради спокойствия владельца.

На этой ранней стадии истории банковского дела вкладчик, хотевший оплатить сделку, должен пойти к хранителю, взять некоторое количество своих монет и использовать их для платежа. Чтобы упростить эту процедуру, люди начали использовать специальные складские расписки (письменные свидетельства о хранящихся монетах из благородных металлов) в качестве средства платежа. Эти старинные «расписки

ювелира» принимались в оплату по одной причине: получатель платежа был уверен, что расписку можно обменять на золотые монеты в мастерской ювелира. Так был сделан важнейший шаг для эволюции денег. Люди начали использовать письменные свидетельства (вместо монет из благородных металлов или слитков как таковых) в качестве средства обращения.

ЮВЕЛИР СТАНОВИТСЯ БАНКИРОМ

Следующим шагом в развитии банковского дела явилось открытие ювелирами того факта, что им необязательно хранить в своих подвалах все депонированные у них монеты. Они обнаружили, что ежедневные изъятия, как правило, примерно равны ежедневным вкладам. Тем не менее бывали дни, когда изъятия превышали вклады. Если ювелиры могли предвидеть величину, на которую изъятия могут превзойти вклады, они могли постоянно хранить только **резервы** (*reserves*), соответствующие случайным колебаниям.

Ювелиры давали расписки на гораздо большие суммы, чем те, что фактически хранились у них в виде монет из благородного металла. Таким образом, стоимость «денег» (или резервов), которые у ювелиров всегда были под рукой для обеспечения возможных изъятий золотых и серебряных монет, представляла собой только часть общей стоимости складских расписок, которые они давали. Так родилась идея **частичных банковских резервов** (*fractional reserve banking*), и ювелиры из простых хранителей монет превратились в банкиров. Если эта практика и была поначалу тайной (что несомненно), то истина вскоре выплыла наружу. Люди, однако, убедились в том, что система частичных резервов выгодна обеим сторонам. Банкиры обеспечивали безопасность, удобство, простоту передачи денег, бухгалтерские услуги — и все это за ничтожную плату или вообще бесплатно. В обмен на эти услуги банкирам предоставлялось право использовать хранящиеся у них деньги граждан для выдачи ссуд. Как всегда бывает в обществах, основанных на выгоде, был найден путь достижения взаимной выгоды. С тех пор были проанализированы и отброшены все морально-этические возражения против хранения менее чем 100-процентных резервов с целью получения прибыли. Единственной серьезной проблемой оказались спорадически возникающие нарушения конфиденциальности и «набеги» на банк (когда люди бросаются изымать свои деньги в страхе перед исчерпанием банковских резервов). Гласная, осторожная деятельность банков и солидная манера поведения банкиров помогли уменьшить опасения публики, и банковское обслуживание с частичным резервным покрытием утвердилось повсюду.

Теперь мы перенесемся через несколько веков и опишем ранние стадии развития банковского дела в США.

ЗАРОЖДЕНИЕ БАНКОВСКОГО ДЕЛА В США

Ни в одной стране мира нет такой обширной и сложной банковской системы, как в США. В других странах обычно имеется центральный банк и 10—12 коммерческих банков (со множеством отделений у каждого). В отличие от них в США существует двухуровневая банковская система, в которой имеются банки, получившие чартер[1] от правительств штатов, и банки, получившие чартер от федерального правительства. Существованием такой системы двойного подчинения объясняется наличие сравнительно большого числа банков в стране. Для понимания двухуровневой банковской системы США лучше всего рассмотреть в историческом аспекте различные факторы, которые оказали влияние на формирование ее финансового пространства.

Революционная война На уроках истории США в школе мы узнаем, что американские колонисты были едины в своем стремлении к независимости и готовности бороть-

[1] Чартер — документ на право ведения банковских операций. (*Прим. ред.*)

ся за нее. Почти во всем остальном они были несогласны друг с другом. Существовало две основные точки зрения на политическую власть (иметь сильное центральное правительство или сильные правительства штатов, объединенных в федерацию) и на финансовую власть (иметь сильный центральный банк, концентрирующий финансовую мощь или много независимых банков одинаковой финансовой мощи).

Во время войны за независимость Континентальный конгресс столкнулся с этими противоречащими друг другу подходами. К тому же перед ним стояла задача финансирования войны за независимость. Все эти проблемы встали перед конгрессом на фоне больших финансовых затруднений. Почти все финансовые каналы колоний были связаны с банками Великобритании, а революция оборвала эти нити. Хотя существовали «финансовые компании», принадлежавшие колонистам и управлявшиеся ими, настоящих самостоятельных банков в мятежных колониях не было. Так что Континентальный конгресс должен был решить чудовищно сложную задачу финансирования войны, не имея собственной банковской системы.

Финансирование войны за независимость Хотя война обошлась США в 100 млн. долл., что, вероятно, составляло менее 10% годового национального дохода в период с 1775 по 1783 г., Континентальный конгресс с трудом нашел эту сумму. Законы конфедерации были довольно слабыми и не давали Континентальному конгрессу права взимания налогов с граждан. Конгресс, однако, смог получить займы за границей на сумму почти в 8 млн. долл. золотом; более $^3/_4$ этой суммы предоставила Франция, остальное — Голландия и Испания. Около 2 млн. долл. было получено в виде займов от частных лиц и компаний. Затребованные Конгрессом взносы от штатов принесли всего 6 млн. долл. С точки зрения каждого отдельного штата часто казалось разумным занимать выжидательную позицию и позволять платить другим штатам. Это был хороший пример того, что экономисты называют «проблемой независимого наездника» — каждый штат старался предоставить другим штатам возможность нести бремя военных расходов. Поскольку так вел себя каждый штат, поступления в федеральную казну были незначительны.

Континентальные доллары В течение 4-летнего периода, начиная с 1775 г., Континентальный конгресс дал разрешение на выпуск бумажных денег на общую сумму почти 200 млн. долл. В этот период эти бумажные деньги фактически стоили немногим более 40 млн. долл. золотом. Немногие верили, что эти бумажные деньги, которые называли «континентальками», будут обмениваться на звонкую монету (золотую или серебряную) после революции. Поскольку не было уверенности в будущем обменном курсе денег, текущий курс их обмена на золото постоянно снижался. В то время конгресс не имел права объявить «континентальки» обязательным к приему средством оплаты долговых обязательств. Вместо этого Конгресс просил власти штатов наказывать лиц, отказывавшихся принимать их в обмен на товары и услуги.

К 1781 г. «континентальки» стоили $^1/_{500}$ своего номинала. Было две причины столь низкого обменного курса: 1) недоверие населения к правительству; 2) огромный рост объема выпущенных «континенталек». Связь между объемом денежной массы в обращении и ее стоимостью (покупательной способностью) стала в этот период совершенно очевидной и хорошо иллюстрировалась поговоркой: «не стоит и континентальки». С этими деньгами произошло то же самое, что происходит с любым товаром: когда предложение растет быстрее, чем спрос, равновесная, определяемая рынком цена падает. Поскольку «ценой» доллара является его покупательная способность, быстрый рост массы «континенталек» привел к падению их покупательной способности. По-другому это называется инфляционной ситуацией: для покупки некоторого количества товаров и услуг требуется все большее количество денежных единиц.

Первые годы республики После ратификации Конституции США в 1789 г. новое федеральное правительство получило право «выпускать деньги, регулировать их стоимость и чеканить монету, а также устанавливать стандарты мер и весов». Таким образом, этот раздел Конституции дал федеральному правительству возможность ввести федеральную денежную единицу. Это было важно для будущего развития коммерческой деятельности и рынков капиталов (т. е. рынков, на которых производится купля-продажа долговых обязательств и акций компаний). Конституция также позволяла федеральному правительству оплачивать долги «нескольких» (т. е. отдельных) штатов. Это еще больше способствовало развитию рынков капиталов.

Точка зрения А. Гамильтона Ключевым положением Конституции является то, что федеральное правительство уполномочено регулировать объем денежной массы в обращении. Первоначально усилия в этом направлении не были эффективными, но уже в первые годы существования республики предприняты важные попытки организации стабильной денежной системы. В 1791 г. министром финансов был назначен Александр Гамильтон (Hamilton). Права, которые предоставляла ему эта должность, уступали только правам президента. Финансовая программа А. Гамильтона отражала его веру в необходимость сосредоточения основных полномочий у федерального правительства, а не у правительств отдельных штатов. А. Гамильтон считал необходимым установить базовую единицу денежной системы, что очевидно из его знаменитого заявления, опубликованного в *The Federalist Paper*, № 30:

> «Деньги, насколько это возможно, должны рассматриваться как жизненно важный принцип внутренней политики страны; как то, что поддерживает ее жизнь и развитие, позволяя ей осуществлять свои важнейшие функции».

По предложению А. Гамильтона в 1792 г. был принят Закон о чеканке монет. Доллар должен был стать базовой денежной единицей, а десятичная денежная система должна была заменить британскую систему фунтов, шиллингов и пенсов.

В соответствии со своей убежденностью в необходимости сильного общенационального правительства, А. Гамильтон был поборником идеи общенационального банка; в 1781 г. в письме к Роберту Моррису (Morris) — главе департамента финансов Континентального конгресса — он писал:

> «Задачей национального банка является расширение государственного и частного кредита. Тогда будут расти отрасли экономики, приумножая количество товаров, сельское хозяйство и обрабатывающая промышленность достигнут расцвета, что обеспечит истинное богатство и процветание государства».

Альтернативная точка зрения Если Александр Гамильтон был горячим сторонником сильных коммерческих банков, то Томас Джефферсон (Jefferson) — первый государственный секретарь — хотел, чтобы США оставались в основном сельскохозяйственной страной. Т. Джефферсон противостоял банкирам, потому что считал, что их интересы связаны главным образом с промышленной и коммерческой деятельностью.

Тем не менее Т. Джефферсон активно интересовался вопросами денежной эмиссии; в 1776 г. он опубликовал доклад, озаглавленный «Заметки о введении денежной единицы и чеканке монеты в Соединенных Штатах». В этом докладе он предлагал положить в основу американской денежной системы испанский серебряный доллар, имевший удобный размер и уже широко использовавшийся. Т. Джефферсон был также одним из главных поборников десятичной денежной системы; он рекомендовал делить денежную единицу на десятые доли — даймы, по испанскому образцу, и на сотые доли — центы, по аналогии с существовавшей в то время «медной» монетой.

Доклад Т. Джефферсона произвел большое впечатление на Роберта Морриса и членов Континентального конгресса. Конгресс принял его предложения, и Александр

Гамильтон сам включил большую часть предложений Т. Джефферсона в свой проект денежной системы новой республики. Позднее, когда он был государственным секретарем и надзор за деятельностью федерального монетного двора входил в круг его служебных обязанностей (наряду со множеством других, включая руководство Патентным ведомством США), Т. Джефферсон вернулся к своим идеям, изложив их первому Конгрессу США в докладе, озаглавленном «План учреждения единой денежной системы и системы мер и весов в США».

Битва титанов и зарождение национальной банковской системы Александр Гамильтон принадлежал к партии федералистов, которые отстаивали идеи централизации политической власти в руках федерального правительства. Сюда включалось и право контролировать банки, регулировать их деятельность и выдавать чартер банкам. Федералисты считали, что Конституция не предоставляет штатам права регулирования банковской деятельности. Антифедералисты, возглавляемые Т. Джефферсоном, отстаивали права штатов. Они не только добивались для штатов права выдачи чартера банкам и контроля над ними, но они также боролись за принятие законов, которые запрещали бы федеральному правительству вмешиваться во все эти виды деятельности. Т. Джефферсон, вместе с первым генеральным прокурором Эдмундом Рандолфом (Randolph) и представителем штата Вирджиния, одним из учредителей Конституции Джеймсом Мэдисоном (Madison), рекомендовал президенту Джорджу Вашингтону (Washington) в 1791 г. наложить вето на закон, разрешающий создание национального банка. Т. Джефферсон писал:

> «Я считаю, что в основе Конституции лежит принцип, согласно которому "все полномочия, не отнесенные Конституцией к компетенции Соединенных Штатов и не запрещенные ею к осуществлению отдельными штатами, относятся к компетенции Штатов или Народа как такового" (статья XII). Сделать хотя бы один шаг за рамки, которыми, таким образом, обозначены полномочия Конгресса, означает претендовать на безграничную власть, не поддающуюся никакому определению.
>
> Организация банка с полномочиями, предусмотренными данным законопроектом, не относится, по моему мнению, к компетенции Соединенных Штатов в соответствии с Конституцией»[1].

А. Гамильтон и федералисты основывали свои аргументы в защиту права федерального правительства выдавать чартер банкам на «пункте о подразумеваемых правах» Конституции, предоставляющем Конгрессу право проводить законы, «необходимые и эффективные для реализаций полномочий, предоставленных правительству Соединенных Штатов Конституцией». Оспаривая этот документ, Т. Джефферсон утверждал в своем «Мнении...», направленном Дж. Вашингтону: «Но все они могут быть проведены и без банка. Банк поэтому не является необходимым и, соответственно, не разрешается этой фразой». Дж. Вашингтон колебался, следует ли ему накладывать вето на законопроект о национальном банке, но накануне истечения срока наложения вето он получил знаменитый ответ А. Гамильтона, адресованный Т. Джефферсону и Э. Рандолфу:

> «Секретарю Казначейства стало ясно, что этот *общий принцип* включен в самое определение правительства и *существенен* для любого действия правительства Соединенных Штатов; говоря конкретнее, любое полномочие, предоставленное правительству, является, по своей природе, проявлением ВЕРХОВНОЙ ВЛАСТИ и включает, по *определению* этого *термина*, право использовать все средства, необходимые и соответствующие, для осуществления какого-либо полномочия, если они не попадают под ограничения и исключения, установленные Конституцией, не являются аморальными и не противоречат основным политическим целям общества».

Непосредственно касаясь заявлений Т. Джефферсона, оспаривавшего необходимость учреждения национального банка, А. Гамильтон отвечал:

---

[1] *Jefferson Thomas*, Opinion on the Constitutionality of a National Bank, February 15, 1791, in: Jefferson: Public and Private Papers. — New York: Vintage Library of America, 1990, p. 90.

«Вопрос о том, насколько необходима какая-то мера, чтобы принять ее, не может быть решен на основании *законных прав*. Это вопрос мнения, и он должен решаться на основании целесообразности. Соотношение между *мерой* и *целью*, между *природой средства*, используемого для осуществления полномочия, и *объектом* этого полномочия должно быть критерием конституционности, а не большая или меньшая степень необходимости или полезности»[1].

Убежденный доказательствами А. Гамильтона, президент Дж. Вашингтон позволил законопроекту стать законом. Следует иметь в виду, тем не менее, что полномочия федерального правительства в отношении учреждения национальных банков были в тот момент предметом больших споров; если бы не настойчивость А. Гамильтона, вопрос мог быть решен противоположным образом, и тогда в настоящее время в стране были бы только банки штатов.

Важно понять, что в этот период (со времени основания республики до конца 1780-х годов) главной функцией банка был выпуск **банкнот** (*bank notes*). Банкноты были листками бумаги, представляющими собой долговые обязательства выпустившего их банка; их было легко передавать от одного лица другому. Банкнота отличалась от банковского депозита тем, что не требовала, чтобы плательщик указывал получателя платежа. Таким образом, банкноты были аналогичны монетам; при этом они были более портативными, так как в принципе на них могла быть указана любая денежная сумма.

Как средство платежа банкноты были намного важнее депозитов до востребования. В период с 1781 по 1811 г. текущие счета использовались только в городах, причем за это время число банковских учреждений выросло с двух до более сотни банков. В этот период городов насчитывалось мало, передвижение было медленным, связь была затруднена.

К 1789 г., в котором была ратифицирована Конституция, в США имелось три акционерных банка. Это были *Bank of North America and Philadelphia*, учрежденный в 1782 г.; *Bank of New York*, основанный в 1784 г.; и *Bank of Massachusetts*, учрежденный в 1784 г. Было также организовано несколько неакционерных, или частных, банков. В то время, согласно обычному праву, физические лица по своему выбору могли заниматься любым бизнесом, включая банковское дело. Только в 1800 г. штаты попытались ограничить банковскую деятельность этих частных, неакционерных компаний.

БАНКОВСКОЕ ДЕЛО С 1791 ГОДА

Мы продолжим более полно историческое описание банковской системы США в главе 15. Здесь же мы дадим краткий, но достаточно исчерпывающий экскурс истории банковского дела и депозитных учреждений в США. С 1791 по 1836 г., с коротким перерывом с 1811 по 1815 г., в США существовала двухуровневая банковская система, включающая многочисленные банки, находившиеся в ведении штатов, и единственный получастный-полугосударственный национальный банк, имевший отделения во всех штатах. (Мы покажем в главе 15, что национальный банк действовал также как центральный банк федерального правительства, как это предусматривал А. Гамильтон.)

Быстрый рост банковского дела в новой республике По иронии судьбы банковское дело в США существенно разрослось как раз в период президентства Томаса Джефферсона и Джеймса Мэдисона, являвшихся традиционными политическими противниками банковских интересов. В табл. 6-1 показано число банков, существовавших с 1803 по 1818 г. Из таблицы видно, что за этот 16-летний период число банков вы-

[1] *Hamilton Alexander*, Opinion on the Constitutionality of a National Bank, in: *Clarke M. St. Clair, Hall D. A.* (eds.), Legislative and Documentary History of the Bank of the United States. — Washington: Gales and Seaton, 1832, pp. 95 and 98.

росло в 6—7 раз. В таблице представлены данные об отношении объема выпущенных банкнот к объему депозитов, показывающие, насколько важным был выпуск банкнот в тот период. Он составлял не менее, а нередко и более половины объема депозитов.

ТАБЛИЦА 6-1

Число банков и отношения объема банкнот к объему депозитов, 1803—1818 гг.

Годы	Число банков	Отношение объема банкнот к объему депозитов	Годы	Число банков	Отношение объема банкнот к объему депозитов
1803	53	1,41	1811	117	1,22
1804	64	0,56	1812	143	1,16
1805	71	0,56	1813	147	1,30
1806	78	0,79	1814	202	1,20
1807	83	0,78	1815	212	1,12
1808	86	0,79	1816	232	0,70
1809	92	0,78	1817	262	0,88
1810	102	1,08	1818	338	0,87

Источник: Fenstermake J. Van, The Statistics of American Commercial Banking: 1782—1818. — Journal of Economic History, 1965, pp. 400—413.

Эра «свободных» банков и гражданская война Существование национального банка закончилось в 1836 г., когда Эндрю Джэксон (Jackson) наложил вето на законопроект о продлении чартера тогдашнего национального банка — Второго банка Соединенных Штатов. Период примерно с 1837 по 1860 г. в США часто называют эрой «свободных» банков. В течение этого периода все банки вновь стали получать чартер от правительств штатов. К тому же во многих штатах условия получения чартера были относительно несложными. Поэтому в банковском деле во многих штатах существовала довольно сильная конкуренция наряду со свободой вступления в банковский бизнес и свободой банкротства.

Естественно, что начало гражданской войны в 1861 г. существенно усложнило финансовую деятельность в стране. Возникла двухуровневая банковская система в полном смысле этого слова: мятеж конфедерации против союза привел к неизбежному географическому разделению национальной финансовой системы. К окончанию гражданской войны в 1863 г. Конгресс союза сделал это разделение необратимым, приняв закон (Закон о национальных банках), определяющий структуру национальной банковской системы и налагающий 10-процентный налог на банкноты, выпущенные банками с чартером правительств штатов (введенный, естественно, для наказания держателей банкнот банка конфедерации). Еще раньше, в 1862 г., Конгресс ввел также национальную денежную единицу — гринбеки (бумажные доллары), функционировавшие в качестве денег наряду с банкнотами частных банков.

Национальные банки, гринбеки и ФРС В течение 50 лет после гражданской войны национальная финансовая система развивалась вспять — к двухуровневой штатно/национальной банковской системе. В первое десятилетие после войны Конгресс увековечил гринбеки, поэкспериментировал с биметаллическим стандартом, при котором деньги обеспечивались как золотом, так и серебром, и наконец, приняв Закон о возобновлении 1875 г., вернулся к золотому стандарту в 1879 г. Агитация в пользу реформы денежной и банковской системы не утихала до 1890-х годов, стимулируемая большим числом банков, обанкротившихся в течение этого десятилетия. Паника 1907 г.

заставила Теодора Рузвельта (Roosevelt) создать комиссию для выработки рекомендаций по содержанию реформы, что в конце концов привело к созданию в 1913 г. Федеральной резервной системы (в главе 15 мы подробно расскажем обо всех этих событиях). С тех пор в США существует банковская система, состоящая из единственного полугосударственного центрального банка, национальных банков, имеющих чартер федерального правительства и находящихся в частном владении, и банков штатов, имеющих чартер правительств штатов и находящихся в частном владении.

Регулируемая банковская деятельность Тем не менее до 1933 г. банковская деятельность оставалась областью со слабым законодательным регулированием. Кроме того, хотя получили широкое распространение чековые депозиты (текущие счета), все еще находились в обращении банкноты некоторых банков. Принятие Конгрессом ряда законов в 1933 г. (Закон Гласса—Стиголла и Закон о Федеральной корпорации страхования депозитов) и в 1935 г. (Закон о банках) полностью изменило облик банковской сферы. Были введены многочисленные законодательные ограничения банковской деятельности. Как вы узнаете из главы 10, многие из этих ограничений действуют и по сей день, хотя банки в 1950—70-е годы нашли несколько способов обходить законодательство. В дальнейшем, после 1980 г. увлечение законодательными ограничениями прошло, и рядом решений Федеральной резервной системы и суда многие законодательные ограничения банковской деятельности были ослаблены или отменены. Тем не менее период после 1933 г. обычно называют периодом регулируемой банковской деятельности.

ВОЗНИКНОВЕНИЕ СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ

Кроме коммерческих банков важнейшим видом депозитных учреждений являются **сберегательные учреждения** (*thrift institutions*). Они включают в себя **сберегательные банки** (*savings banks*), **ссудо-сберегательные ассоциации** (*savings and loan associations*) и **кредитные союзы** (*credit unions*). Как и коммерческие банки, эти учреждения принимают чековые депозиты, являющиеся частью номинальной денежной массы. Именно эта черта их деятельности делает их наряду с коммерческими банками важным элементом денежной и банковской системы.

Ниже мы кратко опишем начальный этап деятельности сберегательных учреждений. Более детальное описание эволюции этих учреждений, включая современный период, мы дадим в главе 13.

История сберегательных банков Сберегательные банки были первоначально организованы как учреждения, призванные стимулировать сбережение лиц с ограниченными средствами путем выплаты дивидендов (дохода) по сберегательным вкладам (депозитам). Даниэль Дефо — британский писатель, автор «Робинзона Крузо» и других книг — еще в 1697 г. предлагал организовать «Дружеские общества общей предусмотрительности». Однако первое из предложенных им «Дружеских обществ» было организовано только в 1765 г. Наименование «сберегательный банк» было впервые использовано в Шотландии в 1810 г., а в США первый сберегательный банк был организован в 1816 г. в Филадельфии на средства состоятельного бизнесмена.

После начального периода медленного развития сберегательные банки стали быстро расти, особенно в северных штатах страны, в периоды до и после гражданской войны. К 1900 г. в США было 492 сберегательных банка. Многие сберегательные банки были, согласно своим уставным документам, взаимно-сберегательными; вкладчики являлись главными кредиторами этих учреждений, которые, однако, не выпускали акций, свидетельствующих о долевом участии в капитале. Это означало, что вкладчики получают пропорциональную долю прибыли, подобно тому, как держатели акций получают часть прибыли компании.

Зарождение ссудо-сберегательных ассоциаций Как и сберегательные банки, ссудо-сберегательные ассоциации, как правило, находились в совместном владении вкладчиков. Первая ссудо-сберегательная ассоциация также была учреждена в Филадельфии в 1831 г.; это было закрытое общество, членами которого стали 40 человек, договорившихся еженедельно сберегать определенную сумму и объединить свои средства для того, чтобы давать займы членам общества. Такая организационная структура повторяла структуру строительных обществ Англии и отражала первоначальные цели ассоциации: стимулировать сбережения и объединить средства для предоставления займов на финансирование жилищного строительства.

К 1850 г. большинство ссудо-сберегательных ассоциаций стало открытыми для вступления в них всех граждан, желающих открыть депозитные счета. Это привело к быстрому расширению этого бизнеса, и к 1890 г. во всех штатах США существовали ссудо-сберегательные ассоциации. С широким географическим распространением ссудо-сберегательных ассоциаций связано их организационное разнообразие. Тогда как большая их часть оставалась в совместном владении, довольно многие превратились в акционерные компании, контролируемые акционерами. Нарастающая тенденция к развитию акционерной формы ссудо-сберегательных ассоциаций, возникшая в начале XX в., усилилась в последние годы, когда сберегательная отрасль столкнулась с серьезными трудностями.

Возникновение кредитных союзов Кредитные союзы, как и первые ссудо-сберегательные ассоциации, являются «закрытыми» финансовыми ассоциациями. Они организованы как кооперативы, члены которых имеют общие интересы. Это могут быть служащие одной компании, члены одного профсоюза, члены братского ордена, прихожане одной церкви. Члены союза приобретают пай в капитале ассоциации, дающий им право на ссуду из средств кредитного союза.

Первые кредитные союзы возникли в Германии в 1848 г., затем — в Италии, где они получили широкое распространение. Первый кредитный союз в Северной Америке возник в Канаде в 1900 г., в США он был организован в 1909 г. Число кредитных союзов в США стало особенно расти после 1930 г. В 1934 г. был принят Федеральный закон о кредитных союзах, установивший порядок предоставления чартера кредитным союзам.

Коммерческие банки

Коммерческие банки и сберегательные учреждения в совокупности образуют обширную и хорошо развитую систему депозитных учреждений США. Как мы покажем далее, в последние годы различие между этими двумя группами учреждений уменьшилось. Тем не менее остается еще достаточно много различий, чтобы мы могли (и должны были) обсуждать каждую группу в отдельности. Начнем с коммерческих банков.

Коммерческие банки — самые важные из всех депозитных учреждений. Они основные по размеру активов и характеризуются наибольшим разнообразием видов как активов, так и пассивов. Традиционно главным источником средств коммерческих банков были депозиты до востребования. Как мы увидим, в последние 30 лет эта ситуация изменилась; сберегательные и срочные депозиты, в том числе депозитные сертификаты, стали даже более важными источниками средств коммерческих банков.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА

В последние годы развернулась интересная дискуссия по вопросу об определении понятия «коммерческий банк». До 1970-х годов и принятия важных законодательных актов относительно банков в 1980 г. нетрудно было отличить коммерческие банки от

других финансовых учреждений, потому что они были единственным видом учреждений, имевших законное право открытия текущих счетов (чековых депозитов), выступающих их пассивами. Это отличие, однако, перестало существовать после официального введения счетов NOW в ссудо-сберегательных ассоциациях и сберегательных банках, а также чековых паевых счетов в кредитных союзах.

Поэтому современные определения коммерческого банка отталкиваются от состава его активов и пассивов. Хотя, как мы увидим, это отличие также постепенно стирается, коммерческие банки пока остаются единственными финансовыми учреждениями, очень мало ограниченными в части предоставления коммерческих (связанных с бизнесом) ссуд и привлечения чековых депозитов, которые выступают как их пассивы. Поэтому мы будем следовать современной практике и понимать под **коммерческим банком** (*commercial bank*) *депозитное учреждение, относительно не ограниченное в возможности предоставления коммерческих ссуд и имеющее законное право создавать чековые депозиты.*

АКТИВЫ И ПАССИВЫ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА

В табл. 6-2 приведен состав всех активов и пассивов коммерческих банков США, имеющих чартер, по состоянию на последнюю среду января 1992 г. Существует пять важнейших категорий банковских активов. Рассмотрим поочередно каждую из них.

ТАБЛИЦА 6-2

Активы, пассивы и собственный капитал коммерческих банков США (в млрд. долл.; по состоянию на январь 1992 г.)

Активы			Пассивы и собственный капитал		
Кассовая наличность	31,1	(1%)	Трансакционные депозиты	634,1	(21%)
Резервные депозиты	23,3	(1%)	Сберегательные депозиты	663,6	(22%)
Корреспондентские счета	26,2	(1%)	Срочные депозиты	994,3	(33%)
Денежные документы на инкассо	71,0	(2%)			
Другие денежные активы	24,7	(1%)	Депозиты, всего	2292,0	(76%)
Денежные активы, всего	176,3	(6%)			
			Кредиты	367,9	(12%)
Государственные ценные бумаги США	508,5	(17%)			
Другие ценные бумаги	143,8	(5%)	Другие пассивы	145,3	(5%)
			Собственный капитал*	227,0	(7%)
Ценные бумаги, всего	652,3	(22%)	**Пассивы и собственный капитал, всего**	**3032,2**	
Торгово-промышленные ссуды	454,9	(15%)			
Ипотечные ссуды	815,7	(27%)			
Потребительские ссуды	367,5	(12%)			
Другие ссуды	203,4	(7%)			
Ссуды, всего	1841,5	(61%)			
Другие активы	362,1	(11%)			
Активы, всего	**3032,2**				

Источник: Federal Reserve Bulletin, April 1992, p. A1.
*По оценке авторов.

Денежные активы. Первая группа активов коммерческого банка — **денежные активы** (*cash assets*). Это активы, которые могут служить средством обращения. Они включают следующие виды активов:

1. *Кассовая наличность.* **Кассовая наличность** (*vault cash*) — наличные деньги, хранящиеся непосредственно в банке для выплаты вкладчикам, желающим снять их со своих счетов. Напомним, что в главе 3 говорилось, что, поскольку кассовая наличность не находится в обращении, т. е. не участвует в оплате товаров и услуг, она не включается в денежный агрегат M1. С 1959 г. кассовая наличность включается в общее количество наличности, которую коммерческий банк обязан иметь в соответствии с *резервными требованиями* (*legal reserve requirements*), что мы подробнее рассмотрим в главах 14 и 17. Кассовая наличность, как правило, составляет примерно 1% всех активов коммерческого банка.
2. *Резервные депозиты в Федеральной резервной системе.* Коммерческие банки имеют счета в федеральных резервных банках, и депозиты на этих счетах — называемые **резервными депозитами** (*reserve deposits*) — составляют около 1% всех активов коммерческих банков. Коммерческие банки создают эти депозиты по двум причинам. Во-первых, резервные депозиты наряду с кассовой наличностью являются для них разрешенным способом выполнения резервных требований. Во-вторых, коммерческие банки используют депозиты в ФРС для взаимных операций по размещению и привлечению средств; счета в федеральных резервных банках являются текущими счетами коммерческих банков в «банке банков».
3. *Корреспондентские счета.* **Корреспондентские счета** (*correspondent balances*), составляющие еще 1% активов коммерческого банка, представляют собой депозиты банков в других частных банках, которые в этом случае именуются банками-корреспондентами. Многим банкам, особенно в небольших городах и сельской местности, удобно иметь счет в банке регионального центра — большого города. Например, банк города Клантон (штат Алабама) может иметь корреспондентский счет в банке Монтгомери, или банк в северной части штата Нью-Йорк может иметь счет в одном из банков Нью-Йорка. В оплату этих депозитов крупный банк обычно проводит чековый компьютерный клиринг (взаиморасчеты) и предоставляет другие компьютерные услуги, а также содействует малому банку в осуществлении сделок с облигациями и федеральными фондами. Следует добавить, что даже крупные коммерческие банки часто имеют корреспондентские отношения с банками других стран; они содействуют друг другу в клиринге чеков, выписанных в разной валюте, и в переводе денег в валютных операциях. Отметим, что в отличие от кассовой наличности и резервных депозитов в ФРС корреспондентские счета не являются законным средством выполнения резервных требований.
4. *Денежные документы на инкассо.* Часто называемые просто денежными документами, **денежные документы на инкассо** (*cash items in the process of collection*) — это чеки и другие инкассируемые документы; депонированные в банке с целью получения немедленного кредита, но не оплаченные в срок, они становятся причиной аннулирования кредита. Любой документ (кроме наличности, депонированной через окошко кассира), например именной чек или чек на предъявителя, является кассовым документом до тех пор, пока он не «клирингован», т. е. не погашен фактическим платежом через финансовое учреждение чекодателя. В любой момент времени какая-то часть чеков и других денежных документов остается непогашенной. Таблица 6-2, составленная на основе данных за январь 1992 г., показывает, что около 2% суммарных активов коммерческих банков относится к этой категории.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Рост внебалансовых банковских операций

Одним из наиболее интересных новшеств, появившихся в банковской сфере за последние два десятилетия, является растущее число банковских **ссудных обязательств** (*loan commitments*). Ссудные обязательства — это обязательства банка предоставить ссуду заемщику по его усмотрению в течение определенного периода времени, в размере до некоторой предварительно согласованной суммы (называемой «потолком» обязательства) и под оговоренный процент. Основной рост объемов ссуд по таким обязательствам имел место в период с конца 1970-х до середины 1980-х годов. В конце 1978 г. доля банковских торгово-промышленных ссуд со сроком погашения менее одного года составляла менее 40%. К 1986 г. эта доля выросла примерно до 80%. В 1990-е годы она останется примерно на том же уровне.

Причины и виды ссудных обязательств

Обязуясь дать ссуду по усмотрению заемщика, банки осуществляют *внебалансовую банковскую операцию* (*off-balance-sheet banking*). Это просто означает, что путем принятия таких обязательств они существенно увеличивают будущий объем кредитования, не отражая ожидаемые объемы ссуд на счетах как активы. Почему банки идут на это? Условия ссудного обязательства обязательно предполагают пункт, обязывающий клиента выплатить банку некоторую компенсацию за невостребованную часть ссуды. Например, если «потолок» обязательства, данного банком, установлен в 1 млн. долл., а клиент фактически берет только 200 000 долл., клиент должен выплатить компенсацию за 800 000 долл. Компенсация возмещает банку риск, связанный с предоставлением клиенту права выбора момента получения ссуды. Кроме того, банки обычно защищают себя тем, что включают в условия ссудного обязательства пункт о «неблагоприятных материальных изменениях» у заемщика, который гласит, что, если кредитоспособность заемщика снижается ниже некоторого порога, банк может отказаться от своих обязательств.

Как правило, ссудные обязательства представляют собой **револьверные кредитные обязательства** (*revolving credit commitments*), позволяющие заемщику многократно брать и выплачивать ссуды, что очень похоже на использование личной кредитной карточки. Некоторые обязательства носят характер **подтвержденных кредитных линий** (*confirmed lines of credit*), имеющих менее формальные условия и обычно относительно короткие сроки погашения. Процентные ставки по ссудным обязательствам могут быть заранее оговорены в контракте, и тогда ссудное обязательство называется *обязательством с фиксированной ставкой* (*fixed-rate commitment*). Альтернативным является вариант договора, по которому процентная ставка привязывается к какой-либо другой рыночной процентной ставке, например к ставке первичной ссуды (рассматриваемой в главе 7) или к ставке свободно обращающихся депозитных сертификатов; в этом случае обязательство является *обязательством с плавающей ставкой* (*floating-rate commitment*). Хотя пропорция от года к году колеблется, как правило, обязательства с плавающей ставкой составляют большую часть ссудных обязательств.

Последствия роста объема ссудных обязательств

Рост объема ссудных обязательств вызвал целый ряд серьезных проблем. Одна из них в том, защищают ли ссудные обязательства заемщиков от кредитного риска, возникающего из-за ухудшения экономической ситуации или из-за действий Федеральной резервной системы, направленных на уменьшение кредитных потоков путем ужесточения денежно-кредитной политики. Когда объем ссудных обязательств резко увеличился впервые, многие наблюдатели предполагали, что эти обязательства защитят фирмы от кредитного риска. Некоторые даже считали, что рост объема ссудных обязательств, ввиду законного характера таких контрактов, обязательных для банков, приведет к тому, что ФРС потеряет способность управлять экономикой, не разрушая при этом банковской системы.

Хотя по этому вопросу все еще имеются определенные разногласия, большинство экономистов пришло к выводу, что ссудные обязательства не защищают заемщиков от кредитного риска. Прежде всего, мелкие компании в целом часто располагают наи-

меньшими возможностями получения кредита, потому что, по определению, многие мелкие компании являются новыми фирмами, у которых могут быть, а могут и не быть хорошие долгосрочные перспективы. А таким заемщикам банки, как правило, не склонны предоставлять ссудные обязательства. Вместо этого такие обязательства получают крупные и надежные заемщики, которые всегда пользуются банковским кредитом, независимо от того, насколько широки возможности его предоставления. Соответственно, в условиях нехватки кредитов, как показывает опыт, в кредите отказывают все тем же мелким рисковым фирмам, как это было и раньше, до распространения ссудных обязательств.

Кроме того, пункт о «неблагоприятных материальных изменениях» дает банкам возможность отказаться от взятых обязательств, если экономика действительно «входит в штопор». Так, во время так называемого «сжатия кредита» в 1990—1991 гг. многие крупные компании розничной торговли, в том числе *Bloomingdale's, Jordan Marsh, Burdines, Paul Harris, Abraham & Strauss, Lazarus,* были вынуждены объявить себя банкротами, когда их банки воспользовались этими пунктами для прекращения револьверных кредитов.

Это не означает, что рост объема ссудных обязательств не имел последствий в области экономической политики. Органы, регулирующие банковскую деятельность, в последние годы высказывали опасения, что банки дают обязательства слишком большому числу рисковых заемщиков, чем снижается безопасность операций и «прозрачность» как банков-нарушителей, так и, возможно, банковской системы в целом. Кроме того, рост объема обязательств с плавающей ставкой может повлиять на чувствительность экономической активности к колебаниям процентных ставок. Теперь, когда существует много обязательств с плавающей ставкой, в которых ставки автоматически «подгоняются» к другим рыночным процентным ставкам, уменьшение последних — вызванное, возможно, мерами денежно-кредитной политики — может привести к более широкому и быстрому росту объемов банковских кредитов, чем в прошлом. Это, возможно, усложнит для ФРС решение задач денежно-кредитной политики. Такого рода факты должны теперь учитываться при выборе приемлемой денежно-кредитной политики.

Ценные бумаги Как отмечалось в главе 5, ценные бумаги — это отпечатанные типографским способом документы, являющиеся свидетельством владения или кредитования. В целом ценные бумаги — это широкая категория финансовых инструментов, включающая в себя государственные ценные бумаги США, муниципальные ценные бумаги, а также корпорационные облигации и акции. Закон Гласса—Стиголла 1933 г. не разрешал коммерческим банкам иметь в качестве активов ценные бумаги (акции), выпущенные частными компаниями. Этот закон предполагается пересмотреть, но пока он все еще накладывает ограничения на операции коммерческих банков. Поэтому портфели ценных бумаг коммерческих банков распадаются на две категории:

1. *Государственные ценные бумаги США.* Портфель таких бумаг, содержащий как казначейские векселя, так и казначейские облигации, составлял примерно 17% активов коммерческих банков по состоянию на январь 1992 г.
2. *Муниципальные ценные бумаги.* Около 5% активов коммерческих банков представляют собой портфели таких бумаг, помещенных в табл. 6-2 под наименованием «Другие ценные бумаги».

Хотя государственный бюджет США и бюджеты многих американских городов испытывают существенный дефицит, уровень неисполнения бюджета по ценным бумагам очень низок. Соответственно, муниципальные ценные бумаги являются относительно малорискованными активами коммерческих банков.

Ссуды Одним из главных направлений деятельности коммерческих банков всегда было предоставление ссуд, и так это остается и по сей день. Существуют три основные категории банковских ссуд:

1. *Торгово-промышленные ссуды.* **Торгово-промышленные ссуды** (*commercial and industrial loans, C&I loans*), которые составляли около 15% активов коммерческих банков (по состоянию на январь 1992 г.), — это ссуды компаниям. Они имеют разную степень кредитного риска. В отличие от ценных бумаг, которые могут быть проданы на вторичных рынках, торгово-промышленные ссуды обычно представляют собой неликвидные активы. Исключением является кредитный инструмент, называемый **банковским акцептом** (*bank acceptance*), который является ссудой, как правило, используемой фирмой для финансирования транспортировки или складского хранения товаров. Банковский акцепт может быть продан первичным банком-кредитором другому банку. Другим исключением является доля **участия в кредите** (*loan participations*), когда коммерческие банки совместно предоставляют крупную ссуду компании. Эта доля также при многих обстоятельствах может быть продана другим банкам.
2. *Ипотечные ссуды.* **Ипотечные ссуды** (*real estate loans*), составляющие около 27% активов коммерческих банков (по состоянию на январь 1992 г.), предоставляются в первую очередь компаниям для финансирования строительства или приобретения новых зданий.
3. *Потребительские ссуды.* **Потребительские ссуды** (*consumer loans*) предоставляются физическим лицам для приобретения различных потребительских товаров. По состоянию на январь 1992 г. такие ссуды составляли 12% всех активов коммерческих банков. Обычно по крайней мере 30% потребительских ссуд, выдаваемых банками, используется для приобретения автомобилей. Другие основные виды — револьверные кредиты, аналогичные кредитам, предоставляемым по кредитным карточкам, а также ссуды на приобретение передвижных домов, которые считаются потребительскими, а не ипотечными ссудами.

Покупка соглашений REPO Эти и другие описываемые ниже активы не выделяются в отдельную строку баланса. Как отмечалось в главе 3, соглашения REPO — это контракты, по которым покупаются ценные бумаги с обязательством выкупить их к определенному сроку. В таких сделках банки обычно выступают как покупатели, обязующиеся продать бумаги обратно. Они это делают потому, что согласно контракту продавец выкупает эти соглашения по цене, включающей их номинал и процентный доход.

Покупая соглашение REPO, коммерческий банк фактически дает ссуду, приносящую ему процентный доход. Приобретение соглашения REPO, однако, не считается ссудой, так как отличается от нее многими характеристиками, важнейшая из которых — очень короткий срок (от нескольких часов до нескольких дней).

Продажа федеральных фондов Термин **«федеральные фонды»** (*federal funds*) используется применительно к ссудам резервных депозитов одних депозитных учреждений, предоставляемых другим учреждениям. Все депозитные учреждения могут быть участниками рынка федеральных фондов, являющегося хорошо организованным рынком купли-продажи резервов учреждений, и коммерческие банки всегда были самыми активными его участниками.

Для того чтобы понять, что собой представляет ссуда федеральных фондов, рассмотрим следующий пример. Допустим, какой-то банк ожидает, что основная сумма долга и проценты по очень крупной 3-месячной ссуде, выданной некоторой компании, будут выплачены завтра, а в настоящий момент у банка есть возможность выдать другую высокодоходную 3-месячную ссуду такого же размера. Проблема в том, что в настоящее время у банка нет наличных активов в объеме, достаточном для выдачи ссуды. Для получения наличности банк может сделать заем резервных депозитов у другого банка, что позволит выдать ссуду сегодня, а для выплаты занятой суммы и процентов банку-кредитору воспользоваться завтрашними поступлениями по предоставленной ссуде. Резервные депози-

ты, занятые на один день у банка-кредитора, и являются федеральными фондами. Термин «федеральные фонды» указывает на то, что эти межбанковские ссуды обычно предоставляются путем передачи права собственности на средства, депонированные в Федеральной резервной системе. Этот термин часто приводит к недоразумениям, т. е. создается впечатление, что средства поступают от федерального правительства. Избавьтесь от этого заблуждения. Федеральные фонды — это частные межбанковские ссуды.

Продажа федеральных фондов коммерческим банком представляет собой, таким образом, выдачу ссуд другим депозитным учреждениям. Эти ссуды, составляющие около 5% активов коммерческого банка, обычно бывают весьма значительного размера. Крупные банки обмениваются кредитами, исчисляемыми миллионами долларов; малые — обычно в пределах 200 000 долл. Срок погашения межбанковской ссуды чаще всего равняется суткам, хотя так называемые *срочные федеральные фонды* (*term federal funds*) ссужаются на более длительные сроки.

В отличие от соглашений REPO, в которых ценные бумаги, проданные первичным владельцем, представляют собой обеспечение кредитного соглашения, ссуды федеральных фондов обычно выдаются *без обеспечения* (*unsecured*). Часто, однако, малые банки настаивают на обеспечении ссуды федеральных фондов ценными бумагами; тогда ссуда становится *сделкой с федеральными фондами, обеспеченными ценными бумагами* (*secured federal funds transaction*), и при этом мало отличается от соглашения REPO. Если крупные банки выступают как в качестве кредиторов, так и заемщиков в сделках с федеральными фондами, то малые банки преимущественно бывают продавцами (кредиторами) федеральных фондов.

На рис. 6-1 показана доля банковских активов, приходящаяся на денежные активы, ценные бумаги и другие виды активов (в том числе ссуды, соглашения REPO и федеральные фонды), начиная с 1961 г. Как видно из рисунка, в последние 30 лет наблюдалась тенденция к уменьшению доли денежных активов и ценных бумаг по сравнению с долей предоставленных суд. Некоторые причины этого явления мы обсудим в главе 9.

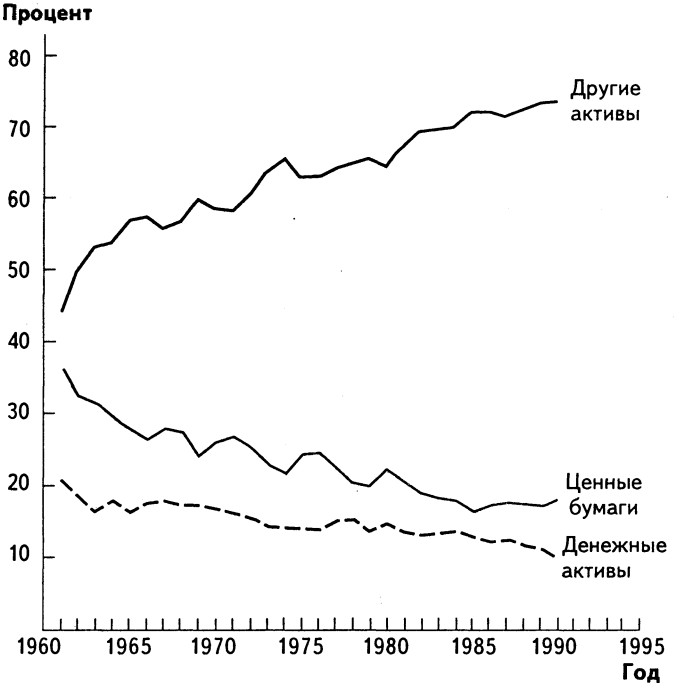


Рис. 6-1
Доля различных активов коммерческих банков (по состоянию на 31 декабря 1961—1991 гг.) (*Источник*: Federal Reserve Bulletin, разные выпуски.)

Как видно из табл. 6-2, пассивы коммерческих банков бывают нескольких видов. Банкиры обычно подразделяют пассивы на две категории. Первую они не совсем точно называют **неуправляемыми пассивами** (*noncontrollable liabilities*). Этот термин немного сбивает с толку, потому что, по существу, банк *может* не выпускать такого рода обязательств. Тем не менее название отражает тот факт, что если банк подобное обязательство выпустил, т. е. предоставил клиенту, то именно клиент управляет сроками этого обязательства, увеличивая или уменьшая их. Среди таких управляемых пассивов укажем следующие виды депозитов:

1. *Трансакционные (чековые) депозиты.* Такие депозиты достаточно подробно рассматривались в главе 3. Напомним, что существует два основных вида чековых депозитов: депозиты до востребования, по которым банки не выплачивают процентов, и «другие чековые депозиты», включающие счета NOW и Super-NOW, по которым выплачиваются проценты. По состоянию на январь 1992 г. такие депозиты составляли 21% общей суммы банковских пассивов и собственного капитала.
2. *Сберегательные депозиты.* Как было показано в главе 3, эти депозиты, составлявшие 22% суммарных пассивов и собственного капитала коммерческих банков (по состоянию на январь 1992 г.), подразделяются на сберегательные депозиты на сберегательной книжке, сберегательные депозиты с выпиской и депозитные счета денежного рынка. Все эти депозиты не имеют установленного срока погашения.
3. *Срочные депозиты малых размеров.* Это депозиты с определенным сроком погашения на сумму менее 100 000 долл.

Вторую основную категорию пассивов банкиры называют **управляемыми пассивами** (*controllable, or managed, liabilities*). Это обязательства, размер которых банкиры могут контролировать изо дня в день или из недели в неделю. В эту категорию входят:

1. *Срочные депозиты крупных размеров.* Это счета на сумму 100 000 долл. и более, которые вместе с срочными депозитами малых размеров в январе 1992 г. составляли 33% суммы пассивов и собственного капитала коммерческих банков. Банкиры причисляют срочные депозиты крупных размеров к управляемым пассивам, потому что сроки их погашения обычно не превышают 6 месяцев; поэтому банки могут выпускать множество таких депозитов на разные сроки. Банк может также выбирать и номинал выпускаемых депозитов.
2. *Займы в евродолларах.* Как отмечалось в главе 3, займы в евродолларах — это обязательства, деноминированные в долларах, которые коммерческие банки выпускают за пределами США. Эти обязательства включены как в раздел «Депозиты», так и в раздел «Ссуды» табл. 6-2, потому что часть займов в евродолларах представляет собой депозиты, а другая часть — ссужаемые средства.
3. *Продажа соглашений REPO.* Когда банк продает ценные бумаги с обещанием выкупить их через определенное время и выплатить доход по сделке, он фактически занимает у покупателя ценных бумаг средства на срок действия соглашения. Поэтому продажа соглашений REPO представляет собой обязательство банка-продавца. Эти и другие нижеперечисленные обязательства включены в табл. 6-2 в раздел «Ссуды».
4. *Покупка федеральных фондов.* Крупные банки являются основными покупателями (заемщиками) федеральных фондов.
5. *Ссуды через дисконтное окно Федеральной резервной системы.* Все депозитные учреждения, включая коммерческие банки, имеют право обратиться за ссудами в Федеральную резервную систему. Как мы расскажем более подробно в главе 17, банки могут брать ссуды в Федеральной резервной системе, чтобы компенсировать

наплыв других пассивов, возникающий из-за сезонных колебаний (например, в сельскохозяйственных банках обычно снижается объем депозитов ранней весной, когда фермерам необходимо покупать посевной материал и удобрения); чтобы выбраться из состояния острой нехватки средств, резко снизившей ликвидность, но не платежеспособность банков (такие ссуды называются «пролонгированным кредитом» ФРС); или просто чтобы преодолеть временные проблемы с ликвидностью (такие ссуды называются «регулирующим кредитом» ФРС).

6. *Субординированный долг.* **Субординированный долг** (*subordinated debt*), часто в форме финансовых инструментов, называемых *субординированными долговыми обязательствами* (*subordinated debentures*), представляет собой выпускаемые банком долговые обязательства, приобретаемые покупателем на том условии, что если банк потерпит банкротство, данные обязательства будут с более низким статусом (или младшими) относительно требований держателей других обязательств банка, например вкладчиков. Мы увидим в главе 10, что законодатели рассматривают этот тип пассивов как «подушку»[1], защищающую интересы вкладчиков банка (а заодно и интересы Федеральной системы страхования депозитов) на случай банкротства банка.
7. *Собственный капитал.* **Собственный капитал** (*equity capital*) — это часть капитала банка, принадлежащая его владельцам. Она рассчитывается как разность между суммарными объемами активов и пассивов, т. е. представляет собой *чистую стоимость* (*net worth*) банка. Законодатели также рассматривают собственный капитал, как важную «подушку», защищающую интересы вкладчиков на случай банкротства банка, что мы обсудим в главе 11.

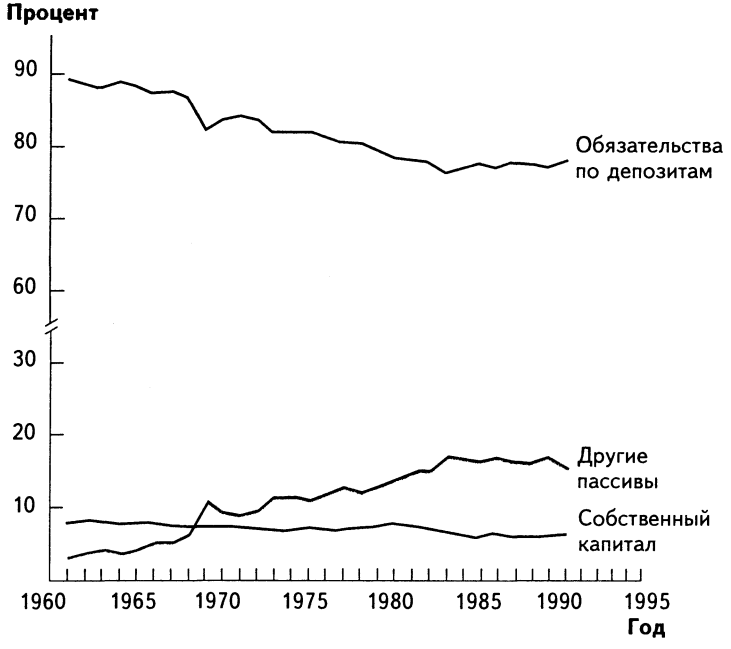


Рис. 6-2
Доля банковских пассивов и собственного капитала (по состоянию на 31 декабря 1961—1991 гг.).
(*Источник*: Federal Reserve Bulletin, разные выпуски.)

[1] «Подушка» (cushion) — резервные фонды, защищающие от потерь. (*Прим. ред.*)

Переживает ли банковское дело в Америке спад?

Приведенная ниже таблица показывает долю активов 300 крупнейших банков семи наиболее развитых стран в 1969, 1975, 1981 и 1986 гг. Размер активов банков стран (кроме США), который следовало бы выражать в различных валютах, приведем к сопоставимому виду путем использования обменных курсов валют на доллар США 1969 г.

Из таблицы очевидна относительная утрата позиций банков США и относительное усиление банков Японии, Италии и Франции. В настоящее время эксперты утверждают, что эта тенденция сохранится и европейские банки будут чрезвычайно активны. Из двенадцати банков, которые по прогнозу экспертов, сделанному в 1991 г., станут к 2000 г. глобальными банковскими «электростанциями», шесть базируются в европейских странах. Только три из этих двенадцати — *Bankers Trust, Citycorp, J.P. Morgan* — базируются в США, а три остальных имеют штаб-квартиры в Японии.

Чем объясняется относительный спад, переживаемый американским банковским делом? Большинство обозревателей согласно в том, что причиной являются различия в банковском законодательстве. По сравнению с США в остальных странах мира операции банков в гораздо меньшей степени законодательно ограничены. Например, как уже отмечалось, банкам США закон не разрешает держать акции и облигации корпораций, тогда как иностранные банки ограничены в этом отношении гораздо меньше. С 1933 г. банкам США запрещен андеррайтинг на ценные бумаги, а большинству иностранных банков это разрешено. Кроме того, к банкам США предъявляются более высокие требования к размеру капитала, чем к большинству заокеанских в том смысле, что они обязаны иметь большую долю собственного капитала относительно суммы активов. (Эти вопросы мы подробнее рассмотрим в главе 10.)

Закон о международных банковских операциях 1987 г. требует, чтобы Федеральная резервная система пересмотрела правила, регулирующие операции банков США за границей. В марте 1991 г. ФРС в соответствии с этим законом ослабила некоторые ограничения андеррайтинга на *иностранные* ценные бумаги для банков США (что не запрещено законом). Проведенные в 1989 и 1990 гг. изменения требований к размеру капитала также были нацелены на улучшение конкурентоспособности банков США.

Другой возможной причиной уменьшения относительных размеров банков, базирующихся в США, является то, что экономика США в целом уже не играет такой важной роли для остального мира, какую играла раньше. Многие обозреватели отмечают, что мир лишь недавно полностью оправился от разрушений второй мировой войны и что доминирование США, имевшее

Доля активов, пересчитанная в соответствии с обменными курсами (%) 300 крупнейших банков 7 ведущих стран, 1969—1986 гг.

Страна	1969	1975	1981	1986
Канада	4,6	4,3	5,2	2,7
Франция	4,2	7,6	10,2	10,7
Германия	7,7	9,2	6,9	6,5
Италия	8,0	9,3	11,6	13,8
Япония	16,0	17,8	14,6	19,8
Великобритания	7,1	7,0	8,3	7,3
США	35,8	27,0	17,8	13,1

Источники: Goldberg G., Hanweck Gerald A., The Growth of the World's 300 Largest Banking Organizations by Country. — Journal of Banking and Finance, 15 (1), February 1991, pp. 207—223; *Sesit Michael R., Forman Graig, Roth Terence, Brauchli Marcus W.*, Free-for-All: As Competition Rises in Global Banking, Europeans Have Edge. — Wall Street Journal, March 25, 1991, p. A1; Experts Pick Banks They Expect to Be Global Elite by 2000. — Wall Street Journal, March 25, 1991, p. A4.

место в послевоенный период, не может сохраняться в дальнейшем. По мнению этих обозревателей, лидирующее положение американских банков также не может сохраняться; они рассматривают приведенные в таблице данные как свидетельство растущей во всем мире конкуренции в банковском деле, что, вероятно, хорошо для всех.

Другие обозреватели не согласны с этим. Они боятся, что растущая финансовая мощь европейских и азиатских банков в конце концов создаст серьезные проблемы для США, как экономические, так и политические. Несомненно одно: в наступающем столетии эта проблема, по-видимому, будет одной из важнейших.

На рис. 6-2 показана доля депозитов, собственного капитала и других пассивов (федеральных фондов, соглашений REPO, займов в евродолларах и т. д.) во всех пассивах и собственном капитале в период с 1961 по 1991 г. Из рисунка видно, что за последние десятилетия собственный капитал значительно уменьшился, а банки все в большей мере вынуждены рассчитывать на недепозитные источники средств. Как мы покажем в последующих главах, эта тенденция имела важные последствия для коммерческих банков.

Сберегательные учреждения

Сберегательные учреждения — сберегательные банки, ссудо-сберегательные ассоциации и кредитные союзы — на самом деле представляют собой две группы учреждений, хотя, как правило, их рассматривают совместно. Все эти учреждения похожи друг на друга (и на коммерческие банки) в том, что они принимают чековые и другие депозиты, которые являются пассивами, хранят ценные бумаги и выдают ссуды. Тем не менее, как мы увидим ниже, они заметно различаются по составу своих активов. Сберегательные банки и ссудо-сберегательные ассоциации размещают значительную часть активов в ипотечные ссуды и связанные с закладными финансовые инструменты. В отличие от них кредитные союзы главным образом предоставляют потребительские ссуды своим членам.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СБЕРЕГАТЕЛЬНОГО УЧРЕЖДЕНИЯ

Так что же такое сберегательное учреждение? Что отличает его от коммерческого банка? Ответ — правовое регулирование. По закону, сберегательные учреждения имеют ограниченные возможности размещения своих активов. Так, в течение многих лет сберегательным банкам и ссудо-сберегательным ассоциациям было запрещено (или разрешалось с очень жесткими ограничениями) предоставлять потребительские и коммерческие ссуды. В то же время активные операции кредитных союзов ограничены предоставлением ссуд своим членам, которые должны быть частными лицами, а не компаниями.

Различие, проводимое современными исследователями, между сберегательными банками и ссудо-сберегательными ассоциациями, с одной стороны, и кредитными союзами — с другой, делает традиционную практику объединения их в одну категорию «Сберегательные учреждения» не столь адекватной, чем это было в прошлом. С практической точки зрения, хотя сберегательные учреждения существенно отличаются друг от друга, это название применяется к *любому депозитному учреждению (т. е. к любому учреждению, имеющему законное право выпуска долговых обязательств с неограниченным чековым обращением), не являющемуся коммерческим банком.* Таким образом, проще определить сберегательное учреждение, сформулировав, чем оно не является. Следует ожидать, что со временем этот термин станет более четким, но пока мы удовлетворимся приведенным определением.

СОСТОЯНИЕ СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ

В целом сберегательные учреждения находятся в настоящее время не в лучшем состоянии. Причина в том, что основными сберегательными учреждениями являются ссудо-сберегательные ассоциации и сберегательные банки, многие из которых в последние годы переживают глубокий кризис. Глава 13 будет специально посвящена рассмотрению истории, причин и попыток преодоления этого затянувшегося кризиса. Пока же мы сконцентрируем внимание на основных фактах, касающихся этих учреждений, отложив более детальное рассмотрение их проблем до главы 13.

Ссудо-сберегательные ассоциации и сберегательные банки Ссудо-сберегательные ассоциации являются акционерными компаниями, их депозиты могут страховаться федеральным правительством или правительствами штатов (хотя в последние годы правительства штатов делают это все реже). Ссудо-сберегательные ассоциации получают чартер от федерального правительства или правительств штатов. Источником средств приблизительно 2100 ссудо-сберегательных ассоциаций всегда были сберегательные депозиты; как правило, в прошлом ссудо-сберегательные ассоциации скупали на эти средства ипотеки на недвижимость. Хотя они продолжают этим заниматься, пересмотр законов, касающихся ссудо-сберегательных ассоциаций, проведенный в 1980-е годы (что будет рассмотрено в главе 11), позволил им расширить состав как своих пассивов (они теперь могут предлагать счета NOW и сертификаты денежного рынка — форму срочного депозита), так и активов (они могут предоставлять некоторые виды потребительских и коммерческих ссуд).

В табл. 6-3 дан перечень активов и пассивов ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков, охваченных Федеральной системой страхования депозитов (по состоянию на 1 января 1992 г.). Как показывают приведенные данные, наблюдается примерное соответствие между активами и пассивами этих сберегательных учреждений и теми же показателями коммерческих банков; отличием же является состав активов и пассивов.

ТАБЛИЦА 6-3

Активы, пассивы и собственный капитал сберегательных учреждений, охваченных Федеральной системой страхования депозитов (по состоянию на 1 января 1992 г., млрд. долл.)

Активы			Пассивы и собственный капитал		
Наличность и ценные бумаги	112	(13%)	Депозиты	695	(79%)
Ценные бумаги, обеспеченные закладными	126	(14%)	Правительственные кредиты	64	(7%)
Ипотечные ссуды	409	(47%)	Другие кредиты	49	(6%)
Коммерческие ссуды	17	(2%)	Прочие пассивы	18	(2%)
Потребительские ссуды	40	(5%)	Собственный капитал	50	(6%)
Прочие активы	172	(19%)			
Активы, всего	**876**		**Пассивы и собственный капитал, всего**	**876**	

Источник: Office of Thrift Supervision.

Рассмотрим сначала структуру активов баланса этих учреждений, где заключены наиболее глубокие отличия. Наличность и государственные ценные бумаги в совокупности составляли всего 13% суммы активов ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков на указанный момент, тогда как для коммерческих банков этот

показатель равнялся 25% (табл. 6-2). Потребительские и коммерческие ссуды составляли только 7% (против 30% в коммерческих банках).

По состоянию на январь 1992 г., 47% активов ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков представляли собой ипотечные ссуды. Кроме того, 14% активов составляли вложения в ценные бумаги, обеспеченные закладными (см. главу 5). Очевидно, что, несмотря на разрешение с 1980-х годов инвестировать средства не только в жилищное строительство, эти учреждения продолжают специализироваться в данной области (61% всех активов). С одной стороны, в этом есть большой смысл, потому что именно в данной области менеджеры таких учреждений имеют наибольший опыт. С другой стороны, указанная специализация была источником постоянных проблем ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков, как будет подробно показано в главе 13.

Из раздела «Пассивы» баланса видно, что, как и у коммерческих банков, основным источником средств ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков являются депозиты различного типа, которые в январе 1992 г. составляли более 79% суммы пассивов и собственного капитала ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков, охваченных Федеральной системой страхования депозитов. Около 10% суммы их пассивов составляли кредиты из различных источников, в том числе около 7% — правительственные кредиты, предоставляемые через систему федеральных банков жилищного кредита. Суммарная чистая стоимость ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков на январь 1992 г. официально составляла 0% от суммы их пассивов и собственного капитала. Эта цифра, которая, возможно, является завышенной (т. е. суммарная чистая стоимость этих учреждений в 1992 г. на самом деле была ниже), отражает трудности, которые переживает сберегательное дело. (Учтите, однако, что многие конкретные ссудо-сберегательные ассоциации находятся в прекрасной форме, хотя этот бизнес в целом имеет низкую чистую стоимость.)

Кредитные союзы В США существует примерно 12 000 кредитных союзов. Как видно из консолидированного баланса кредитных союзов, представленного в табл. 6-4, их баланс довольно прост по сравнению с балансами других депозитных учреждений. Более 90% пассивов и собственного капитала образуют депозиты членов союза, а 59% всех активов являются ссудами, предоставленными его членам. Остальная часть активов состоит главным образом из наличности и ценных бумаг.

ТАБЛИЦА 6-4

Активы, пассивы и собственный капитал кредитных союзов (по состоянию на 1 января 1992 г., млрд. долл.)

Активы			Пассивы и собственный капитал		
Ссуды членам союзов	133	(59%)	Вклады членов союзов	206	(91%)
Прочие активы	94	(41%)	Прочие пассивы и собственный капитал	21	(9%)
Активы, всего	**227**		**Пассивы и собственный капитал, всего**	**227**	

Источник: National Credit Union Administration.

До начала 1980-х годов кредитные союзы имели право только предлагать сберегательные депозиты и погашать задолженность по потребительскому кредиту. Изменения законодательного регулирования, происшедшие с тех пор, позволили им предлагать чековые депозиты и предоставлять долгосрочные ипотечные ссуды своим членам.

Туманные различия между депозитными учреждениями

Многие существовавшие ранее различия между коммерческими банками и сберегательными учреждениями стали теперь весьма туманными. Сберегательные учреждения могут брать ссуды у ФРС, и от них требуется соблюдение коэффициента ликвидности (который в значительной степени аналогичен требуемой норме резервного покрытия, предъявляемой к коммерческим банкам) в пределах от 3 до 10%. Ссудо-сберегательные ассоциации и сберегательные банки предлагают счета NOW, а кредитные союзы — чековые паевые счета; эти счета, как вы помните, эквивалентны чековым счетам, приносящим процентный доход. С другой стороны, следует отметить, что коммерческие банки стали важными кредиторами на рынке недвижимости, который традиционно занимали ссудо-сберегательные ассоциации. В прошлом можно было легко определить вид финансового учреждения, просто анализируя структуру его активов и пассивов. Это различие остается существенным, но, по-видимому, со временем будет становиться меньше.

Наконец, отметим, что в последние годы коммерческие банки получили право приобретать обанкротившиеся ссудо-сберегательные ассоциации. Фактически коммерческие банки получили право приобретать и «здоровые» ссудо-сберегательные ассоциации, а «здоровые» сберегательные учреждения сами стараются получить статус коммерческого банка и соответствующий чартер, несмотря на протесты, о чем мы расскажем в главе 13.

Краткое содержание

1. Нечеканенные деньги в виде металлических слитков были, по-видимому, первыми деньгами, выдержавшими испытание временем. Но обвешивание и фальсификация делали высокими трансакционные издержки использования таких денег. Чеканка королевского клейма на слитке определенного веса упростила использование металла в качестве денег. Однако чеканка не решила таких проблем: а) опасность кражи; б) высокая стоимость транспортировки; в) отсутствие процентного дохода от использования монет в качестве денег.
2. Поскольку монету легко украсть, люди начали оставлять их (и другие ценности) на хранение ювелирам, имевшим безопасные хранилища. Вскоре люди стали получать взамен сданных на хранение монет складские расписки, т. е. свидетельства о депозите. Наконец, эти складские расписки стали средством обращения. Это был важнейший шаг в эволюции денег, так как люди стали использовать в качестве средства обращения бумажные свидетельства вместо золотых монет.
3. В конце концов ювелиры поняли, что нет необходимости держать у себя 100% сумм, оставленных им на хранение. Основная часть текущих требований на изъятие покрывалась текущими поступлениями депозитов. Необходимо было иметь лишь резерв для покрытия случайного превышения изъятий над поступлениями, что временами случалось. Остальную часть денег ювелиры ссужали под некоторый процент, а вкладчики продолжали хранить свое богатство в безопасном месте. Так возникла банковская система с частичным резервным покрытием. Система хорошо работала, за исключением случаев «набега» на банк (массового изъятия вкладов).
4. В США существует двухуровневая банковская система: банки получают чартер либо от федерального правительства, либо от правительств штатов. Эта система двойного подчинения существует частично из-за давних споров о правах штатов и федерального правительства, а отчасти — из-за желания рассредоточить финансовую мощь.
5. Поскольку войны необходимо финансировать, а люди никогда не любят платить налоги, правительства всегда увеличивают денежную эмиссию в период войн. Во время войны за независимость Континентальный конгресс не обладал правом взимания налогов; революционная война финансировалась частично за счет внешних займов, а отчасти — за счет

займов у штатов. В основном она финансировалась путем выпуска бумажных денег, называвшихся «континентальками». Как и следовало ожидать, быстрый рост эмиссии «континенталек» привел к инфляции.

6. Конституция США, принятая в 1789 г., дала федеральному правительству право выпускать национальную денежную единицу и оплачивать долги правительств штатов. Благодаря этому развились рынки капиталов. Александр Гамильтон использовал свои большие полномочия для создания государства с сильным центральным правительством, и в частности для учреждения национального банка, наделенного большими полномочиями.

7. Важнейшим моментом в эволюции банковского дела было изобретение банкноты, которая представляет собой зафиксированное на бумаге обязательство банка перед предъявителем банкноты, а не перед конкретным получателем платежа. Главной функцией банков в ранние годы существования республики был выпуск банкнот.

8. В настоящее время коммерческие банки являются депозитными учреждениями, которым разрешено неограниченное создание трансакционных (чековых) депозитов и которые относительно не ограничены в возможности предоставления коммерческих ссуд. Термином «сберегательное учреждение» обозначаются все депозитные учреждения, не являющиеся коммерческими банками, в число которых входят сберегательные банки, ссудо-сберегательные ассоциации и кредитные союзы.

9. Коммерческие банки помещают средства в разнообразные активы, а именно в денежные активы, ценные бумаги, ссуды, продажу соглашений REPO и покупку федеральных фондов. Существует тенденция к снижению объема денежных активов и ценных бумаг в активах коммерческих банков. Пассивы коммерческих банков отличаются большим разнообразием и включают, в том числе, трансакционные (чековые) депозиты, сберегательные и срочные депозиты; покупку соглашений REPO; продажу федеральных фондов; ссуды в Федеральной резервной системе; субординированный долг. Существует тенденция к росту использования недепозитных пассивов коммерческими банками.

10. Ссудо-сберегательные ассоциации и сберегательные банки возникли в США в начале 1800-х годов. До начала 1980-х годов эти депозитные учреждения были ограничены законом в части выдачи коммерческих и потребительских ссуд. По этой причине они специализировались в ипотечном финансировании и продолжают широко практиковать это и в настоящее время. Многие сберегательные банки и ссудо-сберегательные ассоциации испытывают в последние годы значительные финансовые трудности, что отражает низкая суммарная чистая стоимость этих учреждений.

11. Кредитные союзы, которые впервые стали возникать в начале этого столетия, занимаются главным образом объединением вкладов своих членов и предоставлением им ссуд. Хотя эти учреждения обычно включаются в число сберегательных наряду со сберегательными банками, фактически они занимаются только предоставлением потребительских ссуд, размещают гораздо меньше займов, чем другие сберегательные учреждения.

Словарь терминов

Банкнота (*bank note*) — листок бумаги, представляющий собой обязательство банка-эмитента предъявителю, а не определенному получателю платежа.

Банковский акцепт (*bank acceptance*) — банковская ссуда, которая обычно используется фирмой для финансирования транспортировки или хранения товаров и может быть продана банком-кредитором другим банкам.

Денежные документы на инкассо (*cash items in the process of collection*) — чеки и кассовая наличность, депонированные в банке для немедленного зачисления на счет; могут стать причиной отказа в кредите, если они не были своевременно погашены чекодателем.

Денежный актив (*cash asset*) — актив, который может служить средством обращения.

Ипотечные ссуды (*real estate loans*) — банковские ссуды на строительство или приобретение недвижимости.

Кассовая наличность (*vault cash*) — наличные деньги, хранящиеся в депозитном учреждении.

Коммерческий банк (*commercial bank*) — депозитное учреждение, относительно неограниченное в выдаче коммерческих ссуд и имеющее законное право на открытие чековых счетов.

Корреспондентские счета (*correspondent balances*) — депозиты банка в других банках, называемых банками-корреспондентами.

Кредитные союзы (*credit unions*) — депозитные учреждения, которые депонируют средства и выдают ссуды только узкой группе лиц — членов такого союза.

Неуправляемые пассивы (*noncontrollable liabilities*) — долговые обязательства, размер которых контролируется клиентами, а не банком.

Подтвержденная кредитная линия (*confirmed line of credit*) — стандартный вид банковской ссуды, не все условия которой полностью сформулированы и от которой любая сторона может отказаться до ее фактического предоставления.

Потребительские ссуды (*consumer loans*) — банковские ссуды частным лицам.

Револьверные кредитные обязательства (*revolving credit commitment*) — ссудные обязательства банка, согласно которым заемщик может брать и/или выплачивать ссуды повторно, что в значительной мере аналогично использованию кредитной карточки.

Резервные депозиты (*reserve deposits*) — депозиты депозитных учреждений в Федеральной резервной системе.

Резервы (*reserves*) — нессужаемая часть депозитов, находящихся в депозитном учреждении; эти средства резервируются для обеспечения текущих изъятий.

Сберегательное учреждение (*thrift institution*) — в настоящее время любое депозитное учреждение, не являющееся коммерческим банком, в том числе ссудо-сберегательные ассоциации, сберегательные банки и кредитные союзы.

Сберегательные банки (*savings banks*) — учреждения, которые создавались как сберегательные учреждения для мелких сберегателей; как и ссудо-сберегательные ассоциации, эти учреждения стали заниматься главным образом ипотечным финансированием.

Собственный капитал (*equity capital*) — доля владельцев в капитале депозитного учреждения.

Ссудное обязательство (*loan commitment*) — обязательство банка предоставить ссуду в пределах некоторого оговоренного максимума в течение известного периода времени под заранее установленный процент.

Ссудо-сберегательные ассоциации (*savings and loan associations*) — учреждения, занимающиеся деятельностью, связанной с предоставлением ипотечных ссуд.

Субординированный долг (*subordinated debt*) — банковское долговое обязательство, содержащее условие, что держатели любых других долговых обязательств имеют приоритет в случае банкротства учреждения; часто имеет форму долговой расписки.

Торгово-промышленные ссуды (*commercial and industrial loans, C&I loans*) — банковские ссуды компаниям.

Управляемые пассивы (*controllable liabilities*) — долговые обязательства, размер которых выбирается банком.

Участие в кредите (*loan participations*) — организация предоставления ссуды компаниям, когда банки владеют долями крупной ссуды и могут при определенных обстоятельствах продавать свои доли другим банкам.

Федеральные фонды (*federal funds*) — ссуды резервных депозитов одних депозитных учреждений, предоставляемые другим учреждениям.

Частичные банковские резервы (*fractional reserve banking*) — система, по которой депозитные учреждения хранят резервы, составляющие менее 100% объема всех депозитов.

Эмиссия банкнот (*note issuance*) — выпуск бумажных денег государством, центральным или коммерческим банком.

Вопросы для самопроверки

1. Почему для ювелиров прошлого было естественно стать банкирами?
2. В чем была суть расхождений во взглядах Александра Гамильтона и Томаса Джефферсона на предоставление чартера национальным банкам?
3. Как получилось, что в США возникла двухуровневая банковская система, существующая и поныне?
4. Каково примерное процентное соотношение банковских активов в форме денежных активов, ценных бумаг и ссуд в настоящее время в США?
5. Каково примерное процентное соотношение банковских пассивов в форме депозитов, других пассивов и собственного капитала в настоящее время в США?
6. В чем в настоящее время состоит основное отличие ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков от коммерческих банков, от кредитных союзов?

Задачи

6-1. Рассмотрите следующий баланс ювелира:

Активы		Пассивы	
Золото	500 долл.	Депозиты	500 долл.
Ссуды	0 долл.		

Допустим, что ювелир обычно использует 20% депозитов в виде золота для обеспечения краткосрочных изъятий и выплат другим клиентам, которые затем вновь депонируются. Хотя этот объем колеблется, предположим, что ювелиру никогда не понадобится более 25% золота в качестве резервов. Определите максимальный объем ссуд, из которого можно делать изъятия и перечисление сумм с гарантией того, что любое краткосрочное изъятие или перечисление будет обеспечено.

6-2. Предположим, что консолидированный баланс коммерческих банков имеет следующий вид:

Активы		Пассивы	
Резервы	500 долл.	Депозиты	2000 долл.
Ссуды	1500 долл.		

Составьте новый баланс, если органы финансового контроля потребуют, чтобы резервы составляли 40% от депозитов.

6-3. Рассмотрите следующий баланс коммерческого банка в условиях, когда законодательство требует, чтобы резервы составляли 10% депозитных обязательств.

Активы		Пассивы	
Кассовая наличность	300 долл.	Депозиты	4000 долл.
Корреспондентские счета	100 долл.		
Ссуды	3600 долл.		

Выполняет ли этот банк резервные требования? Объясните.

6-4. Рассмотрите следующий баланс коммерческого банка:

Активы		Пассивы	
Денежные активы	250 долл.	Депозиты	3500 долл.
Ценные бумаги	750 долл.	Субординированные долговые обязательства	300 долл.
Ссуды	4000 долл.	Собственный капитал	200 долл.

а) Предположим, что органы финансового контроля требуют, чтобы отношение собственного капитала к ссудам было не менее 6%, а отношение собственного капитала к сумме активов — не менее 4%. Выполняет ли банк эти требования в настоящий момент?

б) Предположим, банк приводит органам финансового контроля следующий довод: собственный капитал — не единственная «подушка», которая у него есть для защиты вкладчиков от потерь в случае банкротства банка. Независимо от того, соглашаются ли с ним органы финансового контроля, считаете ли вы этот аргумент банка законным? Объясните почему.

6-5. Сравните табл. 6-2, 6-3 и 6-4 для ответов на следующие вопросы.

а) Насколько объем активов коммерческих банков превышает активы сберегательных учреждений (в процентах)?

б) Насколько объем активов сберегательных учреждений, охваченных Федеральной системой страхования депозитов, ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков превышает активы кредитных союзов (в процентах)?

Рекомендуемая литература

Allen Linda, Peristiani Stavros, Saunders Anthony, Bank Size, Collateral, and Net Purchase Behavior in the Federal Funds Market. — Journal of Business, 62 (4), October 1989, pp. 501—515.

Angell Norman, The Story of Money. — New York: Frederick J. Stokes Co., 1929.

Clarke M. St. Clair, Hall D. A. (eds.), Legislative and Documentary History of the Bank of the United States. — Washington: Gales and Seaton, 1832; reprinted New York: Augustus M. Kelley, 1967.

Duca John V., VanHoose David D., Loan Commitment and Optimal Monetary Policy. — Journal of Money, Credit and Banking, 22 (2), May 1990, pp. 178—194.

Friedman Milton, Schwartz Anna J., A Monetary History of the United States, 1867—1960. — Princeton (N.J.): Princeton University Press, 1963.

Goldberg Lawrence G., Hanweck Gerald A., The Growth of the World's 300 Largest Banking Organizations by Country. — Journal of Banking and Finance, 15 (1), February 1991, pp. 207—223.

Hamilton Alexander, Madison James, Jay John, The Federalist Papers. — New York: Mentor, 1961.

Jefferson Thomas, Public and Private Papers. — New York: Vintage Library of America, 1990, pp. 67—89.

Malone Dumas, Jefferson and His Time, vol. 1—2. — Boston: Little, Brown, 1948 and 1951.

McDonald Forrest, Alexander Hamilton: A Biography. — New York: W. W. Norton, 1979.

Morgan Donald P., Bank Credit Commitments: Protection from a Credit Crunch? — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 75 (5), September/October 1990, pp. 51—59.

Munn Glenn, Garcia F. L., Woelfel Charles, Encyclopedia of Banking and Finance, 9 ed. — Rowling Meadows (Ill.): Bankers Publishing Company, 1991.

Robertson D. H., Money, 6 ed. — New York: Pitman Publishing Corp., 1948.

Sofianos George, Wachtel Paul, Melnik Arie, Loan Commitments and Monetary Policy. — Journal of Banking and Finance, 14 (4), October 1990, pp. 677—689.

Tracy James D., A Financial Revolution in the Habsburg Netherlands: Renten and Renteniers in the Country of Holland, 1515—1565. — Los Angeles and London: University of California Press, 1985.

Глава 7

Процентные ставки

Основные проблемы

1. Как определяется рыночная процентная ставка?
2. Какова экономическая функция процентной ставки?
3. В чем состоит разница между реальными и номинальными процентными ставками?
4. Какова связь между ценами облигаций и рыночными процентными ставками?
5. Как связаны между собой краткосрочные и долгосрочные процентные ставки?
6. Как связаны между собой процентные ставки и риск?

В главе 4 мы рассмотрели экономику, в которой нет денег, но все же есть возможность существования кредитного рынка. Поучительно также рассмотреть экономику с денежным обращением, в которой не существует кредитных рынков. При отсутствии кредитных рынков получатели каких-либо денежных доходов имеют две возможности. Они могут немедленно обменять полученные деньги на товары и услуги (т. е. истратить их) или сберечь свой доход и хранить деньги — общепризнанное средство сохранения покупательной способности. Сбереженные деньги могут быть истрачены позднее, причем (если не возникает инфляция или не происходят относительные изменения цен на товары и услуги) эти деньги позволят купить одно и то же количество товаров и услуг в любое время в будущем.

Если в экономике появляются кредитные рынки, у получателей доходов появляется третья возможность — они могут отдать какую-то часть своих сбережений в долг и получать доход. Короче говоря, получатели доходов могут потреблять и сберегать так же, как и раньше, но теперь они могут сберегать, одалживая свои сбережения другим. Как вы помните из главы 4, кредитные рынки позволяют людям хранить сбережения не в форме денег, а в форме кредитных инструментов.

Процентный доход и ставка процента

В реальной экономике, в которой существуют деньги, процентный доход — это выраженный в денежных единицах объем средств, который кредиторы получают, предоставляя кредит; ставка процента — это отношение процентного дохода к величине ссуды. Например, предположим, что дано в долг 100 долл., а через год должно быть возвращено 110 долл. Основная сумма ссуды равна 100 долл., процентный доход составляет 10 долл., а ставка процента равна 10% (потому что 10 долл./100 долл. = 0,10). Все эти величины измеряются в денежных единицах, поскольку деньги являются средством платежа.

Как мы видели в главе 4, кредитные рынки, как правило, возникают независимо от того, существуют ли деньги. Причина состоит в том, что как кредиторы, так и заемщики могут выиграть от заключения кредитной сделки. В современной экономике, в которой домашние хозяйства главным образом являются потребителями, а фирмы — производителями, имеются дополнительные причины возникновения кредитных рынков: 1) в составе домашних хозяйств — различные индивидуальности, в частности, люди по-раз-

ному распределяют потребление между настоящим и будущим; 2) фирмы могут осуществлять инвестиции в материалы, оборудование и/или в технологии, которые достаточно прибыльны, чтобы по ним можно было выплачивать проценты.

В этой главе мы постараемся объяснить, что собой представляют рыночные процентные ставки (с учетом инфляции при их исчислении), а также проанализировать зависимость между процентными ставками и ценами облигаций. Мы рассмотрим также вычисление процентного дохода и взаимосвязи между процентными ставками активов, имеющих различный уровень риска и сроки погашения.

Определение рыночной ставки процента

Чистые сберегатели, т. е. чистые кредиторы, создают предложение средств на кредитном рынке. Чистые заемщики создают спрос на средства на кредитном рынке.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ КРЕДИТА

Кривая предложения кредита имеет положительный наклон; значения функции растут при движении вдоль графика слева направо. При более высоких процентных ставках большее число домашних хозяйств и фирм становится чистыми кредиторами. По мере роста процентных ставок все большее число частных лиц обнаруживает, что рыночная ставка процента превышает их обменный курс потребления в настоящем на потребление в будущем. При каком-то очень высоком уровне процентных ставок даже люди, целиком ориентированные на настоящее, живущие, как говорится, одним днем, сочтут целесообразным делать сбережения. Точно так же при очень высокой ставке процента даже очень прибыльные фирмы обнаружат, что не могут выплачивать проценты по ссудам из прибылей и что им выгоднее превратиться в чистых сберегателей. На рис. 7-1 показан примерный вид кривой предложения кредита.

Рис. 7-1
Предложение кредита. Кривая показывает, что чем выше процентные ставки, тем большее число домашних хозяйств и фирм предпочитает превратиться в чистых кредиторов.

В США кредиторами являются не только домашние хозяйства и фирмы страны. Крупными кредиторами американцев выступают иностранцы. Об этом мы расскажем подробнее в главе 28.

СПРОС НА КРЕДИТ

Кривая спроса на кредит в экономике имеет отрицательный наклон; значения функции снижаются при движении вдоль графика слева направо. По мере снижения процентных

ставок все большее число людей предпочитают стать чистыми заемщиками. Когда процентные ставки падают, все большее число домашних хозяйств обнаруживает, что рыночная ставка процента ниже их нормы личного дохода. Они приходят к решению уменьшить текущий объем сбережений. При какой-то очень низкой процентной ставке (порой при отрицательной) даже очень беспокоящиеся за свое будущее люди предпочитают больше потреблять в настоящем и сберегать меньше. Для фирм низкие процентные ставки означают, что существует большее число инвестиционных проектов, для реализации которых имеет смысл привлекать заемный капитал, так как можно будет выплатить процент и остаться с некоторой прибылью. Короче говоря, по мере падения процентных ставок спрос на кредит растет. Примерный вид кривой спроса на кредит показан на рис. 7-2.

Рис. 7-2
Спрос на кредит. График спроса на кредит имеет отрицательный наклон, показывающий, что с падением процентных ставок спрос на кредит растет. Это происходит потому, что при низких процентных ставках большее число инвестиционных проектов оказывается прибыльным, чем при высоких ставках. Короче говоря, с падением процентных ставок большее число домашних хозяйств и фирм находят целесообразным превратиться в чистых заемщиков.

Не только домашние хозяйства и фирмы страны предъявляют спрос на кредит. Фактически очень большая часть совокупного спроса на кредитном рынке США приходится на местные органы власти, правительства штатов и федеральное правительство.

Рис. 7-3
Спрос и предложение кредита. В соответствии с приведенными на рисунке кривыми спроса и предложения рыночная ставка процента установится на уровне 10% в точке пересечения кривых. При процентной ставке в 12% предложение кредита превышает спрос на кредит и возникает избыточное предложение кредита. Некоторые кредиторы не найдут заемщиков и ничего не смогут заработать, поэтому они предложат свои сбережения по ставке ниже 12%. В результате конкурентной борьбы за получение кредитного дохода рыночная ставка процента упадет до уровня 10%. При процентной ставке в 8% спрос на кредит превышает предложение кредита; следовательно, возникает недостаточное предложение кредита. Некоторые заемщики не смогут найти источник средств; конкурентная борьба заемщиков за кредит поднимет процентные ставки до уровня 10%.

РЫНОЧНАЯ СТАВКА ПРОЦЕНТА

На рис. 7-3 показано, как соотношение спроса и предложения кредита определяет рыночную процентную ставку. Для рассматриваемой экономики рыночная ставка процента равна 10%. При процентной ставке выше 10% (например, равной 12%) предложение кредита превышает спрос; возникает избыточное предложение кредита. Кредиторы в ходе конкурентной борьбы друг с другом снизят ставку процента до 10%.

С другой стороны, при ставке 8% возникает недостаточное предложение кредита; спрос на кредит превышает предложение при такой ставке. Заемщики в ходе конкурентной борьбы за кредит поднимут процентную ставку до 10%. В конце концов рыночная ставка процента стабилизируется на уровне 10%, при которой спрос и предложение кредита равны друг другу и составляют 100 000 долл. Равновесие будет поддерживаться, потому что ни у кредиторов, ни у заемщиков нет причин для изменения своего поведения.

Распределительная роль процентного дохода

Изучение рыночной системы при любом подходе приводит к мысли, что цены определяют распределение ресурсов в экономике. Процентная ставка — это цена кредита, которая определяет распределение кредита между домашними хозяйствами и фирмами. Фирмы конкурируют друг с другом за получение кредита, а процентная ставка распределяет кредит между разными фирмами и, следовательно, между инвестиционными проектами этих фирм. В условиях нерегулируемого (свободного) рынка ссудных капиталов поддержку получат такие инвестиционные (капитальные) проекты, прибыльность которых выше рыночной процентной ставки на кредитном рынке. Например, если ожидаемая норма прибыли от покупки нового завода равна 20%, а ссуду можно получить под 15%, то этот инвестиционный проект — покупка нового завода — будет осуществлен. Если, напротив, тот же проект сулит норму прибыли 9%, то он не получит поддержки. Ссудный капитал получают те, кто хочет и может обеспечить наиболее высокую норму прибыли. Практически ссудный капитал уходит к наиболее прибыльным фирмам. Таким образом, прибыльные фирмы получают возможность расширяться, а неприбыльные — вынуждены сворачивать деятельность или закрываться.

Такое распределение кредита между фирмами можно считать эффективным, если эффективность рассматривать с точки зрения обеспечения суверенитета потребителя. Если хорошо, что потребитель голосует за товары своими долларами на рынке, то и хорошо, что прибыльные фирмы будут расширяться, а неприбыльные (или менее прибыльные) — сворачивать операции.

Потребители так же конкурируют друг с другом за кредит. Позволяя кредиту уходить к тому, кто больше предложит, процентная ставка распределяет потребление во времени. Она дает возможность людям, ориентированным на сегодняшний день и согласным выплачивать высокие проценты, потреблять больше в настоящем и меньше в будущем, а ориентированным на будущее — потреблять меньше в настоящем и больше в будущем. Если предоставить людям возможность выбора нормы потребления во времени и считать это нормальным явлением, то естественно при этом, что процентная ставка будет распределять кредит между конкурирующими домашними хозяйствами.

Номинальная и реальная процентные ставки

Номинальная процентная ставка (*nominal interest rate*) определяется как обменный курс, по которому текущие долларовые стоимости обмениваются на долларовые стоимости в будущем. Например, если рыночная (номинальная) процентная ставка равна 10% годовых, то сегодняшний доллар можно обменять на 1,10 долл. через год.

Реальная процентная ставка (*real interest rate*), с другой стороны, — это обменный курс, по которому сегодняшние товары и услуги (т. е. реальные блага) обмениваются на товары и услуги в будущем. В мире без инфляции или дефляции номинальная процентная ставка равна реальной. Ставка 10% годовых в отсутствие инфляции гарантирует, что то, что в настоящее время стоит 1,00 долл., можно обменять на то, что через год будет стоить 1,10 долл., и наоборот. Поскольку в нашем гипотетическом примере нет инфляции, если вести расчет в реальных единицах (единицах покупательной способности), то обменный курс есть соотношение между сегодняшним количеством товаров и услуг на сумму в 1,00 долл. и количеством товаров и услуг на сумму 1,10 долл. через год.

Что можно сказать о мире, в котором существует инфляция или дефляция? Предположим, каждый индивид ожидает, что инфляция составит 10% в год, и не будем усложнять проблему рассмотрением налогов. Номинальная процентная ставка 10% годовых по-прежнему означает, что обменный курс сегодняшних долларов на доллары через год равен 1 : 1,1. Но на 1,10 долл. через год можно будет купить столько товаров и услуг, сколько сегодня можно купить на 1,00 долл. Если ожидаемые темпы инфляции составляют 10% в год, то номинальная процентная ставка 10% годовых означает нулевую реальную ставку процента.

УРАВНЕНИЕ, УСТАНАВЛИВАЮЩЕЕ ЗАВИСИМОСТЬ МЕЖДУ РЕАЛЬНОЙ И НОМИНАЛЬНОЙ ПРОЦЕНТНЫМИ СТАВКАМИ

Зависимость между номинальной и реальной процентными ставками может быть выражена следующим уравнением:

$$\text{Номинальная процентная ставка} = \text{Реальная процентная ставка} + \text{Ожидаемые темпы инфляции} + \left(\text{Реальная процентная ставка} \times \text{Ожидаемые темпы инфляции}\right)$$

Обычно произведением в скобках можно пренебречь ввиду его малой величины (например, если реальная процентная ставка составляет 0,03, а ожидаемые темпы инфляции — 0,06, их произведение равно 0,0018, т. е. менее $^1/_4$%). Им, конечно, нельзя пренебрегать применительно к периодам высокой инфляции, например при гиперинфляции.

Предполагая, что процентные ставки и темпы инфляции относительно малы, можно записать уравнение в упрощенном виде:

$$\text{Номинальная процентная ставка} = \text{Реальная процентная ставка} + \text{Ожидаемые темпы инфляции}$$

Из этого уравнения следует соотношение:

$$\text{Реальная процентная ставка} = \text{Номинальная процентная ставка} - \text{Ожидаемые темпы инфляции}$$

Отметим, что в расчете реальной процентной ставки фигурируют именно ожидаемые, а не фактические темпы инфляции. Причина состоит в том, что кредитные соглашения по определению являются форвардными. Реальная ставка процента применительно к ссуде или облигации, выпущенной в настоящее время, измеряется на основании современного видения ситуации к сроку исполнения кредитного соглашения. Невозможно знать точно, какими окажутся фактические темпы инфляции за этот период, поэтому стороны кредитной сделки должны исходить из ожидаемых темпов инфляции, чтобы рассчитать реальную процентную ставку.

Понятно, что реальную процентную ставку невозможно определить точно, поскольку темпы будущей инфляции можно оценить лишь приблизительно. Публикуются всегда только номинальные процентные ставки. Некоторые экономисты пытались давать оценки ожидаемых темпов инфляции на основании ее прошлых темпов. Однако эти попытки были безуспешными, так как не существует способа узнать фактические ожидания людей. Одно время Федеральный резервный банк Сент-Луиса публиковал оценки будущих реальных процентных ставок, но он прекратил это делать, когда убедился в том, насколько эти оценки оказываются неточными. Тем не менее различие между номинальной и реальной процентными ставками, впервые проанализированное американским экономистом Ирвингом Фишером (Fisher, 1867—1947), чрезвычайно важно учитывать для предсказания поведения домашних хозяйств и фирм в условиях инфляции, как это будет показано в последующих главах.

ЕЩЕ РАЗ О СПРОСЕ И ПРЕДЛОЖЕНИИ КРЕДИТА (ССУДНОГО КАПИТАЛА)

Выше в этой главе на рис. 7-3 были приведены кривые спроса и предложения ссудного капитала. Теперь мы пересмотрим эти графики. Как вы помните, они были построены в предположении отсутствия инфляционных ожиданий. Те же самые кривые спроса и предложения показаны на рис. 7-4 как кривые D и S. Теперь предположим, что инфляционные ожидания заемщиков равны 10% в год. Кривая спроса сдвигается на эту величину вверх до положения D'. Предположим далее, что у кредиторов такие же инфляционные ожидания. Кривая предложения также сдвигается вверх на 10% до положения S'. Если, как мы предположили, инфляционные ожидания заемщиков и кредиторов одинаковы, номинальная процентная ставка, обозначенная как r_n, увеличится из-за инфляционных ожиданий и станет равной r_r + 10%.

Рис. 7-4
Инфляционные ожидания и ставка процента. Рисунок иллюстрирует последствия инфляционных ожиданий. Если как кредиторы (создающие предложение кредита), так и заемщики (предъявляющие спрос на кредит) ожидают годовые темпы инфляции в размере 10%, то кривая спроса сдвинется вправо (с D до D', увеличение), а кривая предложения сдвинется влево (с S до S', уменьшение). Новая номинальная ставка процента поднимется примерно на 10%, с 10 до 20%.

Чрезвычайно интересно рассмотреть историческое подтверждение зависимости между фактическими темпами инфляции и номинальными процентными ставками. Рисунок 7-5 показывает динамику долгосрочных номинальных процентных ставок в США после 1955 г. и фактических темпов инфляции в тот же период. Когда в 1965 г. стали возрастать темпы инфляции, начали повышаться также и номинальные процентные ставки. Зависимость, однако, не является строгой, так как номинальная процентная ставка содержит ненаблюдаемую переменную — ожидаемые темпы инфляции. К сожалению, имеются данные только о фактических темпах инфляции. Тем не менее

можно сказать, что в периоды инфляции номинальные процентные ставки обычно выше, чем в периоды нулевой инфляции, потому что люди ожидают, что цены будут продолжать расти и в будущем. Для того чтобы перестроиться на более высокие темпы инфляции, чем имевшие место в прошлом, людям требуется некоторое время. Поэтому когда темпы инфляции растут относительно быстро по сравнению с прошлым, номинальные процентные ставки растут не так быстро. Только когда люди начинают ожидать, что новые, более высокие, темпы инфляции будут сохраняться, номинальные процентные ставки становятся адекватными фактическим темпам инфляции.

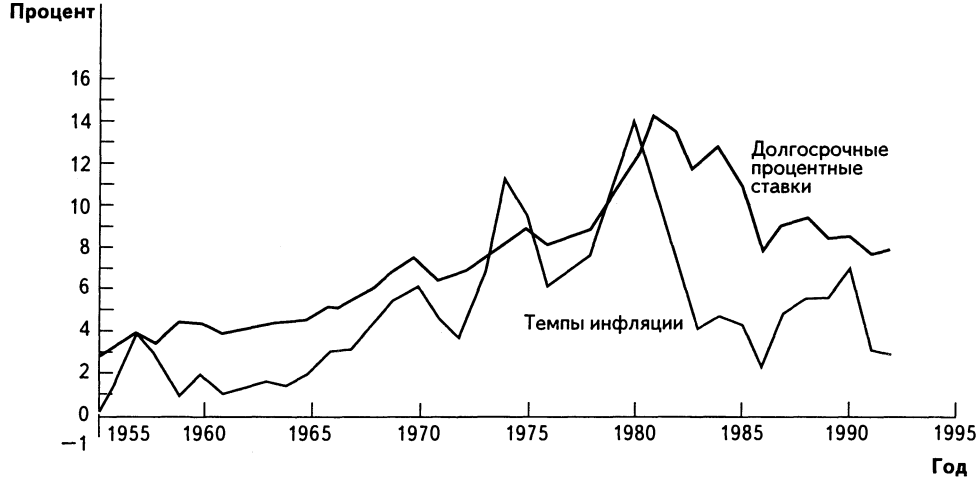


Рис. 7-5

Темпы инфляции и долгосрочные процентные ставки. Этот рисунок иллюстрирует зависимость между долгосрочными процентными ставками (измеряемыми как ставки по 10-летним государственным ценным бумагам) и темпами инфляции (измеряемыми как размер ежегодных изменений индекса цен на потребительские товары) с 1955 до начала 1992 г.

Различные виды номинальных процентных ставок

На каждом кредитном рынке устанавливается своя процентная ставка. Существует ипотечный рынок, рынок краткосрочных ссуд компаниям и рынок государственных ценных бумаг. Каждый тип рыночного кредитного инструмента, например государственная облигация или закладная, имеет конкретную процентную ставку. В последующих разделах рассматриваются некоторые наиболее важные виды процентных ставок.

ПРАЙМ-РЕЙТ

Пожалуй, чаще всего упоминается ставка **прайм-рейт** (*prime rate*). Это ставка, по которой банки предоставляют краткосрочные ссуды крупным корпорациям с безупречной финансовой репутацией — «наиболее кредитоспособным клиентам», как их называют газеты. Публикуемые ставки прайм-рейт являются, как правило, самыми низкими ставками, которые кредитоспособные компании выплачивают по краткосрочным ссудам. Такие сделки характеризуются сравнительно низким кредитным риском. Банк-кредитор несет меньшие расходы на анализ кредитоспособности компании-заемщика. На рис. 7-6 показан уровень ставки прайм-рейт на протяжении 60-летнего периода. Обратите внимание, что эта ставка изменяется ступенчато. Обычно это фиксированная ставка, объявленная основной группой банков, предоставляющих ссуды.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Как определяется ставка прайм-рейт?

Интересно, что, хотя многие процентные ставки, которые мы будет рассматривать в этой главе, кажутся очень гибкими, отличительной чертой ставки прайм-рейт является ее твердость. Она меняется в среднем только раз в месяц, хотя большинство ставок меняется ежедневно, если не ежечасно. В отличие от большинства ставок, немедленно откликающихся изменением на соотношение спроса и предложения, прайм-рейт является объявляемой ставкой, что означает, что она изменяется по усмотрению банков крупного финансового центра (как правило, Нью-Йорка).

Подоплека

Договор о прайм-рейт, как его называют экономисты, появился в 1934 г. в период Великой депрессии, когда спрос на кредит был очень низким и многие рыночные процентные ставки упали ниже уровня 0,5%. В то время и был заключен договор о прайм-рейт: банки договорились установить ставку по ссудам в размере $1^1/_2$% для лучших клиентов как минимальную ставку, используемую в то время для прибыльных операций. Договор об объявляемой прайм-рейт и о поддержании этой ставки на неизменном уровне в течение нескольких недель позволил пережить период низкого спроса на кредит во время Великой депрессии к ужасу экономистов, чьи теории гласят, что никакие соглашения не должны определять изменения спроса и предложения на рынке в нормальные периоды развития экономики.

Объяснение твердости ставки прайм-рейт

Почему ставка прайм-рейт столь тверда? Одна гипотеза заключается в том, что банковское дело — столь сильно зарегулированный бизнес, что модель свободной конкуренции, предполагающая большое количество фирм, которые могут свободно входить и выходить из бизнеса, оказывается неприменимой (мы рассмотрим эту гипотезу подробнее в главе 11). Согласно этой точке зрения, несколько крупных банков доминируют в банковском бизнесе, действуя как «ценовые лидеры». Их лидерство проявляется в том, что они могут объявлять прайм-рейт, не беспокоясь о том, что какой-то мелкий банк-конкурент «подрежет» эту ставку и «уведет» их клиентов. Согласно этой гипотезе, лидирующие банки снижают прайм-рейт только в том случае, если остальные рыночные процентные ставки упали так сильно, что все конкуренты вместе взятые могут «пересилить» лидеров. Поэтому прайм-рейт остается твердой в течение длительных периодов, даже если другие процентные ставки изменяются.

Альтернативная гипотеза заключается в том, что клиенты, берущие ссуды под ставку прайм-рейт — так называемые наиболее кредитоспособные клиенты, — фактически представляют собой очень неоднородную группу. Поэтому банкам трудно оценить всю группу в целом, когда экономические условия улучшаются или ухудшаются.

Поскольку обработка информации об общей кредитоспособности клиентов отнимает определенное время, банки не могут определить, следует ли поднимать или снижать ставку прайм-рейт. Они делают это, только когда приходят к определенному выводу относительно того, в какую сторону изменилась кредитоспособность «первых» клиентов.

Третья гипотеза состоит в том, что прайм-рейт — это не истинная ставка, по которой «первые» клиенты получают ссуды от банков. Согласно этой точке зрения, ставка прайм-рейт — это на самом деле уровень отсчета процентных ставок, который служит ориентиром для банков и заемщиков. С изменением конъюнктуры кредитного рынка банки подгоняют под нее условия предоставления ссуд, например, предельный размер кредита или требования резервирования компенсационных остатков, которые должны выполнить заемщики, чтобы получить ссуду. Например, если экономические условия ухудшаются, банки могут понизить верхний предел суммы, которую заемщик может получить под ставку прайм-рейт, или могут потребовать от заемщика хранить в банке депозиты крупных размеров, чтобы компенсировать банку предоставление ссуды. В этом случае фактический процент, который выплачивает заемщик, будет выше, чем официально объявленная прайм-рейт. Более того, хотя достоверных доказательств этого мало, некоторые исследователи утверждают, что при благоприятных экономических условиях

большинство кредитоспособных «первых» клиентов банков нередко получают ссуды по ставкам ниже официально объявленных ставок прайм-рейт. В то же время другие клиенты, числящиеся в списке «первых», но имеющие несколько более низкую кредитоспособность, платят ставки выше прайм-рейт. Согласно третьей гипотезе, таким образом, рынок ссудных капиталов для «первых» клиентов фактически функционирует так, как предсказывает теория конкуренции (за исключением устаревшего использования ставки прайм-рейт в качестве уровня отсчета).

Существуют серьезные подтверждения того факта, что независимо от того, какая гипотеза ближе к истине, ставка прайм-рейт в конечном счете определяется рыночными процессами. До 1979 г. другие процентные ставки не были особенно изменчивыми, и ставка прайм-рейт также не изменялась. С конца 1979 г., однако, по причинам, рассматриваемым в главе 26, большинство процентных ставок стало испытывать сильные колебания (см. рис. 7-6). Хотя ставка прайм-рейт оставалась более твердой, чем другие — она изменялась только раз в месяц в период самых больших колебаний, продолжавшихся до конца 1982 г., — диапазон ее изменений был намного шире, чем раньше. Более того, банки изменяли эту ставку в противоположном направлении гораздо чаще, чем в предыдущие годы, когда они предпочитали не допускать чередований подъемов и падений ставки. Таким образом, оказывается, что в конечном итоге и ставка прайм-рейт меняется под воздействием изменений спроса и предложения, даже если на первый взгляд она кажется независимой от этого фактора на малых временных интервалах.

До 1972 г. ставка прайм-рейт долгое время оставалась неизменной. С 1972 г. прайм-рейт стала изменяться чаще, и ее стали называть плавающей прайм-рейт. Процентная ставка, которую фактически выплачивают корпорации-заемщики, иногда значительно выше публикуемой ставки прайм-рейт. Банки требуют от заемщиков, чтобы они резервировали **компенсационный остаток** (*compensating balance*), если хотят получать ссуды. Компенсационный остаток представляет собой остаток на депозитном счете на определенную сумму, по которой не выплачивается процент.

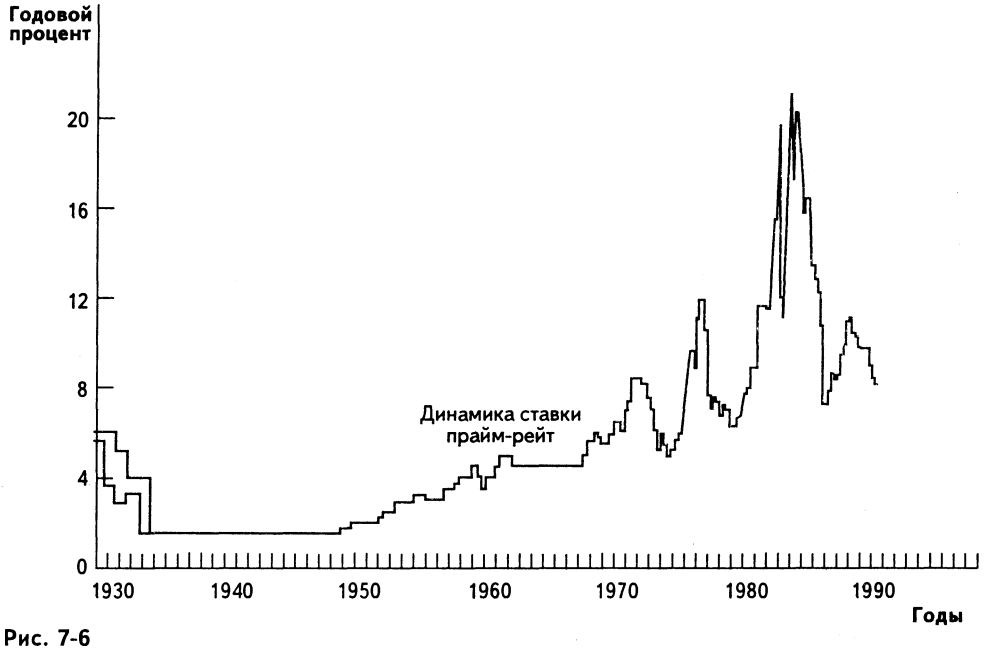


Рис. 7-6
Динамика ставки прайм-рейт с 1929 г. (*Источник*: Board of Governors of the Federal Reserve System.)

Рассмотрим пример. *General Motors* хочет занять 10 млн. долл. в *ABC Bank*. *ABC Bank* согласен предоставить ссуду по публикуемой ставке прайм-рейт 10% годовых, но требует, чтобы *General Motors* резервировала 2,5 млн. долл. на беспроцентном депозитном счете. Фактически *General Motors* не получает ссуду в 10 млн. долл. под 10% годовых, так как она изымает из банка только 7,5 млн. долл. Каков же в таком случае фактически выплачиваемый процент по кредиту в 10 млн. долл.? *General Motors* платит 10% за 10 млн. долл. (т. е. 1 млн. долл. в год), но получает всего 7,5 млн. долл. Таким образом, она выплачивает 1 млн. долл. в год за ссуду 7,5 млн. долл. Значит *General Motors* выплачивает не 10% годовых, а $13^1/_3$%. Если размер компенсационного остатка не объявляется официально, фактическая процентная ставка остается никому (кроме участников сделки) неизвестной.

Есть и другой способ, который банки используют, чтобы вынудить заемщиков платить по более высоким ставкам, чем объявленная прайм-рейт. Иногда банки переводят наиболее кредитоспособных клиентов в категорию менее кредитоспособных, требуя, чтобы они выплачивали более высокую процентную ставку. Банки делают это, чтобы поднять фактические ставки, не поднимая объявленные или публикуемые.

ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА ПО КОРПОРАЦИОННЫМ ОБЛИГАЦИЯМ

Другой важной процентной ставкой является ставка, выплачиваемая по корпорационным облигациям с высоким рейтингом (низкорисковым). Предположим, что корпорация вроде *International Chemical Corporation* (*ICC*) хочет расширить свои производственные мощности, для чего нуждается в кредите. Один из путей получения необходимых денег — выпуск долговых обязательств в форме корпорационных облигаций *ICC*. Корпорация продает такие облигации, скажем, по 1000 долл. за штуку и обязуется выплатить кредиторам номинальную стоимость облигаций через 10 лет. В течение этого периода *ICC* обязуется выплачивать ежегодно проценты. Размер ежегодной выплаты процентов, деленный на цену облигации, является ставкой по корпорационной облигации. Ставки по облигациям различных корпораций различаются в зависимости от финансового состояния (кредитоспособности) этих корпораций.

Рейтинг облигаций Рейтинг уровня кредитного риска по корпорационным (а также муниципальным) облигациям проводят два агентства: *Moody's Investors Service* и *Standard & Poor's Corporation*. Рейтинг агентства *Moody's* относит каждую облигацию к одному из девяти классов — от *Aaa* (высшее качество), *Baa* (приемлемый уровень риска), *Caa* (очень высокий риск, задержки платежей) до *C* (самый низкий рейтинг). Рейтинг основан на результатах исследований по методике, специально разработанной для определения финансового состояния корпорации (или правительства) с целью определения уровня кредитного риска для инвестора. Точнее говоря, методика позволяет определить способность правительства или корпорации выплатить номинальную стоимость облигаций и проценты по ним в обещанные сроки. Для каждого выпуска ценных бумаг корпорации устанавливается свой рейтинг.

Публикуемые ставки по корпорационным облигациям обычно приводятся только для облигаций, имеющих рейтинг высшего качества и оцениваемых агентством *Moody's* как *Aaa* (или *AAA*, по классификации *Standard & Poor's*). Как видно из рис. 7-7, средние ставки по корпорационным облигациям колебались то вверх, то вниз примерно до 1950-х годов. С 1950-х годов наблюдается общая тенденция к росту номинальных ставок по корпорационным облигациям.

ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ФОНДАМ

Процентная ставка по федеральным фондам (*federal funds rate*) — это ставка, по которой депозитные учреждения ссужают и занимают резервы на рынке федеральных

фондов, т. е. рынке межбанковских кредитов, о котором говорилось в главах 5 и 6. Фактически не существует единой ставки по федеральным фондам; ставка по федеральным фондам, которая ежедневно публикуется в *Wall Sreet Journal* и других средствах массовой информации, по существу является цифрой, усредненной по различным учреждениям. Как правило, разные учреждения выплачивают (взимают) разную ставку, когда занимают (дают взаймы) федеральные фонды; это явление называют «*ярусностью*» (*tiering*) ставок по федеральным фондам.

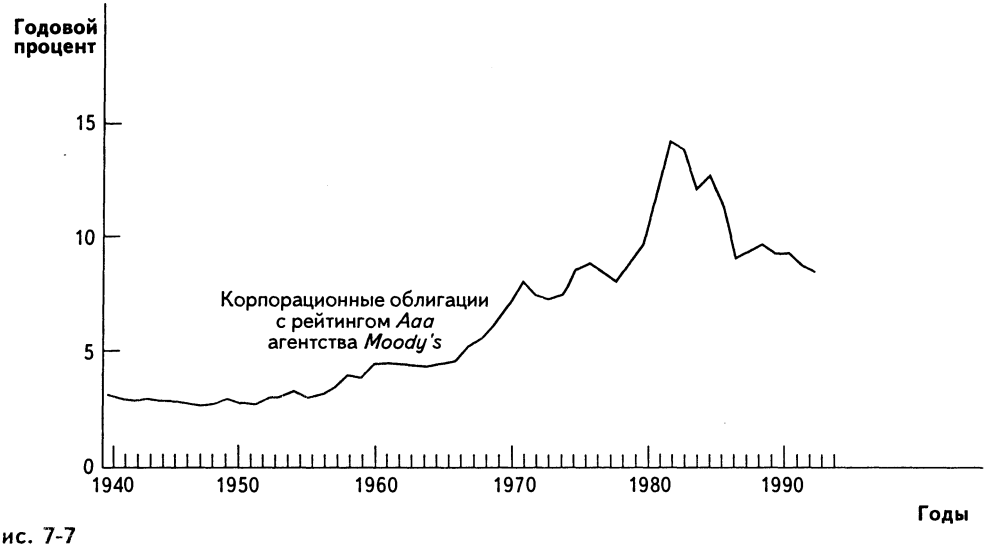


Рис. 7-7

Динамика ставок по корпорационным облигациям. (*Источник*: Board of Governors of the Federal Reserve System.)

Эта «ярусность» возникает, в частности, из-за того, что рынок федеральных фондов в какой-то мере сегментирован. Это означает, что существуют различные сегменты рынка федеральных фондов, которые хотя и связаны между собой, но функционируют каждый в отдельности, что и приводит к разнице в ставках по федеральным фондам, которые выплачивают разные финансовые учреждения. В любой день большой сегмент рыночных сделок составляют «брокерские» сделки купли-продажи, в которых депозитные учреждения выставляют предложения на покупку или продажу активов через брокеров-посредников на рынке федеральных фондов. Брокеры обрабатывают информацию и содействуют контактам кредиторов и заемщиков федеральных фондов.

На другом сегменте рынка федеральных фондов доминируют крупные депозитные учреждения, функционирующие как основные *дилеры* (*dealers*) на рынке федеральных фондов. Эти дилеры всегда готовы как брать ссуды других депозитных учреждений, так и давать им ссуды; такого рода учреждения составляют так называемый сегмент *розничной торговли* (*retail*) рынка федеральных фондов. Банки-дилеры получают прибыль за счет разницы в ставках по ссужаемым и занимаемым федеральным фондам.

Другая причина «ярусности» ставок по федеральным фондам заключается в том, что некоторые депозитные учреждения рассматриваются как менее рисковые, а другие — как более рисковые. Те учреждения, которые широко известны как высокорисковые, вынуждены выплачивать **премию за риск** (*risk premium*), чтобы получить ссуду на рынке федеральных фондов. Это означает, что они вынуждены выплачивать более высокие ставки, чем те депозитные учреждения, которых кредиторы считают надежными заемщиками.

Процентная ставка по федеральным фондам важна не только для тех депозитных учреждений, которые ими торгуют. Она является также важным параметром в осуществлении денежно-кредитной политики. Как мы узнаем из главы 26, в разные времена эта ставка представляла собой важнейший индикатор намерений Федеральной резервной системы.

Интересным явлением последних лет стало стремительное развитие рынка *однодневных* (*intraday*) ссуд федеральных фондов, т. е. ссуд со сроком погашения от нескольких часов до одного дня. Существует несколько основных причин ведения такой торговли депозитными учреждениями. Одна заключается в том, что компьютерные и коммуникационные технологии современных систем платежей сделали такую торговлю несложной и безопасной. Вторая — в том, что по ряду причин некоторые депозитные учреждения находят для себя выгодным выплачивать проценты по таким краткосрочным ссудам. Мы подробнее обсудим обе эти характеристики современных систем платежей и их влияние на операции по предоставлению однодневных ссуд в главе 16.

Расчет процентного дохода

НОМИНАЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ

Если облигация имеет номинал 1000 долл. и установленную доходность, скажем, 100 долл. ежегодно, то говорят, что она имеет ежегодную купонную доходность 10%. Этот показатель называется **номинальной доходностью** (*nominal yield*) (доходность является синонимом термина «процентная ставка»). Номинальная доходность определяется как:

$$r_n = C/F,$$

где r_n — номинальная доходность;
C — ежегодный купонный доход;
F — номинал облигации.

Есть еще два показателя, характеризующих доходность облигации, — текущая доходность и доходность при погашении (или фактическая доходность).

ТЕКУЩАЯ ДОХОДНОСТЬ

Текущая доходность (*current yield*) — это ежегодный доход, выраженный в процентах от текущей рыночной цены облигации. Облигации часто продаются и перепродаются по цене, отличной от номинала. Так, 6-процентная облигация, продаваемая в данный момент по цене 900 долл., имеет номинальную доходность 6% (60 долл., деленные на 1000 долл.), а текущую доходность 6,67% (60 долл., деленные на 900 долл.), т. е.

$$r_c = C/P,$$

где r_c — текущая доходность;
P — цена облигации.

ДОХОДНОСТЬ ПРИ ПОГАШЕНИИ (ФАКТИЧЕСКАЯ ДОХОДНОСТЬ) ДОЛГОСРОЧНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Доходность при погашении (*yield to maturity*) долгосрочной облигации вычислить труднее. Трудность возникает из-за того, что такие облигации, как правило, продаются с дисконтом, т. е. по цене, меньшей номинала, а выкупаются при погашении по номинальной цене. При вычислении доходности необходимо поэтому учитывать как автоматическое увеличение капитала, так и купонные выплаты. Рассмотрим, напри-

мер, 3-летнюю облигацию номиналом 1000 долл. с купонной выплатой 50 долл. в год, текущая цена которой равна 875,65 долл. Какова фактическая доходность по такой 3-летней облигации?

Дисконтированная стоимость Для ответа на поставленный вопрос полезно использовать понятие **дисконтированной стоимости** (*discounted present value*), или текущей долларовой стоимости в будущем. Мы уже отмечали, что процентная ставка дает и средство пересчета величины будущей покупательной способности в покупательную способность данного момента; рыночная процентная ставка отражает соотношение между текущим и будущим потреблением. В главе 4 отмечалось, что если рассматривается только два периода и соответствующей доходностью является доходность от сбережения r_s, то существует прямо пропорциональная зависимость между будущей стоимостью (товара, услуги или актива) и текущей стоимостью.

Это соотношение было выражено уравнением (4-4) в главе 4, которое мы запишем еще раз:

$$Q_1 = [1/(1 + r_s)]Q_2,$$

где Q_2 — стоимость товара, услуги или актива во второй период;

Q_1 — приведенная к настоящему моменту будущая величина Q_2.

Поскольку текущая стоимость актива в будущем в двухпериодной модели зависит от процентной ставки, не должно удивлять, что выражение дисконтированной стоимости для нескольких временных периодов в конечном счете также отражает размер процентной ставки.

Текущая стоимость любого актива в будущем может быть задана уравнением:

$$P = R_1/(1 + r) + R_2/(1 + r)^2 + R_3/(1 + r)^3 + ... + R_n/(1 + r)^n, \qquad (7\text{-}1)$$

где P — дисконтированная стоимость, т. е. текущая стоимость или рыночная цена актива, приведенная к моменту в будущем (текущая рыночная цена актива отражает его текущую стоимость);

R_1 — доход, который должен быть получен через 1 год от настоящего момента;

R_2 — доход, который должен быть получен через 2 года от настоящего момента;

R_3 — доход, который должен быть получен через 3 года от настоящего момента;

R_n — доход, который должен быть получен через n лет от настоящего момента;

r — рыночная доходность.

Прежде всего надо отметить, что имеется прямая зависимость между величиной P и данным потоком будущих доходов R. Если прочие величины постоянны, то чем выше купонный доход, тем выше продажная цена облигации P. Далее, отметим, что имеется обратная зависимость между ценой облигации и рыночной процентной ставкой. При фиксированных величинах потоков доходов (R_1, R_2, ...,R_n) чем выше рыночная процентная ставка, тем ниже текущая цена облигации; чем ниже процентная ставка, тем выше текущая стоимость будущего потока доходов R.

Предположим, что облигация номиналом 1000 долл. дает доход 50 долл. в год и имеет срок погашения 3 года. Если рыночная процентная ставка равна 10%, какова

текущая продажная цена облигации? В соответствии с нашим уравнением (учитывая, что в конце третьего года владелец облигации получает купонный доход 50 долл. и ему выплачивается номинальная стоимость облигации, и игнорируя дополнительные сложности, связанные с обычной практикой выплаты купонного дохода один раз в полгода) имеем:

$$P = 50\text{ долл.}/(1{,}1) + 50\text{ долл.}/(1{,}1)^2 + 1050\text{ долл.}/(1{,}1)^3 =$$
$$= 45{,}45\text{ долл.} + 41{,}32\text{ долл.} + 788{,}88\text{ долл.} = 875{,}65\text{ долл.} \qquad (7\text{-}2)$$

Поскольку дисконтированная стоимость облигации равна 875,65 долл., конкурентный рынок оценит эту облигацию в точности по ее экономической стоимости.

Полезно рассмотреть, что означает величина 875,65 долл. в этом контексте. Если кто-то намерен в настоящий момент осуществить инвестиции в облигации, которые будут приносить ежегодный купонный доход 10%, он может получить 50 долл. в первый год, 50 долл. — во второй и 1050 долл. — в третий. Поэтому облигация, которая приносит доход 50 долл. в год в течение трех лет и по которой в конце третьего года выплачивается 1000 долл. номинала, имеет текущую стоимость 875,65 долл. при рыночной процентной ставке 10%.

Доходность при погашении и дисконтирование Мы теперь можем вернуться к первоначальному вопросу. Какова доходность при погашении 3-летней облигации номиналом 1000 долл. с ежегодным купонным доходом 50 долл. (т. е. 5%), если ее текущая цена равна 875,65 долл.? Воспользуемся для расчета доходности при погашении этой облигации уравнением (7-1). В него следует подставить $P = 875{,}65$ долл., $R_1 = R_2 = 50$ долл., $R_3 = 1050$ долл., а r является неизвестной искомой величиной. Итак,

$$875{,}65\text{ долл.} = 50\text{ долл.}/(1 + r) + 50\text{ долл.}/(1 + r)^2 + 1050\text{ долл.}/(1 + r)^3.$$

Решая уравнение, найдем

$$r = r_m = 0{,}10 = 10\%,$$

где r_m — доходность при погашении. Поскольку расчет r_m довольно сложен, лучше вычислять доходность при погашении с помощью специальных таблиц или программируемого калькулятора. В табл. 7-1, являющейся частью таблицы данных по реальным облигациям, приведены сведения о доходности при погашении облигаций с разными сроками погашения, номиналом 1000 долл. и с номинальной доходностью 6%.

Рынок долгосрочных облигаций Облигации — кредитные инструменты, которые торгуются на рынках облигаций. Здесь как обычно цену определяет соотношение спроса и предложения; цена облигации определяется точкой пересечения кривых предложения и спроса. Рассмотрим рис. 7-8, на котором показаны спрос и предложение 3-летних облигаций с номинальной доходностью 5%.

Спрос на облигации отражает намерения кредиторов (покупателями облигаций являются кредиторы), и они приобретут больше облигаций по низкой цене, чем по высокой. Это определяется тем, что облигации приносят фиксированный и определенный поток доходов R. Чем ниже цена облигации, тем выше доходность при погашении; чем выше доходность при погашении, тем больше людей готовы предоставить ссуду. Отметим, что кривая спроса на облигации аналогична кривой предложения кредита, приведенной на рис. 7-1 и 7-3.

Кривая предложения облигаций отражает намерения заемщиков; продавцами облигаций являются заемщики, которые предлагают больше облигаций при высокой цене, чем при низкой. Как уже отмечалось, поскольку поток доходов R по облигации посто-

янен, более высокие цены на облигации означают более низкую доходность при погашении. Продавцы облигаций хотят поставлять больше облигаций (т. е. занимать больше) при низкой доходности, чем при высокой.

Рис. 7-8

Спрос и предложение 3-летних облигаций с номинальной доходностью 5%. Этот рисунок показывает, что равновесная цена установится на уровне 875,65 долл., если рыночная процентная ставка равна 10%. При более высокой цене, скажем 922,69 долл., возникает избыточное предложение облигаций. Такая цена соответствует доходности при погашении 8%, поэтому такая ситуация соответствует ситуации с недостаточным предложением кредита (рис. 7-3). Избыточное предложение облигаций означает, что существует нехватка средств для заемщиков. При более низкой цене, скажем 831,87 долл., возникает недостаточное предложение облигаций. При такой цене на облигации доходность при погашении равна 12%, и существует избыточное предложение кредита (рис. 7-3). Недостаточное предложение облигаций приводит к тому, что кредиторы не находят нужного числа заемщиков при существующей цене на облигации.

ТАБЛИЦА 7-1

Часть облигационной таблицы для облигаций с 6%-й номинальной доходностью

Предположим, что облигация номиналом 1000 долл., с номинальной доходностью 6% и сроком погашения в $7^1/_2$ лет может быть приобретена приблизительно за 900 долл. Владелец получит 1000 долл. в конце периода. Для вычисления доходности при погашении, или суммарной фактической доходности, найдите число, ближайшее к 90,00 в колонке срока погашения в $7^1/_2$ лет. Это число 89,92, или 899,20 долл., которое является ближайшим числом к 900 долл. В крайней левой колонке найдите соответствующую доходность при погашении 7,8% для 6-процентной купонной облигации или номинальную доходность облигации номиналом 1000 долл.

Доходность при погашении, %	Годы до погашения				
(годовая доходность 6%)	6	$6^1/_2$	7	$7^1/_2$	8
7,00	95,17	94,85	94,54	94,24	93,95
7,20	94,24	93,86	93,49	93,14	92,80
7,40	93,31	92,88	92,46	92,05	91,66
7,60	92,40	91,91	91,44	90,98	90,54
7,80	91,50	90,96	90,43	89,92	89,44
8,00	90,61	90,01	89,44	88,88	88,35

Изучите рис. 7-8 и сравните его с рис. 7-3. Цена облигации 922,69 долл. соответствует доходности при погашении 8% (для 3-летней облигации с номинальной доходностью 5%). Такая ситуация создает избыточное предложение облигаций (рис. 7-8) и недостаточное предложение кредита (рис. 7-3). Избыточное предложение облигаций

приводит к тому, что продавцы облигаций (заемщики) не находят достаточного числа покупателей (кредиторов). Следовательно, существует нехватка кредита, и процентная ставка вырастет — цены на облигации упадут.

При цене 831,87 долл., которая соответствует доходности при погашении 12%, возникает недостаточное предложение облигаций (рис. 7-8) и избыточное предложение кредита (рис. 7-3). Недостаточное предложение облигаций приводит к тому, что покупатели облигаций (кредиторы) не могут найти нужного числа продавцов (заемщиков). Если кредиторы не могут найти достаточного числа заемщиков при существующей процентной ставке, возникает избыток кредита, и процентная ставка упадет — цена облигаций вырастет.

ДОХОД ПО БЕССРОЧНЫМ ОБЛИГАЦИЯМ (КОНСОЛЯМ)

Рассмотрим экономику, в которой существует только одна процентная ставка, изменяющаяся во времени в зависимости от соотношения спроса и предложения кредита (ссудного капитала). Предположим также, что существует всего одна облигация номиналом 1000 долл., каждая новая эмиссия которой осуществляется правительством ежегодно 1 января. Купонная доходность очередного выпуска устанавливается равной рыночной процентной ставке в день выпуска. Облигация имеет бесконечную продолжительность, т. е. она никогда не будет погашена с выплатой 1000 долл. Такая облигация действительно существует; она называется **консоль** (*consol*) и выпускается британским правительством.

Теперь предположим, что 1 января рыночная процентная ставка в рассматриваемой экономике составляет 10%. Консоль, которую вы можете получить, если отдадите правительству 1000 долл., имеет большое (бесконечно большое!) число купонов, один из которых вы можете погасить в конце года, получив доход в размере 100 долл. Иными словами, вы в конце года высылаете по почте свой купон и через некоторое время получите, и также по почте, 100 долл. Номинальная доходность облигации равна 10% годовых. Допустим, что к началу следующего года рыночная процентная ставка поднялась с 10 до 20%. И предположим, что вы решили продать консоль 1 января следующего года. Захочет ли кто-нибудь заплатить вам 1000 долл. за эту облигацию с ее купонным доходом 10%? Пожалуй, нет. Ведь каждый может купить облигацию нового выпуска с доходностью 20% годовых, поскольку, согласно нашему предположению, правительство осуществляет каждую новую эмиссию исходя из текущей рыночной процентной ставки. Какова максимальная цена, которую вы можете получить за облигацию? Вы должны дать покупателю нечто сравнимое с тем, что он получит, купив новую облигацию. Поэтому за купонный доход 100 долл. в год в экономике с процентной ставкой 20% вы получите лишь 500 долл. (100 долл. равно 20% от 500 долл.).

Этот простой пример иллюстрирует важнейший вывод, который используется, далее, во всей этой книге:

Рыночная цена существующих (старых) облигаций обратно пропорциональна рыночной процентной ставке в экономике.

Существует простая формула, описывающая консоль, т. е. облигацию с бесконечной «продолжительностью» (без срока погашения). Цена консоли с доходом в 1 долл. в год равна 1 долл., деленному на r, где r — рыночная (номинальная) процентная ставка (в десятичной форме записи). Это можно представить, как

$$\text{Цена консоли с доходом в 1 долл.} = 1 \text{ долл.}/r.$$

В общем, если R — ежегодный купонный доход, а r — процентная ставка, цена облигации равна R/r. В нашем примере, следовательно, $R = 1$ долл.

В приведенном выше примере сумма, выплачиваемая ежегодно, равнялась 100 долл. При рыночной процентной ставке 10% по указанной формуле рыночная цена облигации будет 100 долл., деленным на 0,10, или 1000 долл. При рыночной процентной ставке 20% по той же формуле цена облигации равна 100 долл., деленным на 0,20, т. е. 500 долл. Таким образом, даже в отсутствие риска при выплате процентов (или при выплате основной суммы для облигации определенной «продолжительности», т. е. со сроком погашения) нельзя быть уверенным в том, что рыночная цена существующей облигации будет оставаться такой, за которую она куплена. Когда процентные ставки в экономике растут, цены на существующие облигации будут падать, потому что облигация, по определению, есть актив, доходность которого является фиксированной ежегодной суммой. Наоборот, если процентные ставки падают, рыночные цены на существующие облигации растут. Иными словами, владельцы облигаций имеют капитальный убыток или прирост капитала из-за изменения рыночной цены таких активов.

На рис. 7-9 приведены графики спроса и предложения консолей; как и рис. 7-8, он аналогичен рис. 7-3. На рис. 7-9 показана цена бессрочной облигации, приносящей ежегодно 50 долл. ее владельцу. При цене 500 долл., что эквивалентно доходности 10%, существует равновесие. При более низкой цене существует недостаточное предложение консолей (соответствующее избыточному предложению кредита; рис. 7-3), из-за которого цены на консоли будут расти, а процентные ставки падать. При цене, более высокой, чем 500 долл., возникает избыточное предложение консолей и недостаточное предложение кредита, из-за чего цены на консоли падают и процентные ставки растут.

Рис. 7-9
Спрос и предложение консолей. На этом рисунке показаны кривые спроса и предложения консолей с доходом 50 долл. в год. Равновесие существует при цене 500 долл., что эквивалентно рыночной процентной ставке 10%. При цене консоли 625 долл., эквивалентной процентной ставке 8%, возникает избыточное предложение консолей и недостаточное предложение кредита. При цене консоли 416,67 долл. возникает недостаточное предложение консолей и избыточное предложение кредита. На конкурентном рынке колебания спроса и предложения взаимно погашаются, и цена консоли устанавливается на уровне 500 долл., что соответствует цене равновесия.

ИЗМЕНЕНИЯ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ И ЦЕНЫ ОБЛИГАЦИИ

Почему между ценой облигации и ее доходностью при фиксированной купонной выплате существует обратно пропорциональная зависимость, станет ясно, если вспомнить уравнение (7-1):

$$P = R_1/(1 + r) + R_2/(1 + r)^2 + R_3/(1 + r)^3 + \ldots + R_n/(1 + r)^n.$$

Для облигаций все R — константы. Если r растет, то P будет падать; если r падает, то P растет.

В этой главе мы рассчитывали доходности и цены облигаций. Рассмотрим табл. 7-2, в которой приведены различные рыночные процентные ставки и соответствующие цены облигаций с различными сроками погашения. И для 3-летних облигаций, и для консолей купонный доход равен 50 долл. в год. Отметим, что определенное изменение

процентной ставки приводит к гораздо меньшему изменению цены 3-летней облигации, чем цены консоли.

ТАБЛИЦА 7-2

Рыночная процентная ставка, %	Цена 3-летней облигации	Цена консоли
12	831,87 долл.	416,67 долл.
10	875,65 долл.	500,00 долл.
8	922,69 долл.	625,00 долл.

В следующем разделе, рассматривая доходности краткосрочных облигаций (векселей), мы снова убедимся в том, что чем меньше срок погашения облигации, тем меньше изменения ее цены при данном изменении рыночной процентной ставки.

Облигации могут приносить своим владельцам прирост капитала или капитальный убыток. Более того, облигации с более длительными сроками погашения приносят больший прирост капитала или капитальный убыток, чем краткосрочные при данном изменении процентных ставок. Из этого важного вывода следует, что долгосрочные облигации менее ликвидны, чем краткосрочные. Последний вывод чрезвычайно широко используется в последующих главах.

РАСЧЕТ ПУБЛИКУЕМЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО КАЗНАЧЕЙСКИМ ВЕКСЕЛЯМ

Публикуемые **процентные ставки по казначейским векселям** (*Treasury bill rates*) — это ставки дисконта, вычисленные на основании 360-дневного года (такая длительность года принята для упрощения расчетов). Рассмотрим следующий пример: казначейский вексель номиналом 10 000 долл. со сроком погашения через 91 день продается на аукционе за 9685 долл. Процентная ставка по векселю рассчитывается по следующей формуле:

$$r_B = [(F - P)/F] \times (360/n), \qquad (7\text{-}3)$$

где r_B — процентная ставка по векселю;

F — номинал;

P — цена;

n — число дней до погашения.

В нашем примере

$$r_B = [(10\ 000 \text{ долл.} - 9\ 685 \text{ долл.})/10\ 000 \text{ долл.}] \times (360/91). \qquad (7\text{-}4)$$

Поэтому Казначейство выставит такой вексель на аукционе по ставке 12,462%.

Расчет эквивалента купонного дохода по казначейским векселям Публикуемые процентные ставки по казначейским векселям основаны на 360-дневном годе и номинальной стоимости векселя. Эквиваленты купонного дохода основаны на 365-дневном годе и рыночной цене векселя. Для вычисления **эквивалента купонного дохода** (*coupon yield equivalent*), или аппроксимации фактического годового дохода, следует подставить в уравнение (7-3) длительность года (365 дней) и фактическую цену покупки казначейского векселя в начале периода. Формула для вычисления аппроксимированного купонного дохода такова:

$$r_Y = [(F - P)/P] \times (365/n). \qquad (7\text{-}5)$$

Здесь r_Y — аппроксимированный купонный доход; P — цена казначейского векселя; n — число дней до погашения. Член $(F - P)/P$ выражает процентную ставку за период, а член $365/n$ выражает число периодов в году. Умножая первый член на второй, получаем годовую процентную ставку; таким образом, можно сравнивать доходность краткосрочных и долгосрочных бумаг, откуда и появился термин «эквивалент». Рассчитанная таким образом доходность рассматривается как «аппроксимированная» годовая ставка, потому что ее вычисление предполагает, что за все периоды рыночные условия не изменятся, что, конечно, мало вероятно.

В рассмотренном выше примере 91-дневного казначейского векселя номиналом 10 000 долл. и с продажной ценой 9685 долл., используя упрощенную формулу имеем:

$$r_Y = [(100 - 96{,}85)/96{,}85] \times (365/91) = 0{,}13046. \qquad (7\text{-}6)$$

Купонный доход такого казначейского векселя равен 13,046%. Эта величина выше публикуемой процентной ставки, потому что в ней учтены: 1) фактическое число дней в году; 2) тот факт, что доход рассчитывается, исходя из фактически затраченной суммы (цены покупки), а не из номинальной цены казначейского векселя.

ВТОРИЧНЫЙ РЫНОК КАЗНАЧЕЙСКИХ ВЕКСЕЛЕЙ

Казначейские векселя активно торгуются на вторичном рынке, потому что некоторые покупатели (домашние хозяйства, фирмы, банки, ФРС) предпочитают продавать свои 91-дневные (или другие) векселя до срока погашения. Этот вторичный рынок делает казначейские векселя самым ликвидным финансовым активом, уступающим по ликвидности только деньгам. Существуют дилеры, специализирующиеся по государственным ценным бумагам, которые готовы покупать казначейские векселя или продавать их кредиторам в любой момент.

Эти дилеры собирают информацию о ценах продавца и покупателя (ставках дисконта) торгуемых векселей. Эти ставки дисконта — не то же самое, что рассмотренный выше аппроксимированный купонный доход, который представляет собой ставку ценной бумаги на первичном рынке. Они выступают средством определения цены, по которой казначейские векселя будут торговаться на вторичном рынке. Для примера рассмотрим казначейский вексель со сроком погашения 73 дня. Цена продавца этой ценной бумаги — 96,785. Это означает, что покупатель должен отдать дилеру 9678,50 долл. В свою очередь покупатель получит казначейский вексель номиналом 10 000 долл., который будет погашен через 73 дня. Формула для расчета аппроксимированного купонного дохода:

$$r_Y = [(F - P)/P] \times (365/n). \qquad (7\text{-}7)$$

где, как и раньше, P — цена продавца, а n — число дней до срока погашения. Отметим, что теперь, поскольку мы ведем расчет не для первичного рынка, то n — не обязательно 91 или 282 дня; это число дней, *оставшихся* до срока погашения рассматриваемого векселя.

Доходность при погашении этого казначейского векселя рассчитывается, как

$$r_Y = [(10\,000 \text{ долл.} - 9678{,}50 \text{ долл.})/9678{,}50] \times (365/73) = 0{,}16608. \qquad (7\text{-}8)$$

Поэтому аппроксимированный купонный доход составляет 16,608% годовых. Эта цифра представляет собой аппроксимированный годовой доход покупателя, который приобретает этот вексель, хранит его до срока погашения (73 дня) и получает от Казначейства США 10 000 долл. при погашении векселя. С другой стороны, продавец получает доход в размере 16,608% годовых, продав вексель.

Ликвидность и казначейские векселя Отметим, что аппроксимированный купонный доход по казначейским векселям на вторичном рынке не связан какой-то однозначной зависимостью ни с объявленным доходом после продажи векселей на аукционе, ни с аппроксимированным купонным доходом в день аукциона. Если соотношение спроса и предложения новых казначейских векселей, проданных на рынке, резко меняется, эквивалент купонного дохода на вторичном рынке может значительно отличаться от дохода в день выпуска. Однако, чем меньше срок казначейского векселя, тем меньше меняется фактическая цена этого векселя на вторичном рынке при данном изменении процентных ставок в экономике. В конце концов для проданного на аукционе 91-дневного векселя до срока погашения остается всего 90 дней. Даже если общий уровень процентных ставок в экономике резко повышается, скажем, через 10 дней после продажи казначейского векселя, его цена на вторичном рынке незначительно упадет, поэтому его владельцу надо просто подождать 81 день, чтобы обменять поступления от продажи казначейского векселя на более доходный актив.

Для прояснения этого вопроса рассмотрим крайний случай. Предположим, что через день после того, как на аукционе было продано большое число казначейских векселей с эквивалентом купонного дохода 10%, все процентные ставки в экономике удвоились. Напомним, что в такой ситуации рыночная цена торгуемых консолей упала бы вдвое по сравнению с их ценой в день выпуска. Что случится с рыночной ценой казначейского векселя, которому остается до погашения, скажем, 90 дней? Определим сначала их цену в день выпуска, а затем цену на следующий день. Если эти казначейские векселя имели фактический купонный доход 10% в день выпуска, их цена в этот день могла быть определена по формуле:

$$r_Y = [(F - P)/P] \times (365/n). \qquad (7\text{-}9)$$

Отсюда P можно выразить, как

$$P = F/[(r_Y \times n/365) + 1]. \qquad (7\text{-}10)$$

Поэтому

$$P = 10\ 000 \text{ долл.}/[0{,}10\ (91/365) + 1]. \qquad (7\text{-}11)$$

Итак, .

$$P = 9756{,}75 \text{ долл.}$$

Иными словами, при продаже 91-дневный казначейский вексель номиналом 10 000 долл. имеет рыночную цену 9756,75 долл.

Если за ночь все процентные ставки удваиваются, вчерашний выпуск казначейских векселей будет продаваться на вторичном рынке по цене, отражающей новую рыночную конъюнктуру. Эквивалент купонного дохода составит теперь 20%. Рассчитаем цену казначейских векселей, проданных вчера, до погашения которых осталось 90 дней. Подставляя новые величины в уравнение (7-10), получим:

$$P = 10\ 000 \text{ долл.}/[0{,}20\ (90/365) + 1]. \qquad (7\text{-}12)$$

Поэтому

$$P = 9530{,}03 \text{ долл.}$$

Рыночная цена казначейского векселя упадет с цены в момент выпуска 9756,75 долл. до 9530,03 долл. на следующий день. Уменьшение цены составило только 2,3%, хотя *процентные ставки удвоились.*

Теперь рассчитаем изменение рыночной цены 5-летней облигации в случае удвоения процентных ставок. Возвращаясь к уравнению (7-1), по которому рассчитывается цена долгосрочных облигаций, мы найдем, что в момент выпуска, при процентной ставке 10%, 5-летняя облигация с номинальной доходностью 5% и номиналом 10 000 долл. будет стоить:

$$P = 500 \text{ долл.}/1{,}1 + 500 \text{ долл.}/(1{,}1)^2 + 500 \text{ долл.}/(1{,}1)^3 + \\ + 500 \text{ долл.}/(1{,}1)^4 + 10\,500 \text{ долл.}/(1{,}1)^5. \qquad (7\text{-}13)$$

Отсюда

$$P = 454{,}55 + 413{,}22 + 375{,}66 + 341{,}51 + 6519{,}7 = 8104{,}61 \text{ (долл.)}.$$

Если процентные ставки удваиваются, т. е. становятся равными 20%, эта облигация будет продаваться по цене

$$P = 500/1{,}2 + 500/(1{,}2)^2 + 500/(1{,}2)^3 + 500/(1{,}2)^4 + 10\,500/(1{,}2)^5 = \\ = 416{,}67 + 347{,}22 + 289{,}35 + 241{,}12 + 4219{,}71 = 5514{,}07 \text{ (долл.)}.$$

Цена этой облигации упадет с 8104,61 до 5514,07 долл. Если вы купите вновь выпущенную 5-летнюю облигацию с 5-процентной номинальной доходностью, а на следующий день процентные ставки удвоятся, то облигация будет стоить на 2590,59 долл. меньше, чем за день до повышения ставок: уменьшение цены составит 31,96%.

Этот результат подтверждает сделанный ранее вывод. Чем меньше срок до погашения облигации или векселя, тем меньше изменяется их цена при определенном изменении рыночных процентных ставок. Казначейские векселя необычайно ликвидны потому, что имеют малую продолжительность и соответственно их рыночные цены относительно нечувствительны к изменениям процентных ставок. Кроме того, они свободно торгуются на вторичном рынке.

Расчет различных процентных ставок

Теперь вы знаете, что существует много различных видов облигаций и что их доходность часто значительно различается. В этом разделе мы покажем, что эти отличия объясняются тем, что облигации имеют:

1) различный уровень кредитного риска;
2) различную ликвидность;
3) различные условия налогообложения;
4) различные сроки погашения.

Для упрощения анализа экономисты рассматривают разные виды процентных ставок при таких допущениях:

1. Предполагают срок погашения одинаковым и рассматривают зависимость доходности по облигациям: а) от кредитного риска; б) от ликвидности; в) от налогообложения. Такой общий подход обычно называют **рисковой структурой процентных ставок** (*risk structure of interest rates*).
2. Предполагают одинаковыми кредитный риск, ликвидность и налогообложение и изучают дифференциацию доходности в зависимости от срока погашения. Это называется **временной структурой процентных ставок** (*term structure of interest rates*).

РИСКОВАЯ СТРУКТУРА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Облигации с одинаковым сроком погашения имеют разную доходность, если, как уже указывалось, они характеризуются разным уровнем риска, ликвидностью и налогообложением.

Различия в уровне кредитного риска Рассмотрим две облигации (*A* и *B*), у которых все одинаково; у них одна и та же ликвидность, срок погашения, уровень кредитного риска, они облагаются одинаковым налогом и т. д. В такой ситуации облигации будут иметь одну и ту же рыночную цену *P*; поскольку купонные выплаты по ним одинаковы, их доходность будет одинаковой. Предположим теперь, что корпорация *B*, выпустившая облигацию *B*, столкнулась с финансовыми или экономическими трудностями и рейтинговые агентства снизили рейтинг облигаций корпорации *B*. Поскольку теперь кредитный риск по облигации *B* выше, чем по облигации *A*, спрос на облигацию *B* упадет, что приведет к снижению цены на эту облигацию и к росту ее доходности. В то же время возрастает спрос на облигацию *A*, что приведет к росту ее цены и снижению доходности. Иными словами, возникнет спрэд (разница) в доходности облигаций *A* и *B*, представляющий собой премию за риск.

Отметим, что доходность облигации *B* будет выше доходности облигации *A*, потому что купонные выплаты по облигациям одинаковы, но цена облигации *A* выше цены облигации *B*. С другой точки зрения, это можно представить так: поскольку уровень риска по облигации *B* выше, инвесторы требуют большего процентного дохода по ней. Цены облигаций будут изменяться до тех пор, пока спрэд в доходности не станет соответствовать разнице в степени риска. Мы приходим к заключению, что разные облигации имеют различную доходность, в частности, потому что уровень риска по ним неодинаков.

Различия в ликвидности Вновь рассмотрим две облигации (*C* и *D*), одинаковые во всех отношениях. Предположим, что облигация *D* стала более ликвидной, например, потому что торговля ею организована более широко. Повторяя предыдущие рассуждения, мы приходим к заключению, что спрос на облигацию *D* растет, а на облигацию *C* — падает и что цена облигации *D* падает, а цена облигации *C* растет. (Напомним, что если купонный доход по облигациям одинаков, а цены различны, то их доходность различна.)

Можно сделать вывод, что, если разные облигации различаются ликвидностью, они будут приносить разную доходность. Конкретнее, облигации, ликвидность которых выше, при прочих равных условиях будут приносить меньшую доходность, чем облигации, ликвидность которых ниже. Иначе говоря, инвесторы требуют более низкую процентную ставку по более ликвидным облигациям при прочих равных условиях.

Проведенный анализ объясняет, почему государственные ценные бумаги США более ликвидны, чем корпорационные облигации (рынок облигаций частных корпораций значительно «тоньше», чем рынок государственных ценных бумаг), и имеют относительно низкую доходность. Конечно, государственные ценные бумаги США продаются по низкой процентной ставке еще и потому, что они имеют чрезвычайно низкий кредитный риск.

Различия в налогообложении В продаже имеются ценные бумаги, не облагаемые налогом. Величина не облагаемого налогом дохода по муниципальным облигациям прямо пропорциональна размеру предельной ставки налога. В 1991 г. в федеральном налогообложении личных доходов существовало три ставки налога: 15, 28 и 31%, хотя с учетом различных вычетов и налоговых льгот фактическая предельная ставка налога для отдельных категорий налогоплательщиков может доходить до 35%. Размер необлагаемой части дохода меньше для тех, кто платит налоги по ставке 15%, чем для тех, кто их выплачивает по ставке 31%.

На рынке индивиды, принадлежащие к налоговой категории, облагаемой по более высокой ставке, устанавливают такую цену на не облагаемые налогом муниципальные облигации, что их доходность падает ниже доходности эквивалентных, но облагаемых налогом облигаций. В предельном случае фактическая доходность не облагаемых налогоми облигаций зависит от предельной налоговой ставки, по которой облагается маржинальный покупатель таких облигаций. Таким образом, каждый покупатель облигаций, не облагаемых налогом, платит неявный налог, представляющий собой разность между доходностью муниципальной облигации и доходностью эквивалентной корпорационной облигации. Приобретение не облагаемых налогом облигаций позволяет инвестору избежать только явного налогообложения.

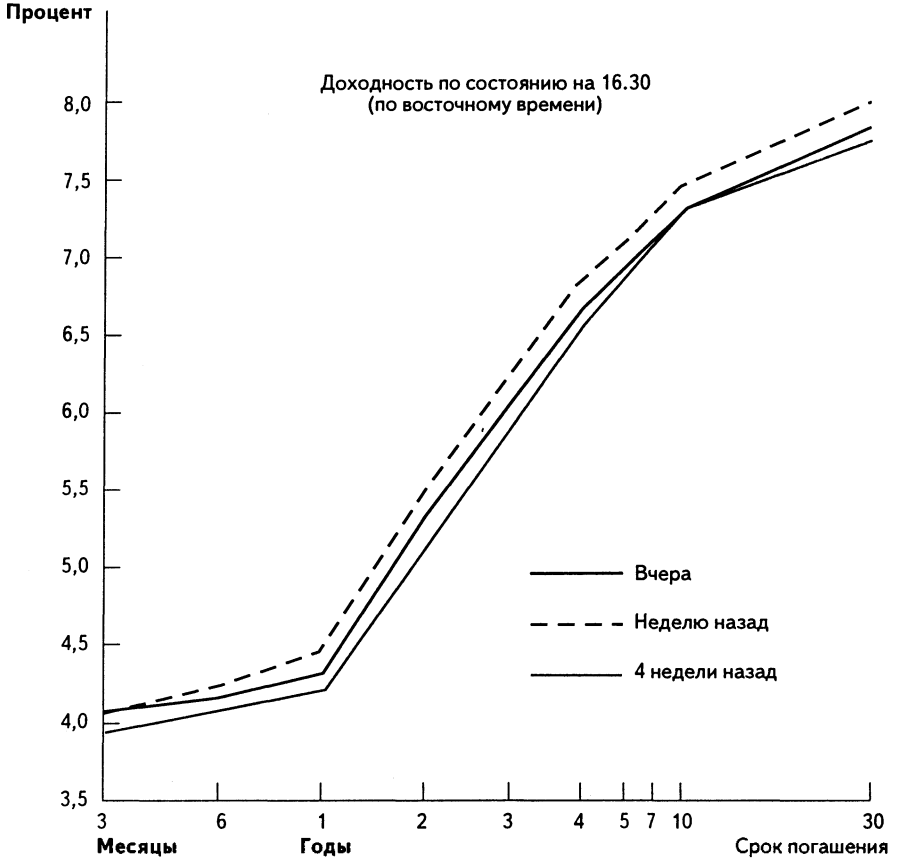


Рис. 7-10
Кривая доходности казначейских облигаций. Здесь показана типичная форма кривой доходности казначейских облигаций. Она показывает, что с ростом срока погашения при прочих равных условиях доходность казначейских облигаций растет. Однако кривые доходности казначейских облигаций не всегда имеют положительный наклон. Иногда они горизонтальны или даже имеют небольшой отрицательный наклон. (*Источник*: Federal Reserve and U.S. Department of Commerce.)

ВРЕМЕННАЯ СТРУКТУРА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Даже при одинаковом риске, ликвидности и условиях налогообложения облигации с разными сроками погашения часто характеризуются разной доходностью. Например,

часто казначейские ценные бумаги с разными сроками погашения (безрисковые, с одинаковой ликвидностью и условиями обложения налогом) обладают тем большей доходностью, чем больше срок погашения. На рис. 7-10, опубликованном в *Wall Street Journal* (March 12, 1992), показана типичная **кривая доходности** (*yield curve*) казначейских ценных бумаг; кривая доходности иллюстрирует зависимость, существующую в определенный момент, между облигациями, отличающимися только сроками погашения. Отметим, что кривая имеет положительный наклон, означающий, что с ростом срока погашения растет и доходность. (Таков обычный, но не обязательный характер кривой доходности государственных облигаций США.)

Существуют две основные гипотезы, объясняющие временную структуру процентных ставок: гипотеза сегментированных рынков и гипотеза чистых ожиданий. Рассмотрим каждую из них.

Гипотеза сегментированных рынков Гипотеза сегментированных рынков исходит из предположения, что рынки облигаций с разными сроками погашения полностью отделены друг от друга и сегментированы. Соответственно, покупатели и продавцы облигаций специализируются на определенных сроках погашения. Для таких покупателей и продавцов облигации взаимозаменяемы. Коммерческие банки предпочитают иметь краткосрочные долговые обязательства и поэтому стараются приобретать краткосрочные активы. Компании страхования жизни имеют хорошо предсказуемые долгосрочные долговые обязательства (страховые выплаты) и поэтому предпочитают покупать долгосрочные облигации. Поскольку облигации, различающиеся сроками погашения, торгуются на сегментированном рынке, кривая доходности может иметь любую форму.

Таким образом, гипотеза сегментированных рынков может объяснить, почему в разные моменты времени кривые доходности различных облигаций имеют положительный, нулевой или отрицательный наклон. Разная конфигурация кривых объясняется разным соотношением спроса и предложения на каждом (изолированном) рынке, складывающемся в данный момент.

Гипотеза сегментированных рынков сталкивается с тремя проблемами. Во-первых, эта гипотеза не может объяснить тот известный из практики факт, что процентные ставки по облигациям с разными сроками погашения имеют тенденцию подниматься и снижаться одновременно. Во-вторых, обычно кривая доходности, по крайней мере для казначейских векселей, имеет положительный наклон. Представляется неправдоподобным, что превышение предложения над спросом на долгосрочные облигации, как правило, больше, чем превышение предложения над спросом на краткосрочные облигации. Наконец, как будет показано в следующем разделе, существует некоторое число инвесторов, которым безразлично, на каком рынке (по сроку погашения) покупать и/или продавать облигации. Эти маржинальные инвесторы могут получать прибыль, торгуя на рынках облигаций с разными сроками погашения, и в конечном итоге рыночная цена облигации (а потому и рыночная процентная ставка) будет отражать поведение не средних, а маржинальных инвесторов, которые не привязаны к определенному рынку. Короче говоря, процентные ставки по облигациям с разными сроками погашения будут определяться людьми, для которых эти облигации вполне взаимозаменяемы. Это подводит нас к другой гипотезе временной структуры процентных ставок.

Гипотеза чистых ожиданий[1] Гипотеза чистых ожиданий предполагает, что на рынке облигаций имеется достаточно большое количество покупателей и продавцов, для

[1] В основу данного параграфа положен материал статьи Т. Роу, Т. Лоулера и Т. Кука (*Rowe Timothy D., Lawler Thomas A., Cook Timothy Q.*, Treasury Bill versus Private Money Market Yield Curves. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 72 (4), July/August 1986, pp. 3—12).

которых облигации с разными сроками погашения полностью взаимозаменяемы. Идея, которую надо понять, заключается в следующем. Процентная ставка долгосрочной облигации равна средней из краткосрочных процентных ставок, которые люди ожидают получить в период хранения этой долгосрочной облигации. Рассмотрим простой пример.

Предположим, что существует рынок 1-летних дисконтных облигаций, на котором текущая доходность равна 9%, и другой рынок — 2-летних дисконтных облигаций с текущей годовой доходностью 10%. Будем считать, что все другие характеристики облигаций идентичны. Мы имеем, конечно, кривую доходности с положительным наклоном. Как можно интерпретировать эту кривую доходности? Если маржинальные инвесторы индифферентны к выбору между этими облигациями, значит, любая из них приносит одинаковую прибыль. Иными словами, они начнут покупать и продавать, в результате чего цены облигаций (и процентные ставки) будут меняться так, чтобы доходность облигаций сравнялась. По-другому это можно выразить так, что покупка 1-летней облигации и использование поступлений от нее через год для покупки другой 1-летней облигации (стратегия *1*) должны дать такую же доходность, как покупка 2-летней облигации в настоящий момент (стратегия *2*).

Допустим, что какой-либо инвестор принимает стратегию *2* и покупает 2-летнюю купонную облигацию; по ней выплачивается 10% годовых. Если же он принимает стратегию *1*, он получит в первый год 9%; сколько он должен получить по 1-летней облигации во второй год, чтобы средняя доходность по стратегии *2* составила 10%? Ответ — 11%, потому что среднее между 9 и 11 равно 10. В этом примере положительный наклон кривой свидетельствует о том, что маржинальный инвестор ожидает, что процентная ставка по 1-летней облигации в будущем будет возрастать (с 9 до 11%). Уравнение, аппроксимирующее эту будущую процентную ставку, имеет вид:

$$F_r = 2r_2 - r_1, \tag{7-14}$$

где F_r — ожидаемая будущая краткосрочная процентная ставка, или форвардная ставка;

r_2 — годовой доход по 2-летней купонной облигации;

r_1 — годовой доход по 1-летней купонной облигации.

Допустим теперь, что ожидания вдруг изменились, так что маржинальные инвесторы в нашем примере предполагают, что будущие краткосрочные процентные ставки останутся неизменными, т. е. равными 9%. Теперь маржинальные инвесторы считают, что они могут получить прибыль, используя положительный наклон кривой доходности, существующий в настоящее время, — и в результате угол наклона кривой уменьшается. Например, пусть некий сообразительный инвестор ожидает, что будущая ставка по 1-летней облигации через год будет по-прежнему равна 9% (т. е. ожидаемая доходность 1-летней облигации (r_1^e) через год равна r_1, что меньше, чем ожидаемая процентная ставка: $r_1 = r_1^e < F_r$). Такой инвестор может: 1) занять под 9% на этот год, одновременно продав 1-летнюю облигацию с 9-процентной доходностью; 2) ссудить под 10% на 2 года, одновременно купив 2-летнюю облигацию; 3) занять под 9% через год, одновременно купив 1-летнюю облигацию — если он окажется прав!

Таким образом, занимая в короткой позиции под 9% и ссужая в длинной позиции под 10%, инвестор получит спрэд в 1% (минус трансакционные издержки).

Если многие инвесторы ожидают, что будущие краткосрочные процентные ставки не будут изменяться, то увеличится спрос на долгосрочные облигации, что приведет к росту цен на них и снижению процентных ставок. Этот процесс будет продолжаться, пока будет выполняться соотношение $r_1 = r_1^e < F_r$; наконец, будущие процентные ставки по краткосрочным облигациям сравняются с ожидаемыми и краткосрочные и долгосрочные облигации станут эквивалентными. Таким образом, если маржинальные инвесторы ожидают, что будущие краткосрочные процентные ставки будут равны текущим (т. е. изменений не ожидается), то их старания максимизировать прибыль приведет к появлению «плоской» кривой доходности. Как уже отмечалось, если они ожидают, что краткосрочные процентные ставки будут расти, то кривая доходности будет иметь положительный наклон. Вы сами можете провести аналогичный анализ и убедиться в том, что если предполагается снижение краткосрочных процентных ставок в будущем, то кривая доходности будет иметь отрицательный наклон. (Согласуется ли ваш ответ с тем, что кривая доходности с отрицательным наклоном обычно наблюдается во время общего падения спроса?)

Гипотеза чистых ожиданий может также объяснить, почему процентные ставки по облигациям с разными сроками погашения изменяются со временем в одном и том же направлении. Если события развиваются так, что краткосрочные процентные ставки растут, то люди ожидают, что и в будущем они будут расти; а если они ожидают, что будущие краткосрочные процентные ставки будут расти, то и ставки по долгосрочным облигациям будут расти, отражая динамику краткосрочных ставок.

Премия за срок Эмпирическое изучение кривой доходности обычно ограничивается казначейскими векселями и, как правило, показывает, что кривая доходности казначейских векселей имеет положительный наклон. Это несколько странно, так как говорит о том, что маржинальные инвесторы обычно ожидают роста краткосрочных процентных ставок; фактически, однако, они могут падать и возрастать с одинаковой вероятностью. Иначе это можно выразить так, что инвесторы могут получить более высокую доходность, вкладывая капитал в казначейские векселя с большими сроками погашения, чем покупая краткосрочные долговые обязательства и осуществляя постоянные реинвестиции. Это явно противоречит гипотезе чистых ожиданий.

В свете приведенных эмпирических фактов, опровергающих гипотезу чистых ожиданий, обычно модифицируют эту гипотезу, вводя в рассмотрение **премию за срок** (*term premium*), которая представляет собой разницу в доходе, которую запрашивают инвесторы за покупку бумаги с определенным сроком погашения и которую эмитенты соглашаются выплачивать, чтобы выпустить бумагу именно с таким сроком погашения. Если с увеличением срока погашения ценной бумаги растет и премия за срок, то ее наличие объясняет положительный наклон кривой доходности, что отвечает существенным моментам гипотезы чистых ожиданий. Одна из трудностей заключается, однако, в том, что эмпирические наблюдения не подтверждают предположения о том, что премия за срок для данного срока погашения постоянна — она, по-видимому, зависит от времени так же, как и от срока погашения. В общем, премия за срок ниже в периоды экономического подъема и выше в периоды экономического спада. Новейшие теории учитывают, что эта характеристика премии за срок объяснима, если поведение инвесторов и эмитентов ценных бумаг зависит от уровня процентных ставок и их колебаний, вызываемых изменениями экономического цикла.

В чем заключается важность временной структуры процентных ставок Понимание временной структуры процентных ставок важно не только с научной, но и с практической точки зрения. Управляющие финансами корпораций должны постоянно при-

нимать решения относительно управления наличностью и финансирования расширения производства. В обоих случаях важно знать, какие ценные бумаги предпочтительнее покупать или продавать — краткосрочные или долгосрочные. Казначейство США также должно принимать решения по управлению внушительным государственным долгом США. Когда часть облигаций погашается, должно ли Казначейство заменять их новыми выпусками краткосрочных или долгосрочных облигаций? В принципе, понимая особенности временной структуры процентных ставок, финансовые политики могут принимать более разумные решения по этим вопросам.

Может ли кривая доходности быть полезной при принятии финансовых решений? Ответ зависит от ответа на другой вопрос: помогает ли знание наклона кривой доходности предвидеть будущие изменения процентных ставок? В соответствии с гипотезой чистых ожиданий ответ на последний вопрос должен быть положительным, откуда следует, что анализ кривой доходности помогает частным лицам, фирмам и финансовым политикам в принятии решений.

Интересным результатом недавних исследований этого вопроса явился, однако, тот факт, что некоторые участки кривой доходности были полезны для предсказания будущих процентных ставок, а другие участки — нет. Это несовместимо с базовой гипотезой чистых ожиданий с учетом или без учета премии за срок.

И последнее замечание в заключение этого раздела. Временная структура процентных ставок объясняет форму кривой доходности только в данный момент. И не должно быть иллюзий, что временная структура процентных ставок может объяснить, почему общий уровень процентных ставок повышается и снижается с течением времени. Как мы увидим в дальнейшем, Федеральной резервной системе есть что сказать об этом; возможно, что причина неспособности объяснить особенности поведения кривой доходности с позиций гипотезы временной структуры процентных ставок кроется в той роли, которую играет ФРС, влияя на фактическую и ожидаемую доходность ценных бумаг. Мы подробнее расскажем о роли ФРС в установлении процентных ставок в последующих главах.

Краткое содержание

1. Согласно простейшей модели, рыночная процентная ставка определяется точкой пересечения кривых спроса и предложения кредита (ссудного капитала). Спрос на ссудный капитал состоит из спроса на потребительские (потребление) и промышленные ссуды (инвестирование); каждый из них изменяется обратно пропорционально изменению (росту или падению) процентных ставок. Предложение ссудного капитала состоит главным образом из сбережений домашних хозяйств. Оно изменяется прямо пропорционально изменению процентных ставок.
2. Процентная ставка — это цена кредита. Поэтому она выполняет распределительную роль, как все цены. Она распределяет имеющийся в недостаточном количестве ссудный капитал среди тех, кто предлагает самую высокую цену. Таким образом, она распределяет реальный капитал среди наиболее прибыльных фирм, а товары длительного пользования — среди домашних хозяйств, наиболее ориентированных на настоящее.
3. Номинальная процентная ставка — это рыночная ставка процента. Это обменный курс текущей долларовой стоимости на долларовую стоимость в будущем. Реальная процентная ставка учитывает ожидаемые изменения уровня цен в будущем; это обменный курс товаров и услуг в настоящем на товары и услуги в будущем.
4. По облигации можно рассчитать различные виды дохода. Номинальная доходность равна купонному доходу, деленному на номинальную стоимость облигации. Текущая доходность

равна купонному доходу, деленному на рыночную стоимость облигации. Доходность при погашении облигации представляет собой фактический годовой доход, который принесет облигация, если ее хранить до срока погашения; он включает цену облигации, купонный доход и любой прирост капитала или капитальный убыток, связанные с хранением облигации до срока погашения.

5. Природа облигации такова, что она приносит владельцу фиксированный номинальный купонный доход в определенные сроки в будущем. Однако ее продажная цена может отличаться от номинала. Когда рыночные процентные ставки изменяются, меняются и цены облигаций. Конкретнее, с ростом процентных ставок цены на облигацию падают; со снижением процентных ставок цены на облигации растут. Таким образом, рост общего уровня процентных ставок приносит капитальный убыток владельцам облигаций; снижение процентных ставок приносит владельцам облигаций прирост капитала. Чем больше срок погашения облигации, тем выше возможный прирост капитала или капитальный убыток при прочих равных условиях.

6. Процентные ставки по разным ценным бумагам существенно отличаются друг от друга. Причинами этих различий являются, в том числе, различия по уровню кредитного риска, ликвидности, условиям налогообложения и сроку погашения.

7. Рисковая структура процентных ставок рассматривается для облигаций с одним и тем же сроком погашения. Такие облигации обладают меньшей доходностью, если уровень риска по ним меньше, если они более ликвидны или если к ним применяется льготное налогообложение.

8. Временная структура процентных ставок рассматривается для облигаций, аналогичных по всем характеристикам, кроме срока погашения. Кривые доходности таких облигаций могут иметь положительный, отрицательный или нулевой наклон.

9. Гипотеза сегментированных рынков объясняет форму кривых доходности с помощью предположения о том, что рынки облигаций с разными сроками погашения полностью изолированы друг от друга; различные инвесторы занимаются только предоставлением краткосрочных, среднесрочных или долгосрочных ссуд или получением кредитов. Эта гипотеза не в состоянии объяснить, почему процентные ставки по облигациям с разными сроками погашения растут и снижаются одновременно. Она также не объясняет, почему инвесторы, для которых краткосрочные и долгосрочные облигации вполне взаимозаменяемы, должны отказываться от получения прибыли путем одновременной торговли на обоих рынках.

10. Гипотеза чистых ожиданий объясняет разную форму кривой доходности на основании ожиданий маржинальных, а не средних инвесторов, для которых облигации с разными сроками погашения полностью взаимозаменяемы.

11. Ни одна из гипотез временной структуры процентных ставок не в состоянии объяснить все аспекты поведения кривой доходности. Спасению существующих гипотез способствует включение в анализ такого фактора, как премия за срок для ценных бумаг с разными сроками погашения. Тем не менее большая часть эмпирических исследований показывает, что премия за срок не является постоянной, а меняется во времени, возможно под воздействием денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы.

Словарь терминов

Временная структура процентных ставок (*term structure of interest rates*) — система взаимосвязей между процентными ставками по краткосрочным и долгосрочным кредитным инструментам с одинаковым уровнем риска.

Дисконтированная стоимость (*discounted present value*) — текущая стоимость актива, приведенная к моменту в будущем.

Доходность при погашении (*yield to maturity*) — доход, который принесла бы облигация, если ее хранить до срока погашения. Отражает цену облигаций, купонный доход и прирост капитала или капитальный убыток, связанные с хранением облигации до срока погашения.

Компенсационный остаток (*compensating balance*) — средства, которые заемщик обязуется держать на текущем счете (без начисления процентов) как условие получения ссуды; способ получения более высокой ставки процента, чем официально объявленная.

Консоль (*consol*) — бессрочная облигация, выпускаемая (обычно) британским правительством, по которой выплачивается купонный доход и которая не подлежит погашению.

Кривая доходности (*yield curve*) — кривая, описывающая зависимость между номинальными доходностями по различным облигациям с одинаковыми характеристиками, но разными сроками погашения.

Номинальная доходность (*nominal yield*) — ежегодный купонный доход, деленный на номинальную стоимость облигации.

Номинальная процентная ставка (*nominal interest rate*) — обменный курс долларовой стоимости на долларовую стоимость в будущем.

Прайм-рейт (*prime rate*) — процентная ставка, устанавливаемая банками по краткосрочным ссудам, которые предоставляются наиболее кредитоспособным корпорациям.

Премия за риск (*risk premium*) — разница в доходах по различным ценным бумагам с одинаковыми сроками погашения, возникающая из-за убежденности кредиторов, что эти бумаги имеют разный уровень кредитного риска.

Премия за срок (*term premium*) — разница в доходах, которую запрашивают инвесторы и эмитенты ценных бумаг в зависимости от срока погашения.

Процентная ставка по казначейским векселям (*Treasury bill rate*) — выраженная в процентах дисконтированная номинальная стоимость, рассчитанная за год (360 дней).

Процентная ставка по федеральным фондам (*federal funds rate*) — процентная ставка, по которой торгуются федеральные фонды, т. е. межбанковские ссуды на базе резервов в федеральных резервных банках.

Реальная процентная ставка (*real interest rate*) — обменный курс реальных благ (товаров и услуг) в настоящем на реальные блага в будущем; процентная ставка, пересчитанная с учетом изменений уровня цен.

Рисковая структура процентных ставок (*risk structure of interest rates*) — система взаимосвязей между процентными ставками по облигациям, имеющим одинаковые сроки погашения, но разный уровень риска, ликвидность и условия налогообложения.

Текущая доходность (*current yield*) — ежегодная купонная выплата, деленная на текущую рыночную цену облигации.

Эквивалент купонного дохода (*coupon yield equivalent*) — доход по казначейскому векселю, пересчитанный на год (365 дней) на основе рыночной цены облигации, а не ее номинальной стоимости.

Вопросы для самопроверки

1. Объясните своими словами, что такое дисконтирование.
2. Объясните своими словами, почему кривая предложения кредита имеет положительный наклон, а кривая спроса на кредит — отрицательный. Объясните также, почему рыночная процентная ставка определяется точкой, в которой эти кривые пересекаются.

3. Сравните и противопоставьте друг другу различные гипотезы временной структуры процентных ставок.
4. Предположим, что кривая доходности имеет отрицательный наклон. Что при этом можно сказать об ожиданиях в отношении краткосрочных процентных ставок согласно различным гипотезам их временной структуры?
5. В чем состоит основное различие между рисковой и временной структурами процентных ставок?
6. Почему доходность при погашении одной и той же облигации изменяется в зависимости от того, какой срок остается до ее погашения? Объясните своими словами, не используя формулы.

Задачи

7-1. Какова цена консоли, приносящей доход 100 долл. в год при процентной ставке: а) 5%; б) 10%; в) 20%?

7-2. Обратитесь к данным табл. 7-1 и рассчитайте доходность при погашении облигации номиналом 1000 долл., со сроком погашения 6 лет, номинальной доходностью 6% и текущей ценой 906,10 долл.

7-3. Четырехлетняя облигация имеет номинал 1000 долл. и номинальную доходность 7%. Если текущая рыночная процентная ставка равна 10%, то какова рыночная цена этой облигации?

7-4. Рассчитайте публикуемую ставку по казначейскому векселю номиналом 10 000 долл. и со сроком погашения 91 день, проданного на аукционе за 9700 долл.

7-5. Рассчитайте аппроксимированный купонный доход по казначейскому векселю с характеристиками, приведенными в задаче 7-4.

7-6. Рассчитайте аппроксимированный купонный доход по 91-дневному казначейскому векселю, приобретенному на вторичном рынке за 9700 долл. за 79 дней до срока погашения.

7-7. Предположим, что 91-дневный казначейский вексель номиналом 10 000 долл. имеет в день выпуска фактический купонный доход 10%.

а) Какова его продажная цена?

б) Какова его продажная цена 10 днями позже, если процентная ставка возросла до 25%?

7-8. Предположим, что спрос и предложение капитала (без учета инфляционных ожиданий) заданы функциями $r = 15 - q$ и $r = 5 + q$, где r — процентная ставка, q — объем капитала.

а) Определите равновесные значения q и r.

б) Что произойдет, если законы против ростовщичества ограничат размер процентной ставки 8%?

в) Какова будет величина избыточного предложения капитала?

7-9. Каково рациональное объяснение сделанного ранее утверждения, что следует ожидать роста объема кредитования в результате отмены законов против ростовщичества (и соответствующего роста процентных ставок)?

7-10. Предположим, что и реальная и номинальная процентные ставки по однолетним контрактам равны 4% (без учета инфляционных ожиданий).

а) Определите новую ожидаемую номинальную процентную ставку, если предполагается, что в течение следующего года цены вырастут на 6%.

б) Определите новую ожидаемую номинальную процентную ставку, если предполагается, что цены понизятся на 6%.

7-11. Предположим, что бессрочная облигация дает ежегодный доход 500 долл.

а) Определите ожидаемую рыночную цену такой облигации, если доходность других активов с тем же уровнем риска составляет 8%.

б) Если доходность других активов вырастет до 10%, то повысится или снизится рыночная цена этой облигации и до какого уровня?

Рекомендуемая литература

Clayton Gary E., Spivey Christopher B., The Time of Money. — Philadelphia: W. B. Saunders, 1978.

Cook Timothy, Hahn Thomas, Interest Rate Expectations and the Slope of the Money Market Yield Curve. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 76 (5), September/October 1990, pp. 3—26.

Cuthbertson Keith, The Supply and the Demand for Money. — Oxford and New York: Basil Blackwell, 1985.

Fischer Irving, The Theory of Interest. — New York: Augustus M. Kelley, 1965.

Forbes Shawn M., Mayne Lucille S., A Friction Model of the Prime. — Journal of Banking and Finance, 13 (1), March 1989, pp. 127—135.

Goldberg Michael A., The Pricing of the Prime Rate. — Journal of Banking and Finance, 6 (2), June 1982, pp. 277—296.

Goldberg Michael A., The Sensitivity of the Prime Rate to Money Market Conditions. — Journal of Financial Research, 7 (4), Winter 1984, pp. 269—280.

Gurley John G., Financial Institutions in the Saving-Investment Process. — Proceedings of the 1959 Conference on Saving and Residential Financing, 1959.

Humphrey Thomas M., The Early History of the Real-Nominal Interest Rate Relationship. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 69 (3), May/June 1983, pp. 2—10.

Humphrey Thomas M., Can the Central Bank Peg Real Interest Rates? A Survey of Classical and Neoclassical Opinion. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 69 (5), September/October 1983, pp. 12—21.

Malkiel Burton G., The Term Structure of Interest Rates: Theory, Empirical Evidence and Application, in: *Havrilesky Thomas M., Boorman J. T.* (eds.), Current Issues in Monetary Theory and Policy, 2 ed. — Arlington Heights (Ill.): AHM Publishing Corp., 1980, pp. 395—418.

Malkiel Burton G., A Random Walk down Wall Street, 4 ed. — New York: W. W. Norton, 1985.

Munn Glenn G., Garcia F. L., Woelfel Charles J., Encyclopedia of Banking and Finance, 9 ed. — Rolling Meadows (Ill.): Bankers Publishing Company, 1991.

Rowe Timothy D., Lawler Thomas A., Cook Timothy Q., Treasury Bill versus Private Money Market Yield Curves. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 72 (4), July/August 1986, pp. 3—12.

Simmons Richard D., Would Banks Buy Daytime Fed Funds? — Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, 11 (3), May/June 1987, pp. 36—43.

Spindt Paul A., Hoffmeister J. Ronald, The Micromechanics of the Federal Funds Market: Implications for Day-of-the-Week Effects in Funds Rate Volatility. — Journal of Financial and Quantitative Analysis, 23 (4), December 1988, pp. 401—416.

Stigum Marcia, The Money Market, 2 ed. — Homewood (Ill.): Dow Jones-Irwin, 1983.

VanHoose David D., Bank Behavior, Interest Rate Determination, and Monetary Policy in a Financial System with an Intraday Federal Funds Market. — Journal of Banking and Finance, 15 (2), April 1991, pp. 343—365.

Часть III

Депозитные учреждения и внешняя среда

Глава 8 Поведение депозитных учреждений в экономике

Основные проблемы

1. Какие факторы влияют на баланс банка в упрощенной модели банка, в которую включены только ссуды и депозиты? Как образуются доходы и издержки банка?
2. Как построить график предложения ссуд отдельного банка? Как построить график рыночного предложения кредита и провести анализ равновесия на рынке ссудных капиталов?
3. Как построить график спроса на депозиты отдельного банка? Как построить график рыночного спроса на депозиты и провести анализ равновесия на рынке депозитов?
4. Почему рынки ссудных капиталов и депозитов взаимозависимы? Почему для нас важна эта взаимозависимость?
5. Как следует рассматривать поведение банка на монопольном рынке?

Чтобы понять проблемы, связанные с банковской сферой и ее регулированием, необходимо рассмотреть теорию, как банки принимают решения и как они взаимодействуют друг с другом на рынках финансовых инструментов, которыми они обладают в качестве активов и которые выпускают в качестве обязательств. Данная глава посвящена этому вопросу.

Банки и другие депозитные учреждения являются деловыми предприятиями. Экономисты считают, что банки, как и любые другие деловые предприятия, стремятся к максимизации прибыли. Цель данной главы заключается в объяснении экономической теории поведения депозитных учреждений на рынках ссудных капиталов и депозитов. Для этого используются такие понятия, взятые из основ микроэкономики, как теория фирмы, совершенная конкуренция и монополия.

В последующих главах вы сможете убедиться, что разобранные в данной главе теории пригодятся во множестве ситуаций. Поэтому советуем детально разобраться в материале этой главы. Указанный материал иллюстрирует применение рыночных теорий, изученных вами ранее, к проблемам банковских рынков. Залогом понимания этих теорий служит ознакомление с практикой их использования. Поэтому мы придаем особое внимание необходимости проработки (по мере изучения материала главы) вопросов для самопроверки и задач, помещенных в конце данной главы.

Модель депозитного учреждения

Как отмечалось в главе 6, депозитные учреждения обычно располагают многими видами активов и пассивов. Поскольку цель данной главы заключается в понимании основ принятия банками экономически целесообразных решений, мы упростим задачу и рассмотрим элементарный тип депозитного учреждения. Мы также несколько упростим терминологию, назвав это учреждение банком. Однако отметим, что данная экономическая модель может быть также применена к любому депозитному учреждению.

БАЛАНС БАНКА

Наш банк специализируется на операциях двух видов. Во-первых, он принимает чековые депозиты или открывает текущие счета для своих клиентов. Банк выплачивает проценты по всем вкладам. Следовательно, все депозиты этого банка являются идентичными текущим счетам с выплатой процентов и возможностью выписки инструментов типа чеков (счетам NOW). Банк не принимает беспроцентных депозитов до востребования. Более того, вклады по текущим счетам являются единственным источником формирования капитала банка, который (для упрощения нашей модели) не эмитирует собственных ценных бумаг. Это, наверное, самое нереалистичное предположение, однако оно в значительной степени упростит нашу модель, а следовательно, сделает ее более доступной для понимания. Другое предположение заключается в том, что на банковские депозиты не распространяются резервные требования; таким образом, банк может ссудить весь объем имеющихся депозитов.

Банк использует депонированные денежные средства для второго вида своих операций, заключающихся в предоставлении ссуд определенного типа, например коммерческих ссуд. Все выдаваемые банком ссуды относятся к этому типу, а клиенты, которым предоставляются эти ссуды, имеют примерно одинаковые характеристики. Например, изначально никто из клиентов не является для банка рискованным партнером. Более того, срок погашения всех ссуд одинаков; мы будем иметь в виду довольно длительный срок. В качестве платы за предоставление таких ссуд банк взимает с заемщиков проценты.

При этих предположениях мы получаем для анализа элементарный тип банка. У него имеется один вид пассивов — чековые депозиты (текущие счета) и один вид активов — коммерческие ссуды.

В общих чертах мы рассмотрим взаимодействие этого банка с другими банками на рынках ссудных капиталов и депозитов. Поэтому полезно будет сделать несколько замечаний относительно нашего банка. У банка может быть длинное забавное название «Национальный городской федеральный банк и трастовая компания», но оно было бы утомительным для модели банка. Поэтому мы назовем наш банк «банком j».

Предположим, что в какой-то момент времени долларовая сумма вкладов (текущих счетов) банка j равна D_j. Эта сумма может, например, равняться 100 млн. долл. Точно так же обозначим объем ссуд банка j долларовой суммой L_j. Так как наш банк только принимает вклады и выдает ссуды, весь объем ссуд банка j должен равняться общей сумме депонированных денежных средств, полученных от вкладчиков. Иными словами, если сумма банковских депозитов (текущих счетов) равна 100 млн. долл., то эту же сумму банк может предоставить в виде ссуд. Это означает, что если банк привлекает депозиты на сумму D_j и выдает ссуды на сумму L_j, то эти две суммы должны быть равны:

$$L_j = D_j. \tag{8-1}$$

Уравнение (8-1) называется **уравнением баланса** (*balance sheet constraint*); оно означает, что наш банк не может выдать ссуды на сумму, превышающую размер его депозитов. Действительно, активы и пассивы банка j должны быть равными, поэтому объем ссуд должен равняться объему депозитов.

ВАЛОВОЙ ДОХОД, ИЗДЕРЖКИ И ПРИБЫЛЬ БАНКА

Владельцы банка занимаются банковским делом с целью получить прибыль в виде **экономической прибыли** (*economic profits*). Экономической прибылью любой коммерческой фирмы будет, естественно, разность между валовым доходом и экономическими издержками. [Напомним, что *бухгалтерской прибылью* (*accounting profits*)

является разность между валовым доходом и *денежными затратами* (*explicit costs*) фирмы, тогда как экономической прибылью является разность между валовым доходом и *экономическими издержками*, которые включают в себя и денежные затраты, и *альтернативные издержки* (*implicit opportunity costs*) фирмы.] Рассмотрим валовой доход и экономические издержки банка j.

Валовой доход банка У банка j существует единственный источник доходов: процент, получаемый им по торгово-промышленным ссудам. Допустим, что процентная ставка по ссудам банка равна r_L. Тогда суммарный процентный доход, полученный банком от всего объема предоставленных ссуд, равен $r_L \times L_j$.

Например, если банк выдал ссуды на сумму 100 млн. долл., а процентная ставка по ссудам равна 0,10 долл. в расчете на каждый выданный доллар, или 0,10 (10%), то общий процентный доход, полученный банком за данный период равен 0,10 × 100 млн. долл., что составляет 10 млн. долл. Эта сумма представляет собой валовой доход, полученный банком за данный период.

Следовательно, для банка j валовой доход, полученный в течение данного периода, обозначенный как TR_j, равен:

$$TR_j = r_L \times L_j. \qquad (8\text{-}2)$$

Уравнение (8-2) означает, что (применительно к нашей модели банка) валовой доход за данный период равен процентному доходу, полученному по торгово-промышленным ссудам.

Издержки банка Любой банк несет три типа затрат, или издержек. Первым являются **затраты на выплату процентов** (*interest expenses*). Увеличение объема капитала, используемого банком для выдачи ссуд, означает возможность получения процентного дохода, так как банк принимает чековые депозиты (открывает текущие счета), и он должен (если эти депозиты являются счетами NOW) выплачивать процент своим вкладчикам. Если процентная ставка, выплачиваемая банком j равна r_D, то общий объем затрат банка на выплату процентов по вкладам в течение данного периода равен $r_D \times D_j$. Например, если процентная ставка по депозитам равна 0,07 долл. в расчете на 1 долл. депозитов, или 0,07 (7%), а объем привлеченных депозитов за данный период равен 100 млн. долл., то общие расходы по выплате процентов равны 0,07 × 100 млн. долл., что составляет 7 млн. долл.

Однако банки не могут принимать депозиты и выдавать ссуды, не используя факторы производства. В этом должны участвовать люди: банк должен нанять кассиров для приема вкладов и менеджеров для выдачи и оформления ссуд. Этим людям потребуются канцелярские товары, оборудование и мебель для выполнения этих операций. Следовательно, помимо расходов на выплату процентов по вкладам банки также несут **факторные затраты** (*real resource expenses*). Факторные затраты включают в себя *денежные затраты*, которые банк несет при проведении своих повседневных операций. Служащим необходимо платить заработную плату, а другие факторы производства должны быть куплены или взяты в аренду банком для обеспечения эффективности его операций и максимизации прибыли. Однако банк несет еще и *альтернативные издержки*, поскольку он может по-другому использовать располагаемые им факторы производства. Факторные затраты любой фирмы включают в себя и денежные затраты, и альтернативные издержки. Их сумму экономисты называют **экономическими издержками** (*economic costs*). И это верно и для банков.

Обозначим через RC_D общую сумму экономических издержек (факторных затрат), которые банк несет в операциях по привлечению вкладов (например, расходы на рек-

ламу услуг банка) и обслуживанию счетов вкладчиков (например, издержки, связанные с клирингом выписанных вкладчиками чеков). Размер общих факторных затрат по депозитным операциям есть *функция* от общей суммы вкладов в банк, так как с увеличением вкладов растут и факторные затраты, связанные с обслуживанием вкладов. Если банк привлекает больше вкладов, то он должен осуществлять клиринг большего количества чеков, дополнительно нанимать кассиров, и поэтому его факторные затраты на обслуживание депозитных счетов должны расти (рис. 8-1).

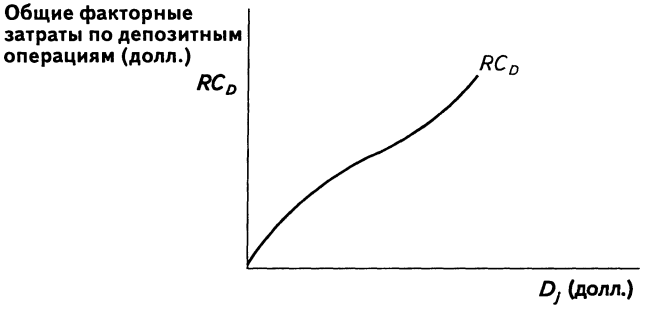


Рис. 8-1

Общие факторные затраты по депозитным операциям. С увеличением суммы вкладов увеличиваются и общие факторные затраты. Причиной служит тот факт, что при привлечении большего объема вкладов банк должен осуществлять клиринг большего количества чеков, дополнительно нанимать кассиров и т. д. В результате его факторные затраты по обслуживанию вкладов (такие, как заработная плата служащим) увеличиваются. Следовательно, общие факторные затраты по депозитным операциям банков есть *функция* от общей суммы вкладов в банк.

Выдача банковских ссуд также приводит к экономическим издержкам (факторным затратам). Обозначим через RC_L сумму факторных затрат на выдачу ссуд банка j. Как показано на рис. 8-2, суммарные факторные затраты банка по ссудным операциям будут расти вместе с увеличением объема ссуд. Когда банк предоставляет больший объем ссуд, он должен, к примеру, нанять дополнительных экспертов по ссудам и менеджеров. Таким образом, общие факторные затраты банка должны расти вместе с увеличением объема ссуд.

Общие экономические издержки по банковским операциям для банка j равны:

$$TC_j = (r_D \times D_j) + RC_D + RC_L. \qquad (8\text{-}3)$$

Уравнение (8-3) означает, что общие издержки банка являются суммой трех компонентов: общих затрат на выплату процентов по вкладам, суммарных факторных затрат на обслуживание депозитных счетов клиентов банка и суммарных факторных затрат на выдачу и оформление ссуд.

Прибыль банка Как и для любого коммерческого предприятия, экономическая прибыль банка равна разности между валовым доходом и общими экономическими издержками. Таким образом, для банка j сумма полученной прибыли за данный период равна $TR_j - TC_j$. Итак, экономическая прибыль банка j определяется разностью уравнений (8-3) и (8-2):

$$TR_j - TC_j = (r_L \times L_j) - (r_D \times D_j) - RC_D - RC_L. \qquad (8\text{-}4)$$

Уравнение (8-4) означает, что полученная банком прибыль равна процентному доходу по ссудам минус расходы по вкладам, факторные затраты по депозитным операциям и факторные затраты по ссудным операциям. Таким образом, из этого уравнения выте-

кают несколько очень важных фактов, характеризующих поведение депозитных учреждений. Прежде всего, процентные ставки очень важны для банков, так как они влияют и на валовой доход банков, и на их издержки. Обычно принято считать, что банки получают прибыль от более высоких процентных ставок. Из уравнения же (8-4) видно, что при обоюдном увеличении процентных ставок по ссудам и по депозитам так же обоюдно повышаются валовой доход и издержки банка, а его экономическая прибыль может вырасти или уменьшиться. Тогда теоретически банки могут или получать, или терять прибыль при общем увеличении процентных ставок. При прочих равных условиях прибыль банка от общего роста процентных ставок увеличится, только если ставки по ссудам вырастут в большей мере, чем ставки по депозитам.

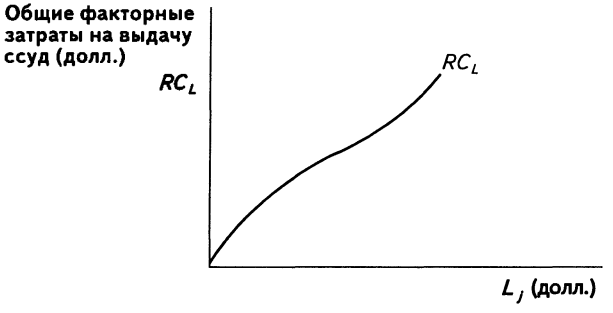


Рис. 8-2
Общие факторные затраты на выдачу ссуд. С увеличением объема банковских ссуд затраты факторов производства, связанные с выдачей ссуд, также увеличиваются. Причиной служит тот факт, что когда банк предоставляет больший объем ссуд, он должен нанимать дополнительных менеджеров и аналитиков ссудного отдела, собирать больше информации о своих клиентах и т. д. В результате затраты факторов производства, связанные с выдачей ссуд, увеличиваются. Следовательно, общие факторные затраты банка, связанные с ссудными операциями, есть функция от общего объема кредитования банка.

Из уравнения (8-4) также видно, насколько важными для банка являются его факторные затраты. Банковское дело не есть бизнес по выдаче ссуд по «высшей» процентной ставке и привлечению средств по «низшей» ставке для получения максимально возможной прибыли, хотя это, конечно же, является составной частью основных банковских целей. Ссуды выдаются людьми (банковскими служащими), использующими другие факторы производства, и вклады должны приниматься и обслуживаться людьми (другими банковскими служащими), также использующими другие факторы производства, и все факторные затраты оказывают существенное влияние на прибыльность банка.

Депозитные учреждения на конкурентных рынках

Банки и другие депозитные учреждения, естественно, стремятся к максимизации экономической прибыли. То, как они с этим справляются, зависит в основном от рыночной среды, в которой они находятся. На протяжении большей части этой главы мы будем исходить из предположения, что на банковском рынке господствует *совершенная конкуренция*. Это означает, что банк j — один из *многих* банков, принимающих вклады по текущим счетам и выдающих торгово-промышленные ссуды. К тому же клиенты не рассматривают его как лучший или худший по сравнению с любым другим банком, оперирующим на рынках депозитов и ссудных капиталов. Таким образом,

вклады в банк j и в другие банки воспринимаются как *однородные*, так же как и ссуды, выдаваемые им и другими банками. Наконец, банк j и другие банки одинаковым способом набирают служащих и приобретают другие факторы производства для осуществления банковских операций. Ни один из банков не обладает лучшей (по сравнению с другими банками) банковской технологией или доступом к факторам, влияющим на депозитные и ссудные операции.

ПРЕДЕЛЬНЫЙ ДОХОД, ПРЕДЕЛЬНЫЕ ИЗДЕРЖКИ И МАКСИМИЗАЦИЯ БАНКОВСКОЙ ПРИБЫЛИ

Любой банк, независимо от степени его участия в конкуренции на рынках депозитов и ссудных капиталов, должен определить размер привлечения средств (депозитов) и выдачи ссуд. Он делает это для максимизации экономической прибыли. В свою очередь, прибыль банка максимальна, когда банк выдает столько ссуд, что последний доллар, помещаемый на депозитный счет и отдаваемый в ссуду, приносит банку нулевую экономическую прибыль. Причина состоит в следующем: если банк получает положительную прибыль от ссуды этого последнего доллара, то (для большей прибыльности) он будет предоставлять ссуды из средств на депозитных счетах. Если экономическая прибыль, полученная от ссуды последнего доллара отрицательна (в том смысле, что ссуда этого доллара уменьшит прибыль банка), то общая прибыль банка может быть увеличена за счет выдачи ссуды, которая будет на 1 долл. меньше.

График предельного дохода Итак, для максимизации прибыли банка необходимо, чтобы банк выдавал столько ссуд, что дополнительный доход, полученный от ссуды последнего доллара, должен равняться дополнительным издержкам, связанным с этой ссудой. Дополнительный доход, полученный от ссуды последнего дополнительного доллара, есть *предельный доход* (*marginal revenue, MR*) банка. Для банка, размер доходов и ссуд которого измеряется в долларах, единицей измерения предельного дохода служит доллар в расчете на доллар (долл./долл.). Следовательно, предельный доход банка измеряется дробью, которую можно перевести в проценты.

При совершенной конкуренции объем ссуд отдельного банка так мал по сравнению с общим объемом кредитования всех банков, что отдельный банк не может повлиять на рыночную процентную ставку по ссудам. Следовательно, для такого банка, как банк j, предельный доход равен процентной ставке по ссуде последнего дополнительного доллара, которая равна рыночной процентной ставке (r_L). Следовательно, для банка j предельный доход $MR_j = r_L$. Как показано на рис. 8-3, это означает, что *график предельного дохода* (*marginal revenue schedule*) банка, который отражает все комбинации предельного дохода и объема ссуд в долларах, представляет собой горизонтальную линию. Таким образом, предельный доход банка постоянен и равен r_L, независимо от объема выдаваемых банком ссуд.

График предельных издержек Напомним, что общие издержки банка состоят из трех частей: суммарных затрат на выплату процентов по вкладам, суммарных факторных затрат по депозитным операциям и суммарных факторных затрат на выдачу ссуд. Получается, что *предельные издержки* (*marginal cost*) банка, которые есть дополнительные издержки, связанные с внесением дополнительного доллара на депозит и его последующей ссудой, также должны быть суммой трех типов предельных затрат (на выплату процентов по вкладам, факторных затрат на привлечение вкладов и на выдачу ссуд).

Предельные затраты на выплату процентов по вкладам есть дополнительный процент, который банк должен заплатить за доллар вкладов. Пока на рынке депозитов господствует совершенная конкуренция, т. е. действия отдельного банка не могут повлиять на рыночную процентную ставку по депозитам (r_D), эта рыночная процентная

ставка является предельными затратами на выплату процентов, которые несет банк в расчете на доллар депозитов, выдаваемый в виде ссуды. Например, на рис. 8-4 дан график предельных процентных издержек банка j при рыночной ставке по депозитам в 7%. Он представляет собой горизонтальную прямую, пересекающую ось ординат в точке r_D (r_D = 0,07 долл./1,00 долл. = 0,07), и означает, что независимо от количества денег на депозитных счетах в банке j предельные процентные издержки этого банка постоянны и равны этой рыночной процентной ставке по депозитам.

Мы предполагаем, что, как и для большинства фирм, предельные факторные затраты банка j на привлечение депозитов в краткосрочном периоде, обозначенные MC_D, обычно увеличиваются с ростом объема банковских депозитов (рис. 8-5). Это означает, что при привлечении большего объема депозитов дополнительные долларовые издержки (в расчете на доллар депозитов) на обслуживание депозитных счетов (обеспечение услуг кассиров и клиринг чеков) возрастают в краткосрочном периоде (период достаточно малый, чтобы другие факторные затраты банка не изменялись). Например, из рис. 8-5 видно, что для банка j факторные затраты при объеме депозитов в 100 млн. долл. равны 0,02 долл. в расчете на 1 долл. депозитов, или 0,02 (2%), тогда как при депозитах в 150 млн. долл. они составляют 0,04 долл. в расчете на 1 долл. депозитов, или 0,04 (4%).

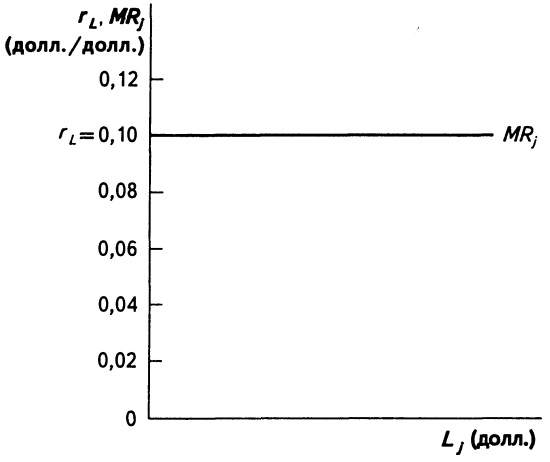


Рис. 8-3
График предельного дохода банка в условиях совершенной конкуренции. Дополнительный доход, полученный от ссуды последнего дополнительного доллара, есть предельный доход банка. В условиях совершенной конкуренции объем ссуд отдельного банка настолько мал по сравнению с общим объемом кредитования всех банков, что отдельный банк не может повлиять на рыночную процентную ставку по ссудам. Следовательно, для банка j предельный доход $MR_j = r_L$, а график предельного дохода представляет собой горизонтальную прямую. Таким образом, предельный доход банка постоянен и равен r_L независимо от объема выдаваемых банком ссуд.

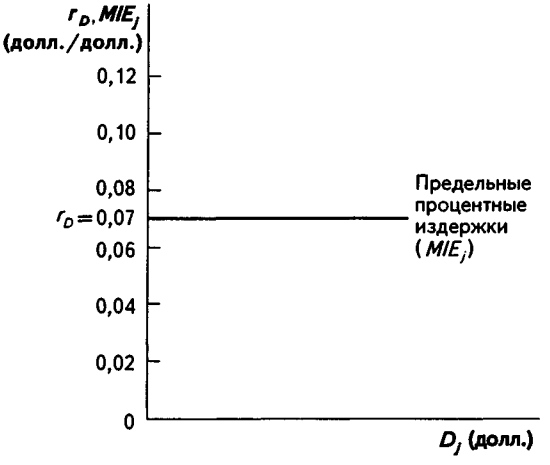


Рис. 8-4
График предельных затрат банка на выплату процентов в условиях совершенной конкуренции. Предельные затраты банка на выплату процентов по депозитам есть дополнительные процентные выплаты, которые он должен внести за доллар депозитов. На рынке депозитов с совершенной конкуренцией действия отдельного банка не могут повлиять на рыночную процентную ставку по депозитам. Эта ставка (r_D = 0,07 долл./1,00 долл. = 0,07) есть предельные процентные издержки банка на доллар депозитов, используемых для предоставления ссуд. Следовательно, предельные процентные издержки банка постоянны и равны рыночной процентной ставке по депозитам.

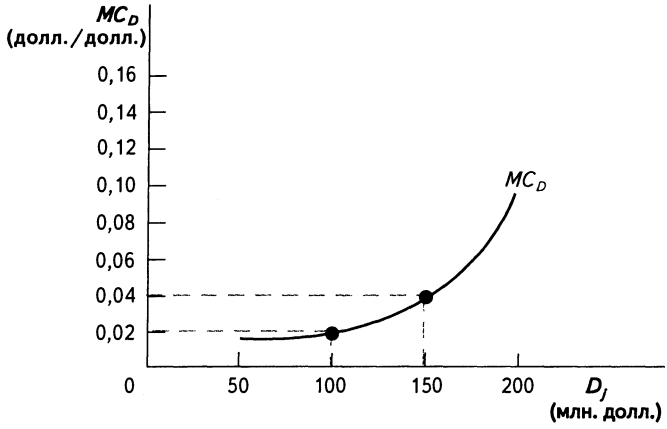


Рис. 8-5

График предельных факторных затрат на привлечение депозитов банка. С привлечением большего объема депозитов дополнительные долларовые издержки (в расчете на доллар депозитов) на обслуживание депозитных счетов увеличиваются. Для банка *j* факторные затраты при объеме депозитов 100 млн. долл. равны 0,02 долл. (в расчете на 1 долл. депозитов), или 0,02 (2%), тогда как при 150 млн. долл. депозитов они составляют 0,04 долл. (в расчете на 1 долл. депозитов), или 0,04 (4%). Следовательно, предельные факторные затраты на привлечение депозитов для банка *j*, обозначенные как MC_D, растут с увеличением общего объема депозитов банка.

Точно так же предельные факторные затраты на выдачу ссуд (MC_L) растут с увеличением объема выданных банком ссуд. Например, из рис. 8-6 видно, что банку *j* предоставление ссуд на 100 млн. долл. обходится в 0,01 долл. факторных затрат (в расчете на 1 долл. ссуд), или 0,01 (1%), тогда как ссуды на 150 млн. долл. стоят банку 0,02 долл. (в расчете на 1 долл. ссуд), или 0,02 (2%).

На рис. 8-7 показано построение графика предельных издержек банка. По определению, предельные издержки банка равны:

$$MC_j = r_D + MC_D + MC_L. \qquad (8\text{-}4)$$

Таким образом, предельные издержки представляют собой сумму предельных процентных издержек, предельных факторных затрат на привлечение депозитов и предельных факторных затрат на выдачу ссуд. Поэтому график предельных издержек банка есть сумма графиков, представленных на рис. 8-4, 8-5 и 8-6. Предельные затраты на выплату процентов по депозитам в размере 100 млн. долл. равны (рис. 8-4) рыночной процентной ставке по депозитам (r_D = 0,07 долл./1,00 долл. = 0,07), а предельные факторные затраты на привлечение депозитов (рис. 8-5) равны 0,02 долл./1,00 долл. = = 0,02. Из уравнения (8.1) баланса банка мы знаем, что если банк привлекает 100 млн. долл. депозитов, то он может предоставить ссуды в размере 100 млн. долл. Поэтому мы также знаем (рис. 8-6), что банк несет предельные факторные затраты на выдачу ссуд в размере 0,01 долл./1,00 долл. = 0,01. Складывая вместе все три компонента предельных издержек, мы получим, что предельные издержки банка *j* по выданным ссудам в размере 100 млн. долл. равны (0,07 долл. + 0,02 долл. + 0,01 долл.) в расчете на 1 долл. ссуд, или 0,10 долл./1,00 долл. = 0,10 (10%).

Аналогично рассуждая, можно определить, что предельные издержки банка *j* по выданным ссудам в размере 150 млн. долл. равны (0,07 долл. + 0,04 долл. + 0,02 долл.) в расчете на 1 долл. ссуд, или 0,13 долл./1,00 долл. = 0,13 (13%). Следовательно, мы определили две комбинации предельных издержек и общего объема ссуд банка *j*, которые лежат в основе построения *графика предельных издержек* (*marginal cost schedule*, MC_j) банка (рис. 8-7).

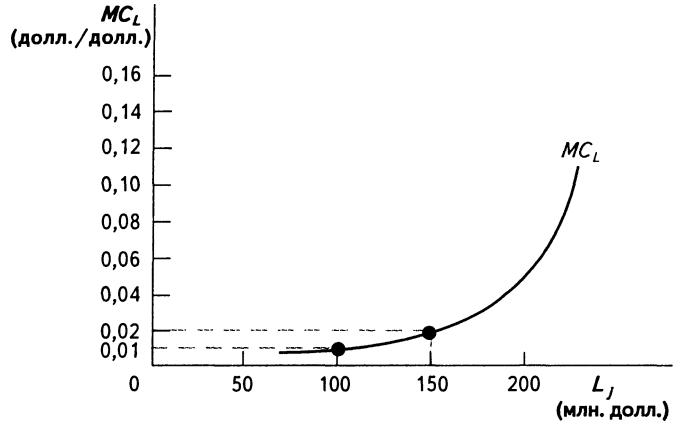


Рис. 8-6

График предельных факторных затрат банка на выдачу ссуд. Для банка *j* 100 млн. долл. ссуд стоят 0,01 долл. факторных затрат (в расчете на 1 долл. ссуд), или 0,01 (1%), тогда как 150 млн. долл. ссуд стоят банку 0,02 долл. (в расчете на 1 долл. ссуд), или 0,02 (2%). Для банка *j* или любого отдельного банка предельные факторные затраты на выдачу ссуд (MC_L) растут с увеличением объема выданных банком ссуд.

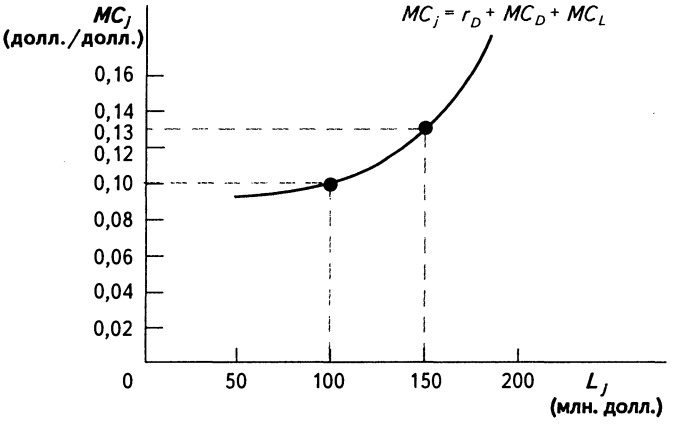


Рис. 8-7

График предельных банковских издержек. Предельные издержки банка представляют собой сумму предельных затрат на начисление процентов, предельных факторных затрат на обслуживание привлеченных депозитов и на выдачу ссуд. В соответствии с рис. 8-4 для объема ссуд в 100 млн. долл. необходимо равенство предельной процентной ставки по депозитам и рыночной ставки, r_D = 0,07 долл./1,00 долл. = 0,07. Из рис. 8-5 следует, что предельные факторные затраты на обслуживание привлеченных депозитов для 100-миллионного объема кредитования равны 0,02 долл./1,00 долл. = 0,02. По условиям уравнения банковского баланса, если объем депозитов банка равен 100 млн. долл., то объем ссуд также должен быть 100 млн. долл.; следовательно, предельные факторные затраты банка на выдачу ссуд равны 0,01 долл./1,00 долл. = 0,01 (рис. 8.6). Сложив все три составные части предельных издержек, можно сделать вывод, что для 100-миллионного объема кредитования банка *j* его предельные издержки равны (0,07 долл. + 0,02 долл. + 0,01 долл.) в расчете на 1 долл. ссуд, или 0,10 долл./1,00 долл. = 0,10 (10%).

Подобным образом можно обнаружить, используя рис. 8-4, 8-5 и 8-6, что для 150-миллионного объема кредитования банка предельные издержки равны (0,07 долл. + 0,04 долл. + 0,02 долл.) в расчете на 1 долл. ссуд, или 0,13 долл./1,00 долл. = 0,13 (13%).

В результате мы получим две комбинации предельных издержек и общего объема ссуд банка *j*, которые лежат в основе построения графика предельных издержек (MC_j) банка *j*.

Объем кредитования, максимизирующий прибыль, и график предложения банковского кредита Теперь мы можем определить, какой объем ссуд предоставит банк *j*, если его целью является максимизация прибыли. На рис. 8-8 показано, как определить объем ссуд банка *j*, максимизирующий прибыль. Как уже отмечалось, для максимизации прибыли банк выдает ссуды до тех пор, пока предельный доход ($MR_j = r_L = 0{,}10$) не сравняется с предельными издержками ($MC_j = r_D + MC_D + MC_L$), или в виде уравнения:

$$r_L = r_D + MC_D + MC_L, \qquad (8\text{-}5)$$

где $r_L = 0{,}10$. Это равенство верно в точке пересечения кривых предельного дохода и предельных издержек банка, т. е. в единственной точке, в которой $MR_j = MC_j = 0{,}10$, соответствующей 100 млн. долл. Следовательно, максимизирующий прибыль объем кредитования банка *j* равен 100 млн. долл. при рыночной процентной ставке по ссудам, равной 0,10 (10%).

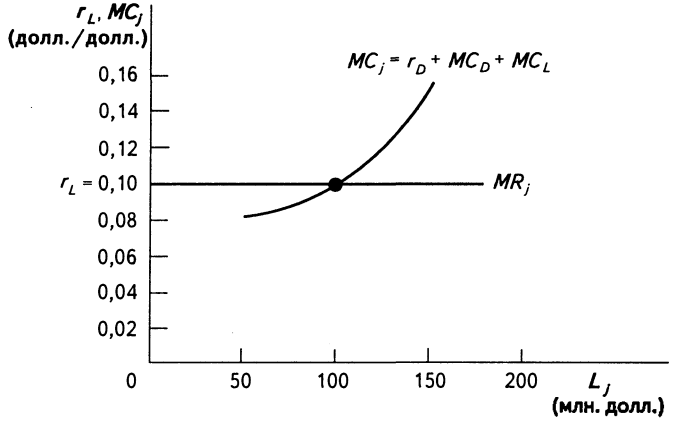


Рис. 8-8

Объем банковского кредитования, максимизирующий прибыль в условиях совершенной конкуренции. Для максимизации совокупной прибыли банк выдает ссуды до того момента, пока предельный доход ($MR_j = r_L = 0{,}10$) не сравняется с величиной предельных издержек ($MC_j = r_D + MC_D + MC_L$). Данное равенство имеет место в точке, в которой кривая предельного дохода банка пересекает кривую предельных издержек. В случае с банком *j* это единственная точка, где $MR_j = MC_j = 0{,}10$, при объеме банковского кредитования в 100 млн. долл. Следовательно, максимизирующий прибыль объем кредитования банка *j* равен 100 млн. долл. при рыночной ставке процента по ссудам 0,10 (10%).

Что будет делать банк *j*, если изменится рыночная процентная ставка по ссудам при неизменности всех остальных факторов (включая рыночную процентную ставку по депозитам)? Особенно коснемся случая (рис. 8-9), когда рыночная процентная ставка по ссудам поднимется до $r_L = 0{,}13$ (13%). До повышения ставки, когда она равнялась 0,10 (10%), максимизирующий прибыль объем кредитования составлял 100 млн. долл. Повышение процентной ставки по ссудам до нового уровня 0,13, однако, приводит к более высокому предельному доходу для любой суммы выданных банком ссуд; таким образом, график предельного дохода смещается вверх (рис. 8-9). Это означает, что максимизирующий прибыль объем кредитования должен возрасти до уровня, соответствующего новой точке, в которой предельный доход равен предельным издержкам, или где $MR_j = MC_j = 0{,}13$. В этой точке, как показано на рис. 8-9, максимизирующий прибыль объем кредитования банка *j* равен 150 млн. долл.

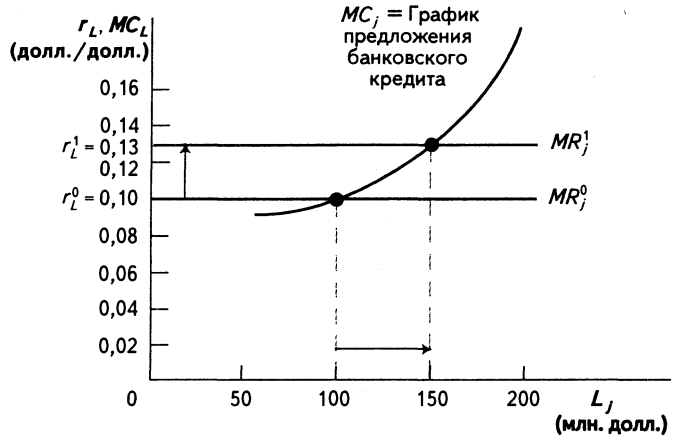


Рис. 8-9

График предложения банковского кредита в условиях совершенной конкуренции. Увеличение ставки ссудного процента с первоначальной величины 0,10 до 0,13 приводит к росту предельного дохода при любом данном объеме банковского кредитования. Следовательно, график предельного дохода сместится вверх. Это означает, что максимизирующий прибыль объем кредитования должен возрасти с первоначального уровня 100 млн. долл. до нового уровня 150 млн. долл. Таким образом, в результате роста рыночной ставки ссудного процента (с 0,10 до 0,13) на графике предельных издержек банка *j* произошло смещение объема кредитования, максимизирующего прибыль, со 100 млн. до 150 млн. долл. Это значит, что график предельных издержек банка отражает комбинации процентных ставок по ссудам и объемов кредитования, при которых прибыль банка *j* будет максимальной. Иными словами, на графике предельных банковских издержек отображены те объемы кредитования, которые банк *j* будет готов *предложить* при различных ставках ссудного процента. График предельных издержек банка *j* является графиком предложения кредита. Рост рыночной процентной ставки по ссудам будет стимулировать увеличение банковского предложения кредита, что отражено на данном графике. Если ставка ссудного процента снова упадет, то банку придется уменьшить предложение кредита.

Отметим, что на рис. 8-9 в результате роста рыночной ставки ссудного процента (с 0,10 до 0,13) произошел сдвиг точки на графике предельных издержек банка *j*, характеризующей объем кредитования, который максимизирует прибыль (со 100 млн. до 150 млн. долл.). Точки, лежащие на графике предельных издержек, представляют собой комбинации ссудных процентных ставок и объемов кредитования, при которых прибыль банка *j* будет максимальной. Другими словами, на графике предельных банковских издержек изображены те объемы кредитования, которые банк *j* будет готов *предложить* при различных ставках ссудного процента. Это означает, что практически по всей протяженности график предельных издержек банка *j* является также *графиком предложения кредита*. (Естественно, если ссудный процент падает до уровня, при котором банк не сможет покрывать свои переменные издержки банковских операций, ему придется закрыться, так что не вся нижняя часть графика предельных издержек является частью графика предложения кредита; для упрощения, однако, мы допустили, что ставка ссудного процента никогда не падает ниже *точки закрытия* (*shut-down point*) банка.) Рост рыночной процентной ставки по ссудам будет стимулировать увеличение предложения банковского кредита; если ставка ссудного процента снова уменьшится, то банк примет решение уменьшить предложение кредита.

Объем депозитов, максимизирующий прибыль, и график банковского спроса на депозиты Теперь, когда мы определили, что объем кредитования, максимизирующий прибыль при ставке в 10%, равен 100 млн. долл., можно сделать вывод, основываясь

на используемом в уравнении (8-1) условии баланса, что это также и максимизирующий прибыль объем депозитов при данной процентной ставке по ссудам. Подобным образом, поскольку максимизирующий прибыль объем кредитования при ставке 13% — 150 млн. долл., то это и есть максимизирующий прибыль объем депозитов. Это действительно так, в чем мы убедимся в дальнейшем. Тем не менее очевидно, что на основе предыдущего анализа об этом можно получить развернутое представление.

Мы знаем, исходя из уравнения (8-5), что прибыль банка j максимизируется, когда $r_L = r_D + MC_D + MC_L$. Если мы вычтем MC_D и MC_L из обеих частей уравнения, то получим, что $r_L - (MC_D + MC_L) = r_D$, или

$$r_D = r_L - (MC_D + MC_L). \qquad (8\text{-}6)$$

Данное уравнение показывает, что, когда прибыль банка j достигает максимальной величины, ставка процента, которую банк начисляет по депозитам, должна равняться процентной ставке по ссудам за вычетом суммы предельных факторных затрат на обслуживание привлеченных депозитов и на выдачу ссуд. Напомним, что в левой части уравнения (8-6) процентная ставка по депозитам представляет собой предельные затраты банка на начисление процентов по вкладам. Разница в правой части данного уравнения является процентной ставкой по ссуде, или постоянным предельным доходом банка за вычетом предельных факторных затрат на выдачу ссуд и на привлечение депозитов. Эту разницу в правой части уравнения (8-6) мы называем *чистым предельным доходом* (*net marginal revenue*), который получает банк на каждый дополнительный доллар привлеченных депозитов. Следовательно, уравнение (8-6) показывает, что банк максимизирует прибыль, привлекая депозиты до того момента, пока предельные издержки в виде выплаты процентов по депозитам (процентная ставка по вкладам) не сравняются с чистым предельным доходом, который получает банк от ссуды последнего доллара привлеченных депозитов.

На рис. 8-10 показана ситуация, в которой объем депозитов банка максимизирует прибыль. Как и на рис. 8-4, здесь принято допущение, что рыночная ставка по депозитам (r_D) равна 0,07 (7%). Поскольку ставка по депозитам определяется на рынке депозитов в условиях совершенной конкуренции, *график предельных затрат на выплату процентов* (*marginal interest expense schedule*, MIE_j) банка j проходит через точку $r_D = 0{,}07$ и представляет собой горизонтальную прямую.

На рис. 8-10 представлен имеющий отрицательный наклон график, описывающий чистый предельный доход банка j от привлеченных депозитов, или *график чистого предельного дохода* (*net marginal revenue schedule*, NMR_j). Для получения этого графика мы допустили, что, как и в нашем первоначальном примере, рыночная ставка по ссудам равна 0,10 (10%), и из этой постоянной величины мы вычли сумму предельных факторных затрат на выдачу ссуд и на привлечение депозитов при каждом возможном объеме депозитов банка. К примеру, как и на рис. 8-5, предельные факторные затраты на привлечение вкладов банка j составляли 0,02 (в расчете на 1 долл. депозитов) при объеме депозитов в 100 млн. долл. и предельные факторные затраты на выдачу ссуд (рис. 8-6) равнялись 0,01 (в расчете на 1 долл. ссуд) при объеме кредитования в 100 млн. долл., который, исходя из условия банковского баланса в уравнении (8-1), будет равен объему депозитов. Вычтя сумму (0,02 + 0,01) из ставки ссудного процента 0,10, мы получим 0,07 как чистый предельный доход банка от привлеченных депозитов (рис. 8-10). Подобным образом, при объеме депозитов в 150 млн. долл. предельные издержки по депозитным и ссудным операциям равны 0,04 и 0,02 соответственно, так что чистый предельный доход от привлеченных депозитов в расчете на 1 долл. депозитов равен 0,10 − (0,04 + 0,02) = 0,04 (рис. 8-10).

Рисунок 8-10 иллюстрирует, что для банка j объем депозитов, максимизирующий прибыль при рыночной процентной ставке по ссудам в 0,10 и рыночной ставке по депозитам 0,07, равен 100 млн. долл. При данном объеме депозитов график предельных затрат банка на начисление процентов пересекает график чистого предельного дохода (рис. 8-10), так что уравнение (8-6) верно, что означает максимизацию прибыли банка j. Это приемлемый вариант, поскольку это и есть тот максимизирующий прибыль объем депозитов, который выберет банк при двух данных рыночных процентных ставках (рис. 8-8). Отметим, что данный вариант не противоречит здравому смыслу, так как уравнение (8-6) всего лишь уравнение (8-5) с перестановкой членов. Поэтому точке пересечения на рис. 8-10, удовлетворяющей уравнению (8-6), должно соответствовать то же значение в точке пересечения на рис. 8-8, удовлетворяющей уравнению (8-5), если выполняется условие банковского баланса, по которому объем кредитования должен равняться объему депозитов.

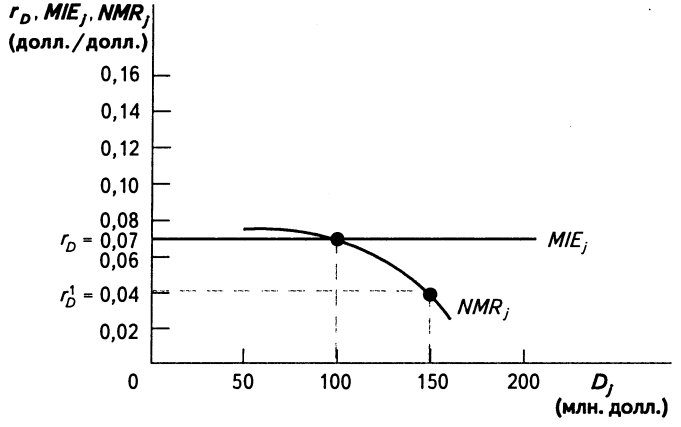


Рис. 8-10

Объем депозитов, максимизирующий прибыль банка в условиях совершенной конкуренции. Если рыночная ставка по депозитам (r_D) равна 0,07 (7%), то график предельных затрат банка j на выплату процентов (MIE_j) проходит через точку $r_D = 0{,}07$ и представляет собой горизонтальную прямую. График чистого предельного дохода (NMR_j) можно получить, вычтя из ставки рыночного процента по ссудам 0,10 (10%) сумму предельных факторных затрат на выдачу ссуд и на привлечение депозитов при каждом возможном объеме депозитов банка. К примеру, как и на рис. 8-5, предельные факторные затраты на привлечение депозитов банка j составляли 0,02 (в расчете на 1 долл. депозитов) при объеме депозитов в 100 млн. долл. и предельные факторные затраты на выдачу ссуд (рис. 8-6) равнялись 0,01 (в расчете на 1 долл. ссуд) при объеме кредитования в 100 млн. долл., который, следуя уравнению банковского баланса (8-1), будет равен объему депозитов. Вычтя сумму (0,02 + 0,01) из процентной ставки по ссудам 0,10, мы получим 0,07 как чистый предельный доход банка от привлеченных депозитов. Подобным образом, при объеме депозитов в 150 млн. долл. предельные издержки по депозитным и ссудным операциям равны 0,04 и 0,02 соответственно, так что чистый предельный доход банка от привлеченных депозитов (в расчете на 1 долл. депозитов) равен 0,10 − (0,04 + 0,02) = 0,04. Таким образом, объем депозитов для банка j, максимизирующий прибыль при рыночной процентной ставке по ссудам в 0,10 и рыночной ставке по депозитам 0,07, равен 100 млн. долл.

Для чего нужно было делать все эти дополнительные расчеты (рис. 8-10), если мы могли просто взглянуть на рис. 8-8 и сказать, что банк выдает ссуды на сумму в 100 млн. долл. (и следовательно, привлекает вклады на ту же сумму) при данной процентной ставке по ссудам 0,10 и процентной ставке по депозитам 0,07? Ответ заключается в том, что рис. 8-10 дает дополнительную, важную для нас информацию. Чтобы убедиться в этом, предположим, что рыночная процентная ставка по депозитам (r_D) падает с 0,07 до 0,04 при неизменности остальных факторов, включая процентную ставку по ссудам (рис. 8-11).

Если ставка по депозитам падает до 0,04, то график предельных затрат банка на уплату процентов смещается вниз. В результате предельные затраты на выплату процентов равны чистому предельному доходу от привлеченных вкладов при большем объеме депозитов. В частности, как показано на рис. 8-11, новый объем депозитов банка, максимизирующий прибыль, при данной более низкой процентной ставке по депозитам 0,04 равен 150 млн. долл. Падение ставки процента по депозитам привело к увеличению *спроса* банка на депозиты. Это значит, что график чистого предельного дохода от привлеченных депозитов банка почти на всем протяжении является *графиком банковского спроса на депозиты* (*deposit demand schedule*). С падением рыночной ставки процента по вкладам спрос банка на депозиты увеличивается, что отражено на графике. Если рыночная ставка по депозитам снова возрастет, то спрос банка на депозиты уменьшится.

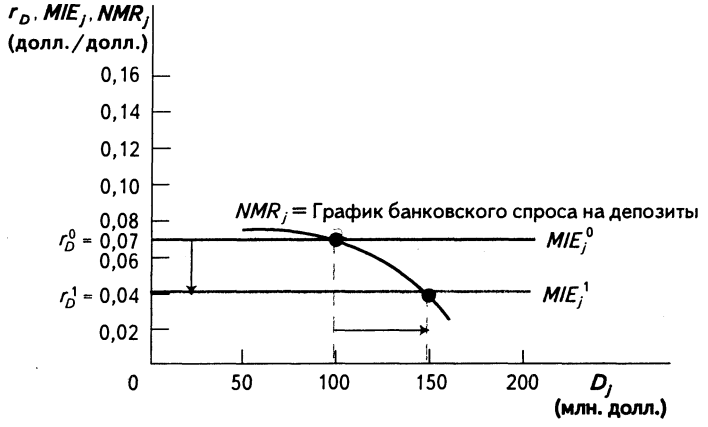


Рис. 8-11

График банковского спроса на депозиты в условиях совершенной конкуренции. Если рыночная процентная ставка по депозитам (r_D) падает с 0,07 до 0,04 при неизменности остальных факторов, включая ставку процента по ссудам, то график предельных затрат банка на выплату процентов сместится вниз и эти затраты станут равняться чистому предельному доходу от привлеченных вкладов при большем объеме депозитов. Следовательно, объем депозитов банка, максимизирующий прибыль, со 100 млн. долл. увеличится до 150 млн. долл. Поскольку падение ставки процента по депозитам привело к увеличению *спроса* банка на депозиты (что характеризуется отрицательным наклоном графика чистого предельного дохода от привлеченных депозитов банка), то эта кривая является графиком банковского спроса на депозиты.

С падением рыночной ставки процента по вкладам спрос банка на депозиты увеличивается, что отражено на графике. Если рыночная ставка по депозитам снова возрастет, то спрос банка на депозиты уменьшится.

Рынки ссудных капиталов и депозитов

Теперь, когда мы проанализировали возможный выбор для отдельного банка вариантов предложения кредита и спроса на депозиты, можно остановиться на фактическом процессе установления рыночных процентных ставок по ссудам и депозитам, приемлемых для банка. В условиях совершенной конкуренции, как следует из нижеприведенного анализа, эти ставки определяются соотношением спроса и предложения.

РЫНОК БАНКОВСКОГО КРЕДИТА (ССУДНЫХ КАПИТАЛОВ)

Рыночный обмен осуществляется между покупателями и продавцами товаров и услуг. На рынке банковских ссудных капиталов продавцами кредита выступают банки. Сле-

довательно, банки формируют *предложение* кредита. Заемщики являются покупателями кредита, которые формируют *спрос* на кредит. Давайте по очереди рассмотрим особенности предложения и спроса на рынке ссудных капиталов.

График рыночного предложения кредита В условиях совершенной конкуренции график рыночного предложения любого товара или услуги представляет собой простое сложение графиков предложения всех производителей этого товара или услуги, т. е. мы складываем объемы предложения производителей при каждой возможной цене, чтобы получить набор комбинаций «цена—количество товара», из которых и состоит график совокупного рыночного предложения.

То же самое можно проделать с моделью банка, в которой банки выступают продавцами кредита. Как уже отмечалось (рис. 8-9), график предельных издержек отдельно взятого банка *j* является графиком предложения кредита этого банка. Возьмем график предложения кредита банка *j*, когда рыночная ставка по депозитам равна 0,07, и воспроизведем его на рис. 8-12*А*. К тому же представим график предложения кредита другого банка (банка *k*) на рис. 8-12*Б*. Совокупный спрос на кредиты банков *j* и *k* представлен на рис. 8-12*В*. Когда процентная ставка по ссудам равна 0,10, банк *j* готов предложить кредиты на сумму 100 млн. долл. (рис. 8-12*А*), а банк *k* — 120 млн. долл. (рис. 8-12*Б*). Следовательно, на рис. 8-12*В* совокупный объем кредитования двух банков равен 220 млн. долл. при ставке ссудного процента 0,10. Таким образом, если процент по ссудам вырастет до 0,13, банк *j* будет готов предложить 150 млн. долл. в виде кредитов (рис. 8-12*А*), а банк *k* — 180 млн. долл. (рис. 8-12*Б*), так что совокупный объем кредитования составит 330 млн. долл. при данной более высокой ставке процента по ссудам (рис. 8-12*В*). График на рис. 8-12*В* включает комбинации ставки процента по ссудам и общего объема кредитования для данных двух банков: 0,10 и 220 млн. долл. и 0,13 и 330 млн. долл. Это график совокупного предложения кредита этих двух банков.

В условиях совершенной конкуренции кроме банков *j* и *k* большое количество банков формируют предложение кредита. Следовательно, *график рыночного предложения кредита* (*market loan supply schedule*, L^s) представляет собой сумму общих объемов кредитования всех банков на рынке ссудных капиталов при каждой возможной ставке процента по ссудам. Как показано на рис. 8-12*В*, остальные банки формируют предложение кредита в размере 9780 млн. долл. при ставке 0,10 и 14 670 млн. долл. при ставке 0,13. Следовательно, совокупный объем предложения кредита всех банков (включая банки *j* и *k*) при ставке процента по ссудам 0,10 равен 10 000 млн. долл., или 10 млрд. долл. Совокупный объем предложения кредита всех банков при ставке процента по ссудам 0,13 равен 15 000 млн. долл., или 15 млрд. долл. Итоговый график (рис. 8-12*В*), таким образом, является графиком рыночного предложения кредита и отмечен как L^s.

Спрос небанковского сектора на кредит Банки кредитуют отдельные домашние хозяйства и фирмы, которые экономисты обычно объединяют в **небанковский сектор** (*nonbank public*). Для каждого домашнего хозяйства и фирмы существует свой график спроса на кредит, который в силу закона спроса имеет отрицательный наклон. Можно сложить спрос небанковского сектора на кредит при любой данной ставке процента по ссудам, чтобы получить *график рыночного спроса на кредит* (*market loan demand schedule*, L^d). Возможный график рыночного спроса на кредит показан на рис. 8-13*А*.

Равновесие на рынке ссудных капиталов На рис. 8-13*А* также изображено состояние равновесия на рынке ссудных капиталов. При равновесии спрос на кредит со стороны небанковского сектора равен предложению банковского кредита; на рис. 8-13*А* равновесная величина спроса и предложения кредита равна 10 млрд. долл. Ставка процента по

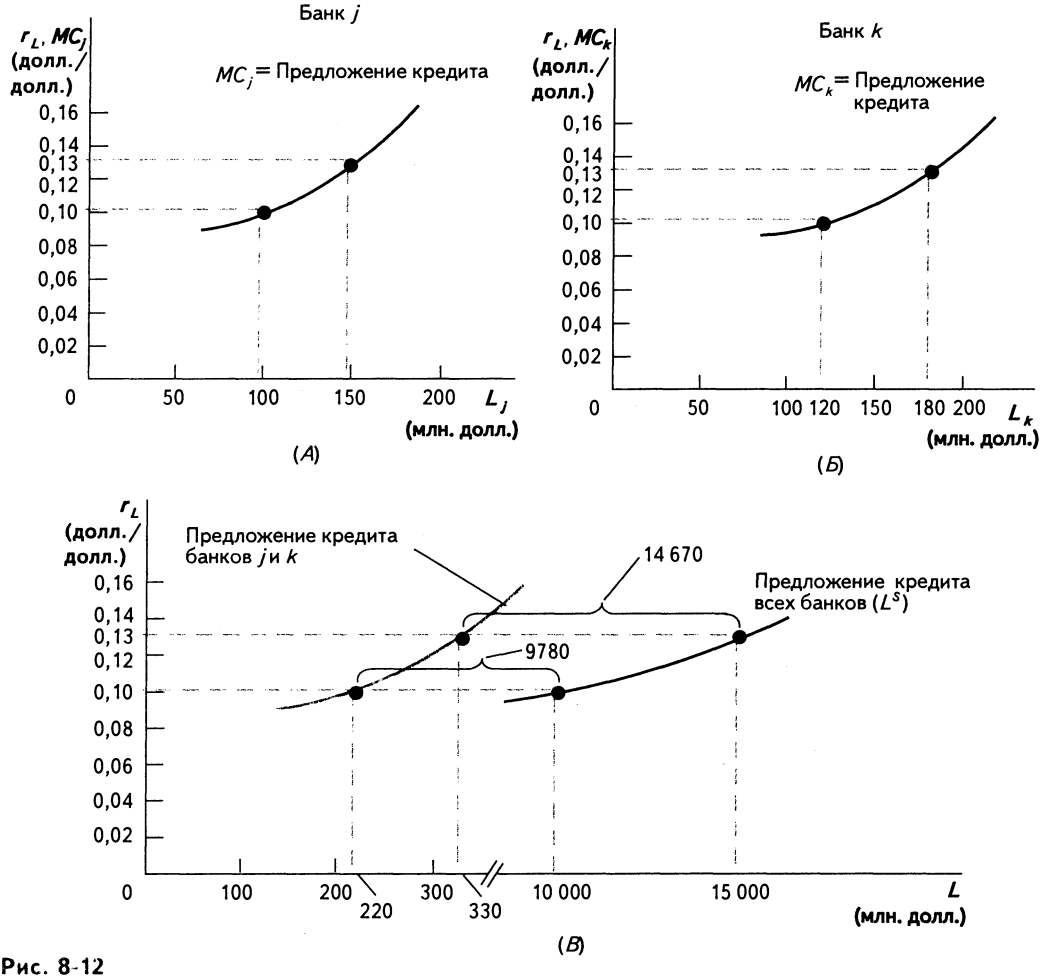


Рис. 8-12

График рыночного предложения кредита. Когда процентная ставка по ссудам равна 0,10, банк *j* готов предложить 100 млн. долл. (рис. *А*), а банк *k* — 120 млн. долл. (рис. *Б*). Следовательно, на рис. *В* совокупный объем кредитования двух банков равен 220 млн. долл. при ставке процента по ссудам 0,10. Таким образом, если процент по ссудам вырастет до 0,13, банк *j* будет готов предложить 150 млн. долл. в виде ссуд (рис. *А*), а банк *k* — 180 млн. долл. (рис. *Б*), так что общий объем кредитования составит 330 млн. долл. при данной более высокой ставке процента по ссудам (рис. *В*). График на рис. *В* содержит комбинации ставки процента по ссудам и общего объема кредитования для данных двух банков: 0,10 и 220 млн. долл. и 0,13 и 330 млн. долл. Это график совокупного предложения кредита двух данных банков.

Остальные банки на рынке ссудных капиталов формируют предложение кредита в размере 9780 млн. долл. при ставке 0,10 и 14 670 млн. долл. при ставке 0,13. Следовательно, совокупное предложение кредита всех банков (включая банки *j* и *k*) при ставке процента по ссудам 0,10 равно 10 000 млн. долл., или 10 млрд. долл. Совокупное предложение кредита всех банков при ставке процента по ссудам 0,13 равно 15 000 млн. долл., или 15 млрд. долл. Итоговый график (L^s), представленный на рис. *В*, таким образом, является графиком рыночного предложения кредита.

ссудам будет корректироваться, пока не будет достигнуто равновесие. Например, если бы процентная ставка равнялась 0,12, то существовало бы избыточное предложение кредита, или, другими словами, избыток кредита. Ставка по ссудам будет уменьшаться до тех пор, пока такой избыток не исчезнет. Если же ставка по ссудам равнялась

бы 0,08, то наблюдался бы избыточный спрос на кредит — нехватка кредита; при этом ставка процента будет расти до полного удовлетворения спроса. Равновесная процентная ставка по ссудам (0,10 для рис. 8-13*А*) представляет собой единственную ставку процента, при которой достигается равновесный объем кредитования.

На рис. 8-13*Б* показан выбор банка *j* относительно объема кредитования. Как уже отмечалось, если рыночная процентная ставка равна 0,10, то банк *j* готов предложить кредит в размере 100 млн. долл. Почему же банк *j* воспринимает рыночную ставку по ссудам 0,10 как данную? Лучше всего, наверное, будет рассмотреть причину этого, представив, что случится, если бы банк вообще не выдавал ссуды. В этом случае объем кредитования сократится только на 100 млн. долл., что составляет каплю в море относительно общей суммы 10 млрд. долл. Отсутствие банка *j* в банковской системе вряд ли будет замечено. Следовательно, банк *j* в отдельности не может воздействовать на рыночную ставку процента по ссудам. Он принимает эту ставку как данную и находящуюся вне его контроля.

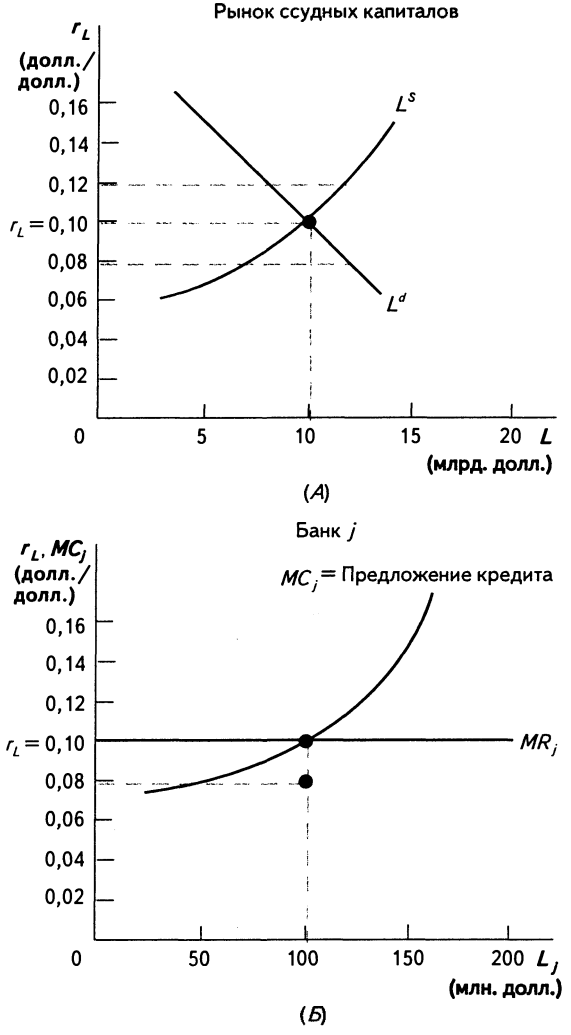


Рис. 8-13
Равновесие на рынке ссудных капиталов. В точке равновесия спрос небанковского сектора на кредит равен предложению банковского кредита, т. е. 10 млрд. долл. (рис. *А*). Если бы процентная ставка равнялась 0,12, то существовало бы избыточное предложение банковского кредита, и ставка процента по ссудам будет уменьшаться до тех пор, пока такой избыток не исчезнет. Если же ставка по ссудам была бы равна 0,08, то наблюдался бы избыточный спрос на кредит, при этом ставка процента будет расти до полного удовлетворения спроса. Подобная ситуация имеет место при равновесной ставке процента по ссудам 0,10.

Если рыночная процентная ставка равна 0,10, то банк *j* готов предложить кредит на сумму 100 млн. долл. (рис. *Б*). Если бы он установил процент по ссудам выше рыночного уровня, например 0,12, то никто не стал бы занимать у банка *j*. Если бы банк *j* установил ставку процента ниже рыночной, к примеру 0,08, то в этом случае его предельный доход будет ниже предельных издержек при кредитовании в объеме 100 млн. долл., как показано на рис. *Б*, и чистая прибыль от ссуды последнего доллара будет *отрицательной*; так что банк мог бы заработать больше, установив ставку процента по ссудам на рыночном уровне 0,10. Следовательно, банк *j* максимизирует прибыль, выдавая ссуды на 100 млн. долл. по ставке процента по ссудам 0,10.

Это не значит, что банк j не мог бы при желании установить процентную ставку по ссудам выше или ниже рыночной. Однако вряд ли он будет делать это, ведь он и так получит максимально возможную прибыль. С одной стороны, если бы он установил процентную ставку по ссудам выше рыночной, например 0,12, то ни один клиент не стал бы брать ссуды у банка j, потому что он может получить ссуду в любом другом банке по более низкой ставке процента 0,10. Банк j просто потеряет всех своих клиентов.

С другой стороны, если бы банк j установил ставку процента ниже рыночной, к примеру 0,08, то в этом случае предельный доход был бы ниже предельных издержек при кредитовании в объеме 100 млн. долл. (рис. 8-13*Б*). Чистая прибыль от ссуды последнего доллара будет *отрицательной*, так что банк мог бы заработать больше, установив процентную ставку по ссудам 0,10. Действительно, он максимизирует прибыль, выдавая в виде ссуд 100 млн. долл. по данной ставке ссудного процента.

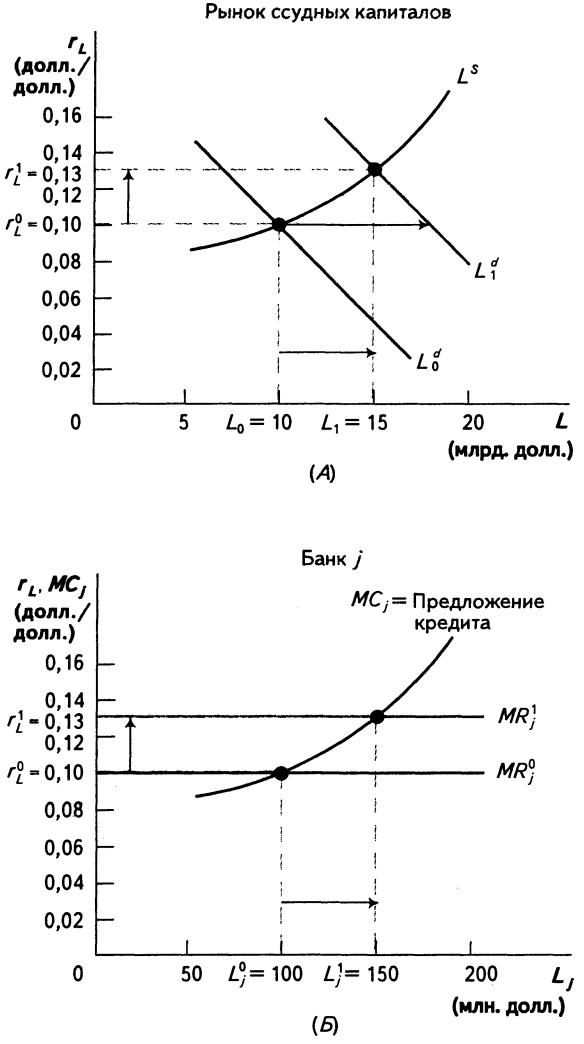


Рис. 8-14

Эффект роста спроса небанковского сектора на кредит. Рост спроса на кредит приводит к *правостороннему смещению* графика спроса на кредит, из положения L_0^d в L_1^d (рис. *А*). С увеличением спроса на кредит при данной равновесной процентной ставке по ссудам 0,10 возникает избыточный спрос. Для получения большего объема ссуд клиенты банка, конкурирующие между собой, должны соглашаться на более высокий ссудный процент. С ростом процентных ставок устраняется нехватка кредита, и спрос на кредит теперь равен предложению кредита при новой равновесной ставке ссудного процента 0,13.

С ростом процентной ставки по ссудам все банки готовы предлагать больший объем ссуд (рис. *Б*). К примеру, когда процентная ставка повышается с 0,10 до 0,13, объем кредитования банка j увеличивается с 100 млн. до 150 млн. долл. В конце концов достигается новое рыночное равновесие при общем объеме кредитования 15 млрд. долл.

Эффект роста спроса на кредит На рис. 8-14 прослеживается воздействие роста спроса небанковского сектора на кредит. Такой рост означает, что при любой данной процентной ставке по ссудам, включая первоначальную равновесную ставку, произойдет увеличение спроса небанковского сектора на кредит. (Например, домашние хозяйства и фирмы уверены, что ожидается общий подъем экономики и что самое время для домашних хозяйств покупать новые дома и для фирм осуществлять инвестиции в новое производственное оборудование. Они уверены, что смогут погасить ссуды, когда их доходы возрастут во время предстоящего экономического подъема.) Следовательно, рост спроса на кредит показан на рис. 8-14*А* как *правостороннее смещение* графика спроса на кредит из положения L_0^d в L_1^d.

С увеличением спроса на кредит (рис. 8-14*А*) при данной равновесной процентной ставке по ссудам 0,10 возникает избыточный спрос. Следовательно, первоначальная равновесная величина спроса и предложения 10 млрд. долл. больше таковой не является. Для получения большего объема ссуд клиенты банка, конкурирующие между собой, должны соглашаться на более высокие проценты по ссудам. С ростом процентных ставок по ссудам устраняется нехватка кредита, и спрос на кредит теперь равен предложению кредита при новой равновесной ставке процента 0,13.

С ростом процентной ставки по ссудам каждый банк готов предлагать больше ссуд, как показано на рис. 8-14*Б*. Когда процентная ставка выросла с 0,10 до 0,13, объем кредитования банка *j* увеличивается с 100 млн. до 150 млн. долл. Динамика объема ссуд на графике предложения кредита банка *j* (рис. 8-14*Б*) соответствует изменениям общего объема кредитования на графике рыночного предложения кредита (рис. 8-14*А*), когда банк *j* и все другие банки на рынке увеличивают предложение кредита, пока не будет достигнуто новое рыночное равновесие при общем объеме кредитования 15 млрд. долл.

РЫНОК БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ

На рынке ссудных капиталов банки являются продавцами, а заемщики — покупателями. Следовательно, банки формируют предложение кредита, а заемщики — спрос на кредит. Напротив, на рынке депозитов банки выступают в роли покупателей. Они предъявляют *спрос* на депозиты, чтобы использовать их для выдачи ссуд. Вкладчики банков являются продавцами депозитов. Они формируют *предложение* капиталов, а банки — спрос на них.

График рыночного спроса на депозиты На рынке любого отдельного товара или услуги график совокупного спроса представляет собой суммирование по горизонтали графиков спроса всех рыночных агентов, готовых приобрести данный товар или услугу. Эта основная взаимосвязь верна и для рынка банковских депозитов, на котором банки предъявляют спрос на средства на депозитных счетах своих клиентов.

Как мы уже знаем, график чистого предельного дохода отдельно взятого банка *j*, причем $NMR_j = r_L - (MC_D + MC_L)$, является графиком спроса данного банка на депозиты при данной рыночной процентной ставке по ссудам (рис. 8-11). Воспроизведем график спроса банка *j* на депозиты (рис. 8-11), который построен при данной процентной ставке по ссудам 0,10, на рис. 8-15*А*. Если рыночная процентная ставка по депозитам равна 0,07, то спрос банка *j* на депозиты равен 100 млн. долл. Если процентная ставка по депозитам падает до 0,04, то спрос банка *j* на депозиты равен 150 млн. долл.

На рис. 8-15*Б* представлен график спроса на депозиты банка *k*. Банк *k* хотел бы получить 80 млн. долл. депозитов при рыночной ставке по вкладам 0,07, но если она падает до 0,04, то его спрос составит 110 млн. долл. На рис. 8-15*В* спрос обоих

банков на депозиты складывается по горизонтали; при процентной ставке по депозитам 0,07 общий спрос на депозиты равен 180 млн. долл., а при ставке 0,04 он составляет 260 млн. долл.

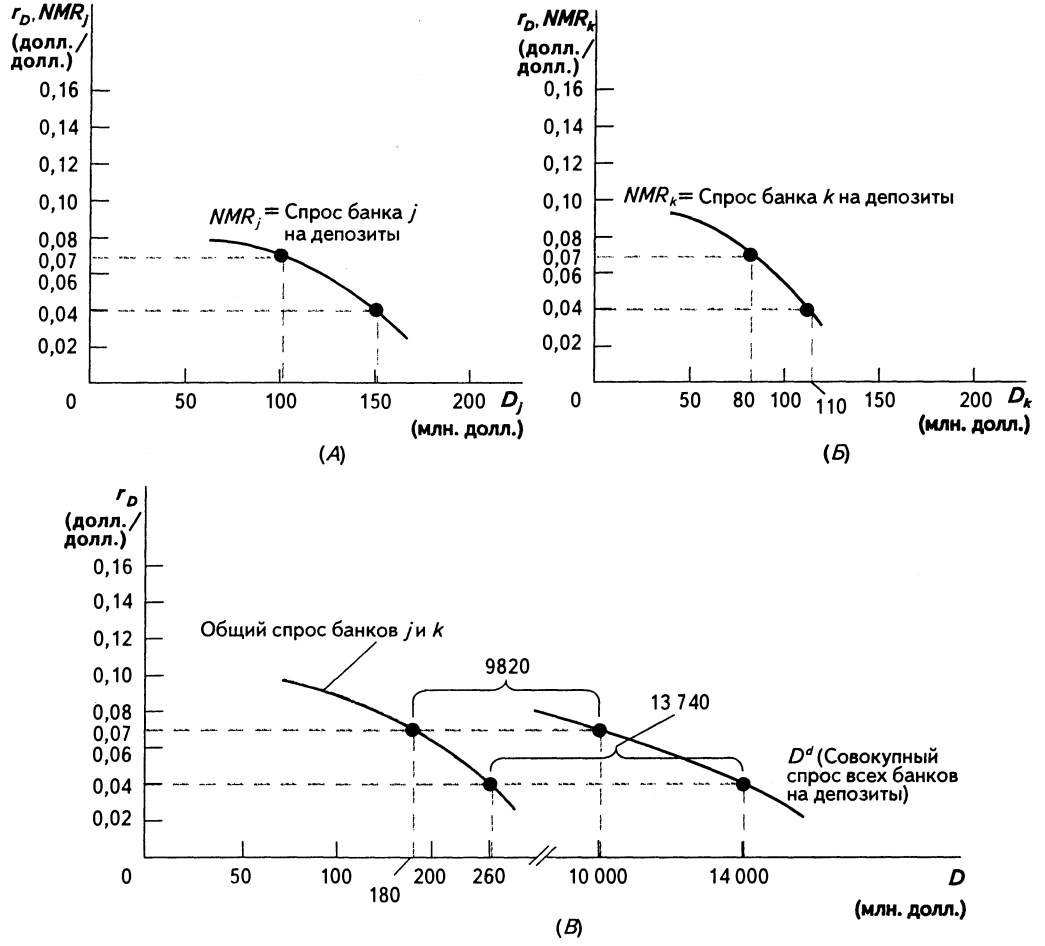


Рис. 8-15

График рыночного спроса на депозиты. Если рыночная процентная ставка по депозитам равна 0,07, то спрос банка j на депозиты равен 100 млн. долл. Если процент по депозитам падает до 0,04, то спрос банка j на депозиты составит 150 млн. долл. (рис. *А*). Спроса банка k на депозиты составил бы 80 млн. долл. при рыночной ставке по вкладам 0,07, но если эта ставка падает до 0,04, то его спрос составит 110 млн. долл. (рис. *Б*). При процентной ставке по депозитам 0,07 общий спрос двух банков на депозиты равен 180 млн. долл., а при ставке 0,04 он составит 260 млн. долл.

Если рыночная процентная ставка по депозитам равна 0,07, то спрос всех остальных банков (кроме j и k) составит 9820 млн. долл., так что вместе с банками j и k совокупный спрос на депозиты при процентной ставке по депозитам 0,07 будет 10 000 млн. долл., или 10 млрд. долл. (рис. *В*). Если процентная ставка по депозитам упадет до 0,04, то спрос всех остальных банков возрастет до 13 740 млн. долл., так что совокупный спрос всех банков (включая j и k) будет равен 14 000 млн. долл., или 14 млрд. долл. Итоговый график, содержащий все эти точки, является графиком рыночного спроса на депозиты (D^d).

Чтобы построить график рыночного спроса на депозиты, мы должны учитывать спрос на средства вкладчиков всех банков (рис. 8-15*В*). Если рыночная ставка по депозитам равна 0,07, то спрос всех остальных банков (кроме *j* и *k*) составит 9820 млн. долл. Следовательно, вместе с банками *j* и *k* совокупный спрос на депозиты при процентной ставке по вкладам 0,07 поднимется до 10 000 млн. долл., или 10 млрд. долл. Если процентная ставка по депозитам упадет до 0,04, то спрос всех остальных банков возрастет до 13 740 млн. долл., так что совокупный спрос всех банков (включая *j* и *k*) будет равен 14 000 млн. долл., или 14 млрд. долл. Итоговый график, представленный на рис. 8-15*В*, таким образом, является *графиком рыночного спроса на депозиты* (*market deposit demand schedule*, D^d).

Предложение депозитов небанковским сектором Домашние хозяйства и фирмы готовы увеличивать предложение депозитов по мере роста рыночного банковского процента, начисляемого по депозитам. Следовательно, *график рыночного предложения депозитов* (*market deposit supply schedule*, D^s) небанковским сектором имеет положительный наклон. Вариант графика рыночного предложения депозитов представлен на рис. 8-16*А*.

Равновесие на рынке депозитов На рис. 8-16 показано состояние равновесия на рынке банковских депозитов. Оно имеет место в точке, в которой банковский спрос на депозиты равен предложению депозитов небанковским сектором. На рис. 8-16*А* равновесная величина спроса и предложения равна 10 млрд. долл. Процентная ставка по депозитам корректируется, пока не будет достигнуто равновесие на рынке депозитов. С одной стороны, если процентная ставка по депозитам была бы равна 0,09, то существовало бы избыточное предложение депозитов небанковским сектором, или избыток депозитов. Вкладчики, конкурирующие между собой за процентный доход, будут соглашаться на все уменьшающийся процент по депозитам, пока избыток депозитов не исчезнет. С другой стороны, если бы процентная ставка по депозитам составляла 0,05, то имел бы место избыточный спрос банков на депозиты, или нехватка депозитов. В этом случае конкурирующие между собой банки будут повышать процентные ставки по депозитам до тех пор, пока такой дефицит не исчезнет. При равновесной процентной ставке по депозитам (0,07 на рис. 8-16*А*) при данных графиках спроса и предложения не существует ни избытка, ни нехватки депозитов.

Рисунок 8-16*Б* показывает решение банка *j* относительно объема привлеченных депозитов. Банк *j* понимает, что эта величина составляет незначительную часть совокупного спроса на депозиты, поэтому он принимает рыночную ставку по депозитам 0,07 как данную и находящуюся вне его контроля. Хотя банк *j* при желании может начислять проценты по депозитам по ставке выше или ниже рыночной, в целях максимизации прибыли делать этого он не будет. Если бы он установил процентную ставку по депозитам ниже рыночной, например 0,05, то практически ни одно домашнее хозяйство и ни одна фирма не стали бы держать свой капитал в банке *j*, поскольку они могли вложить свои средства в любой другой банк и получать более высокий процент (0,07). Банк *j* просто потерял бы всех своих вкладчиков.

Более того, если бы банк *j* стал начислять проценты по депозитам выше рыночной ставки, к примеру 0,09, то его чистые предельные затраты на выплату процентов превысили бы его чистый предельный доход по привлеченным депозитам при их объеме в 100 млн. долл. (рис. 8-16*Б*). Чистая прибыль, полученная банком от ссуды последнего доллара депозитов, будет *отрицательной*, так что банк получил бы большую прибыль, установив процентную ставку по депозитам на уровне рыночной (0,07). Действительно, банк максимизирует прибыль, привлекая вклады на сумму 100 млн. долл. при данной рыночной процентной ставке по депозитам.

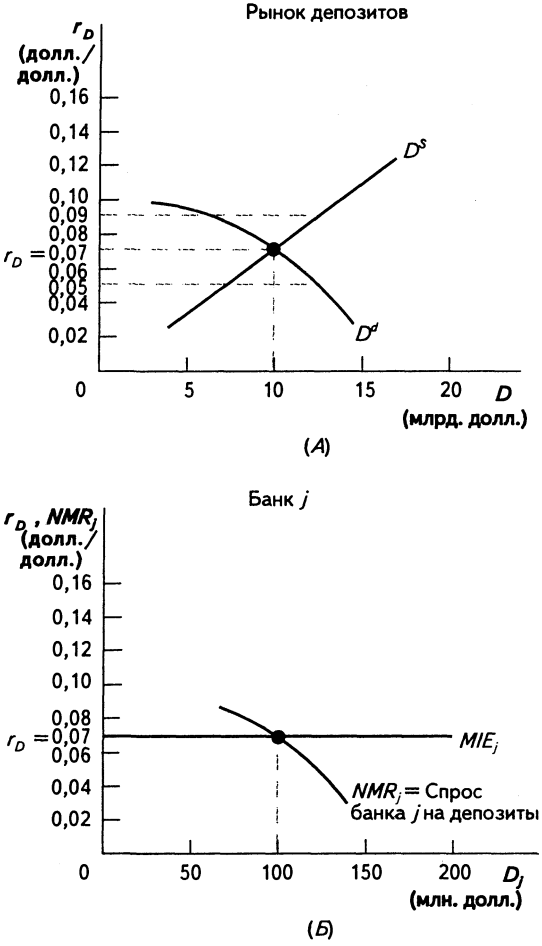


Рис. 8-16

Равновесие на рынке депозитов. Состояние равновесия на рынке банковских депозитов имеет место в точке, в которой банковский спрос на депозиты равен предложению депозитов небанковским сектором, то есть 10 млрд. долл. (рис. *А*). Если процентная ставка по депозитам была равна 0,09, то существовало бы избыточное предложение депозитов небанковским сектором; при этом вкладчики будут соглашаться на все уменьшающийся процент по депозитам, пока избыток депозитов не исчезнет. Если же процентная ставка по депозитам составляла 0,05, то имел бы место избыточный спрос банков на депозиты, и банки будут повышать процентную ставку по депозитам до тех пор, пока нехватка депозитов не исчезнет. При равновесной процентной ставке по депозитам 0,07 не существует ни избытка, ни нехватки депозитов.

Банк *j* принимает рыночную процентную ставку по депозитам 0,07 как данную и находящуюся вне его контроля. Если бы он установил процентную ставку по депозитам ниже рыночной, например 0,05, то вряд ли кто-нибудь стал бы держать свой капитал в банке *j*. Если бы банк *j* стал начислять проценты по депозитам по ставке выше рыночной, к примеру 0,09, то его чистые предельные затраты на выплату процентов будут превышать его чистый предельный доход по депозитам при их объеме в 100 млн. долл., и чистая прибыль, полученная банком от ссуды последнего доллара депозитов, будет отрицательной. Следовательно, банк получил бы большую прибыль, установив процентную ставку по депозитам на уровне рыночной — 0,07. При данной ставке процента величина его спроса на депозиты составит 100 млн. долл.

Эффект роста предложения депозитов На рис. 8-17 показан результат увеличения предложения депозитов небанковским сектором. Рост предложения депозитов означает, что при любой данной процентной ставке по депозитам, включая первоначальную равновесную ставку, предложение депозитов небанковским сектором возрастает. (К примеру, произошло падение процентных ставок по государственным ценным бумагам или уменьшение доходности корпорационных облигаций, что могло побудить домашние хозяйства и фирмы держать свои средства на счетах в банке, а не в виде этих финансовых инструментов.) Следовательно, рост предложения депозитов представлен на рис. 8-17*А* как *правостороннее смещение* графика рыночного предложения депозитов из положения D_0^s в D_1^s.

Вследствие такого увеличения предложения депозитов, показанного на рис. 8-17*А*, будет иметь место избыток предложения депозитов при прежней равновесной ставке процента по депозитам 0,07. В результате первоначальная равновесная величина спроса и предложения депозитов (10 млрд. долл.) уже не является точкой равновесия. С уменьшением процента по вкладам избыток депозитов устраняется, и предложение депозитов теперь уравняется со спросом при новой равновесной процентной ставке по депозитам 0,04.

С уменьшением процентной ставки по депозитам каждый банк (включая *j*) предъявляет все больший спрос на депозиты (рис. 8-17*Б*). Когда рыночная процентная ставка упадет с 0,07 до 0,04, спрос банка *j* на депозиты возрастет со 100 млн. до 150 млн. долл. Такая динамика спроса банка *j* на депозиты (рис. 8-17*Б*) отражает *изменения спроса* на рынке депозитов (рис. 8-17*А*), поскольку спрос банка *j* и всех остальных банков на рынке увеличивается, пока не будет достигнута новая равновесная величина предложения депозитов в 14 млрд. долл.

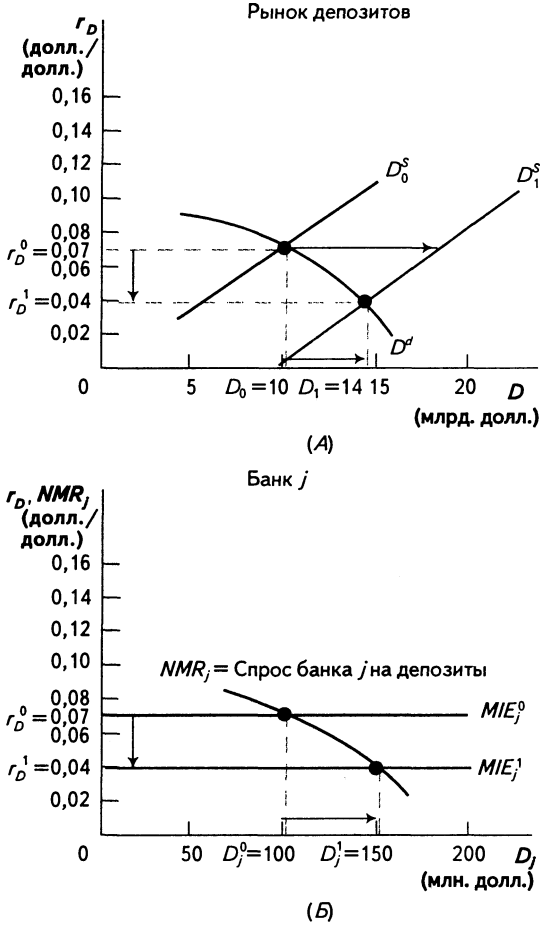


Рис. 8-17
Эффект роста предложения депозитов. Рост предложения депозитов приводит к правостороннему смещению графика рыночного предложения депозитов из положения D_0^S в D_1^S (рис. *А*). При прежней равновесной процентной ставке по депозитам 0,07 будет иметь место избыточное предложение депозитов, и процентная ставка по вкладам будет уменьшаться, пока не установится новая равновесная ставка в размере 0,04.

С уменьшением процентной ставки по депозитам каждый банк (включая *j*) предъявляет все больший спрос на депозиты (рис. *Б*). Например, когда рыночная процентная ставка упадет с 0,07 до 0,04, спрос банка *j* на депозиты возрастет со 100 млн. до 150 млн. долл. Совокупный спрос всех банков на рынке будет увеличиваться подобным образом, пока не будет достигнута новая равновесная величина предложения депозитов в 14 млрд. долл. (рис. *А*).

ВЗАИМОЗАВИСИМОСТЬ РЫНКОВ БАНКОВСКИХ ДЕПОЗИТОВ И ССУДНЫХ КАПИТАЛОВ

Ранее мы рассматривали рынки ссудных капиталов и депозитов вне зависимости друг от друга. Например, наш анализ рынка ссудных капиталов основывался на предположении, что процентная ставка по депозитам составляет 0,07, хотя мы учитывали при рассмотрении рынка депозитов, что равновесная процентная ставка по депозитам может меняться вместе с изменениями рыночной конъюнктуры. К тому же в анализе рынка депозитов мы допускали, что процент по ссудам составлял 0,10, хотя при обсуждении рынка ссудных капиталов мы видели, что колебания рыночной конъюнктуры могут привести к изменению равновесной процентной ставки по ссудам.

Действительно, явления, происходящие на рынке ссудных капиталов, оказывают воздействие на рынок депозитов, и наоборот. Выходит, что такая *взаимозависимость* событий на рынках ссудных капиталов и депозитов способствует объяснению, почему процентные ставки по ссудам и депозитам обычно (хотя и не всегда) со временем изменяются в одном направлении.

Почему процентные ставки по ссудам и депозитам часто изменяются в одном направлении Почему это так? Чтобы разобраться в этом вопросе, прежде всего еще раз обратимся к рис. 8-14, где представлен эффект роста спроса на кредит. Как уже отмечалось, рост спроса на кредит воздействует и на общий равновесный объем кредитования, и на равновесную процентную ставку по ссудам.

Но что же произойдет, если увеличится процентная ставка по ссудам? Напомним, что чистый предельный доход банка от привлеченных депозитов равен $r_L - (MC_D + MC_L)$. Если равновесная ставка ссудного процента растет, следовательно, чистый предельный доход от ссуды депозитов увеличивается для каждого банка. Это означает, что спрос каждого банка на депозиты повысится. Следовательно, на рынке депозитов спрос на депозиты вырастет, что приведет к увеличению равновесной ставки процента по депозитам. В результате рыночная процентная ставка по вкладам будет, вероятно, меняться в том же направлении, что и ставка ссудного процента.

Теперь рассмотрим пример, иллюстрацией которого служит рис. 8-17. В данном примере небанковский сектор увеличил предложение депозитов. Это привело к росту равновесного объема депозитов и сокращению равновесной процентной ставки по депозитам.

Однако это еще не все. Мы знаем, что предельные затраты банка на выдачу ссуд равны $r_D + MC_D + MC_L$. Если равновесная ставка по депозитам падает в результате увеличения предложения депозитов небанковским сектором, то предельные затраты банков на выдачу ссуд соответственно уменьшатся. Вследствие этого все банки на рынке ссудных капиталов станут увеличивать предложение кредитных ресурсов при любой данной ставке ссудного процента. График рыночного предложения кредита сместится вправо, и равновесная процентная ставка по ссудам упадет. И опять ставки процента по депозитам и по ссудам будут изменяться в одном направлении.

Почему процентные ставки по ссудам и депозитам не всегда меняются в одном направлении Хотя рыночные процентные ставки по банковским ссудам и депозитам обычно со временем изменяются в одном направлении, иногда этого не происходит. Для этого существует своя причина, и заключается она в том, что равновесные величины и процентные ставки на рынках ссудных капиталов и депозитов зависят от поведения небанковского сектора и от характеристик факторных затрат, которые несут банки. Если банковские издержки меняются, тогда, в чем мы убедимся, равновесные процентные ставки по ссудам и депозитам иногда могут изменяться в противоположных направлениях.

Большое число факторов может повлиять на уровень факторных затрат, которые несут банки. К примеру, технологическая модернизация может снизить предельные факторные затраты банка, так же как и уменьшение заработной платы работников банка. Упрощение государственного регулирования банков также может снизить факторные затраты за счет меньшего количества предписаний и других бюрократических формальностей, которые должны исполнять банки.

Предположим, что по какой-либо из причин предельные факторные затраты банка падают. Это означает, что при любых данных объемах кредитования и депозитов первоначальные значения MC_D и MC_L, скажем, MC_D^0 и MC_L^0, снизятся до MC_D^1 и

MC_L^1. В результате предельные издержки ($MC_j = r_D + MC_D + MC_L$) любого банка, например банка j, уменьшатся (рис. 8-18*Б*). Это значит, что предложение кредита каждого банка возрастет, так что график рыночного предложения кредита сместится вправо из положения L_0^S в L_1^S (рис. 8-18*А*). В результате равновесная ставка ссудного процента уменьшится с $r_L^0 = 0{,}10$ до $r_L^1 = 0{,}08$ и равновесный объем кредитования вырастет с $L_0 = 10$ млрд. долл. до $L_1 = 14$ млрд. долл.

К тому же, как показано на рис. 8-18*Г*, уменьшение предельных факторных затрат приведет к росту чистого предельного дохода $[NMR_j = r_L - (MC_D + MC_L)]$, получаемого каждым банком, в том числе и банком j. Следовательно, спрос банка j и всех остальных банков на депозиты растет, так что график рыночного спроса на депозиты смещается вправо из положения D_0^d в D_1^d (рис. 8-18*В*). Результатом будет увеличение равновесной процентной ставки по депозитам с $r_D = 0{,}05$ до $r_D = 0{,}07$ и увеличение равновесного объема депозитов с $D_0 = 10$ млрд. долл. до $D_1 = 13$ млрд. долл.

Как показывает этот пример, сокращение факторных затрат, связанных с проведением банковских операций, приводит к падению равновесной ставки ссудного процента, но к росту равновесной процентной ставки по депозитам. Следовательно, эти две процентные ставки могут изменяться в разных направлениях, когда факторные затраты значительно меняются.

Естественно, вследствие падения ставки ссудного процента чистый предельный доход каждого банка от привлеченных депозитов $[r_L - (MC_D + MC_L)]$ несколько уменьшается. Это приведет к частично компенсирующему *сокращению* совокупного банковского спроса на депозиты (на рис. 8-18 это не показано), которое будет отчасти противодействовать росту процентной ставки по депозитам. К тому же, поскольку в общем процент по вкладам увеличивается, предельные затраты каждого банка на выдачу ссуд ($r_D + MC_D + MC_L$) несколько возрастут. Это в свою очередь вызовет частично компенсирующее сокращение совокупного предложения кредита (оно также не показано), которое будет иметь тенденцию к противодействию (но опять же лишь частичному) падению ставки ссудного процента.

Отметим, что, хотя эффекты взаимозависимости рынков не компенсируют полностью изменения рыночных процентных ставок в каком-то направлении, экономисты, заинтересованные в понимании эффекта изменений на рынках ссудных капиталов и депозитов, должны этот фактор учитывать. Причина этого иллюстрируется на рис. 8-18. Для максимального упрощения на рисунке не отражены все эффекты взаимозависимости рынков, которые были рассмотрены. Поэтому, как показано на рисунке, условие банковского баланса не выполняется; объем кредитования не равен объему депозитов. Когда мы учтем взаимозависимость этих двух рынков, тем не менее график предложения кредита будет иметь тенденцию к правостороннему смещению (рис. 8-18*А*), что приведет к увеличению равновесного объема банковского кредитования, а спрос на вклады сдвинется влево (рис. 8-18*В*), что приведет к снижению равновесного объема депозитов. В конце концов объемы кредитования и депозитов уравняются. Это в конечном итоге приведет к установлению равновесия на рынках ссудных капиталов и депозитов, что будет удовлетворять уравнению баланса банков.

Анализ частичного и общего равновесия Вышеприведенные три примера учитывали взаимное влияние рынков банковских депозитов и ссудных капиталов, т. е. мы проводили **анализ общего равновесия** (*general equilibrium analysis*). При проведении такого типа анализа мы должны учитывать все источники взаимного влияния рынков.

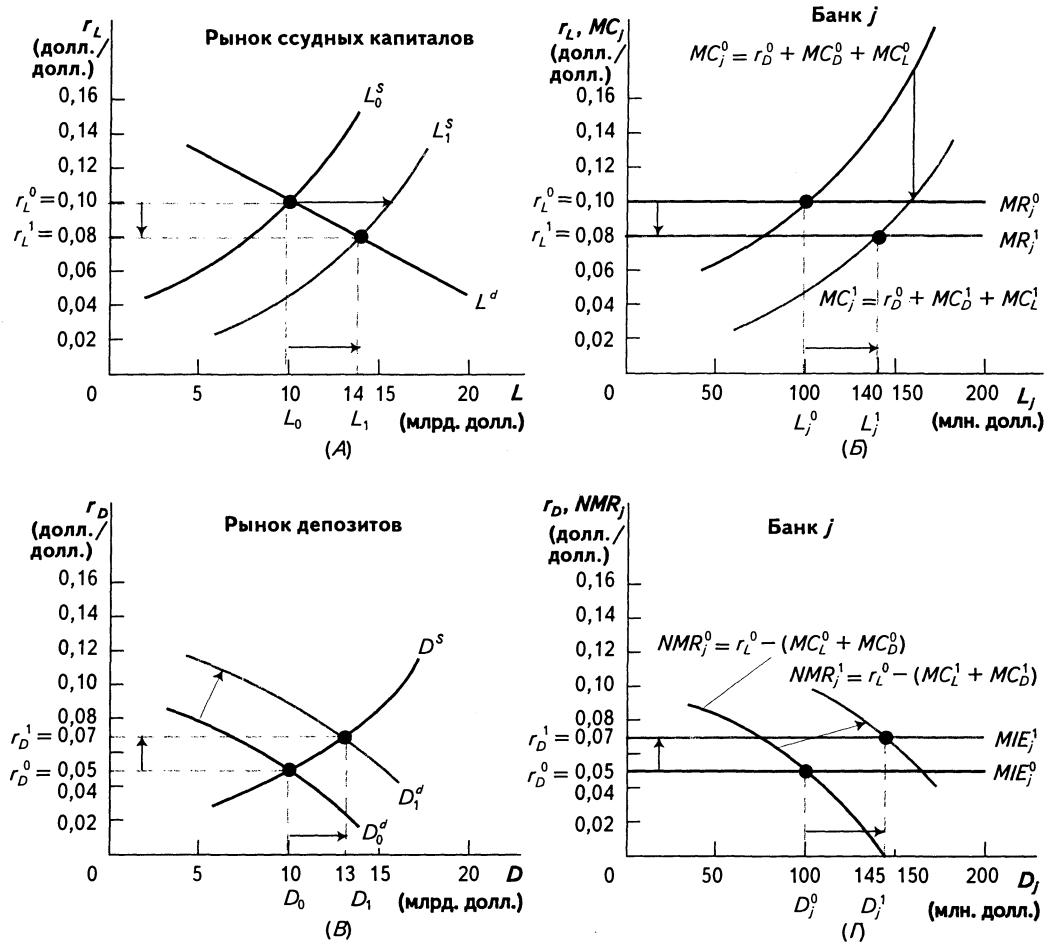


Рис. 8-18

Эффект уменьшения предельных факторных затрат банка. При данных объемах ссуд и депозитов первоначальные значения MC_D и MC_L уменьшаются. В результате предложение кредита каждого банка возрастет (рис. *Б*), так что график рыночного предложения кредита смещается вправо (рис. *А*). Первоначально равновесная ставка ссудного процента уменьшится с $r_L^0 = 0{,}10$ до $r_L^1 = 0{,}08$, и равновесный объем кредитования вырастет с $L_0 = 10$ млрд. долл. до $L_1 = 14$ млрд. долл. К тому же снижение MC_D и MC_L приведет к росту чистого предельного дохода по привлеченным депозитам (рис. *Г*), так что спрос банка *j* и всех остальных банков на депозиты растет, и график рыночного спроса на депозиты сместится вправо (рис. *В*). Результатом будет увеличение равновесной процентной ставки по депозитам с $r_D^0 = 0{,}05$ до $r_D^1 = 0{,}07$ и увеличение равновесного объема депозитов с $D_0 = 10$ млрд. долл. до $D_1 = 13$ млрд. долл.

Однако обычно при моделировании таких процессов, как, например, влияние изменений законодательства на поведение банков и рынков банковских капиталов, достаточно рассматривать изменения на одном рынке, изолированном от другого (как, например, мы делали при анализе рис. 8-14, 8-17 и 8-18). Итак, если мы рассматриваем один рынок и абстрагируемся от другого, то такой анализ называется **анализом частичного равновесия** (*partial equilibrium analysis*). Кстати, поспешим вас обрадовать — во всех главах части III мы будем проводить исключительно анализ частичного равновесия.

Монополии в банковской сфере

Еще неизвестно, является ли модель конкуренции в банковской сфере реалистичной, близкой к реальной действительности (более подробно этот вопрос будет рассматриваться в главе 11). В главе 10 вы узнаете о некоторых причинах, которые опровергают предположение о существовании совершенной конкуренции в банковской сфере. Наиболее важная из них заключается в том, что по некоторым определенным причинам законы и государственное регулирование ограничивают свободный вход и выход из отрасли, хотя последний является необходимым условием совершенной конкуренции.

Здесь мы больше не будем вдаваться в изучение *причин*, могущих породить монополизм в банковской сфере (мы их рассмотрим в главе 11), а остановимся на последствиях *монополизации* банковской деятельности, т. е. обсудим вопрос: как изменится базовая модель банка, если на рынке он представлен в единственном числе или присутствуют несколько банков, объединившихся ради достижения максимальной прибыли?

Для ответа на этот вопрос следует сконцентрировать внимание на рынке ссудных капиталов. Как показано на рис. 8-19, если на рынке присутствует только один банк, то кривая спроса этого банка (мы опять-таки обозначим его как банк j) будет совпадать с кривой спроса на кредит всего рынка в целом. Отсюда очевидно, что предельный доход банка не будет константой, так как банк сможет влиять на объем спроса за счет изменения ставки ссудного процента. В таком случае величина получаемого им дохода от ссуды каждого дополнительного доллара будет меняться. Следовательно, со снижением банковской ставки ссудного процента предельный доход упадет до уровня ниже размера этой ставки. Таким образом, кривая предельного дохода банка-монополиста (MR_j) имеет отрицательный наклон и лежит ниже кривой спроса на кредит (рис. 8-19).

Для того чтобы максимизировать прибыль, банк будет выдавать ссуды до тех пор, пока предельный доход не станет равен предельным издержкам. Следовательно, банк будет расширять свои активы до той точки, в которой кривая предельного дохода (MR_j) пересекает кривую предельных издержек банка $MC_j = r_D + MC_L + MC_D$. В этой точке (рис. 8-19) банк j планирует выдать ссуды в размере $L_j^* = 5$ млрд. долл. Если банк предоставит меньше ссуд, то его предельный доход от выдачи ссуд превысит предельные издержки, т. е. дополнительный доход, обусловленный выдачей большего объема ссуд, будет превышать дополнительные издержки, вызванные увеличением объема активов; следовательно, он может увеличить свою прибыль через увеличение объема активов до уровня $L_j^* = 5$ млрд. долл. Если банк предоставит ссуды на большую сумму, то дополнительные издержки будут превышать дополнительный доход. Следовательно, чтобы увеличить прибыль, банку следует уменьшить объем кредитования до прежнего уровня $L_j^* = 5$ млрд. долл.

Если банк j является абсолютным монополистом на рынке, то заемщики смогут получить ссуды в максимальном размере 5 млрд. долл. Какую процентную ставку придется платить заемщикам по таким ссудам? При совершенной конкуренции процентная ставка на рынке ссудных капиталов определяется соотношением спроса и предложения. На монопольном рынке не существует кривой рыночного предложения, поскольку лишь один банк определяет максимально прибыльный объем предоставляемых ссуд, причем исключительно на основе данных о своих предельных издержках и предельном доходе.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Соответствует ли реальная динамика процентных ставок по банковским депозитам предсказаниям теории?

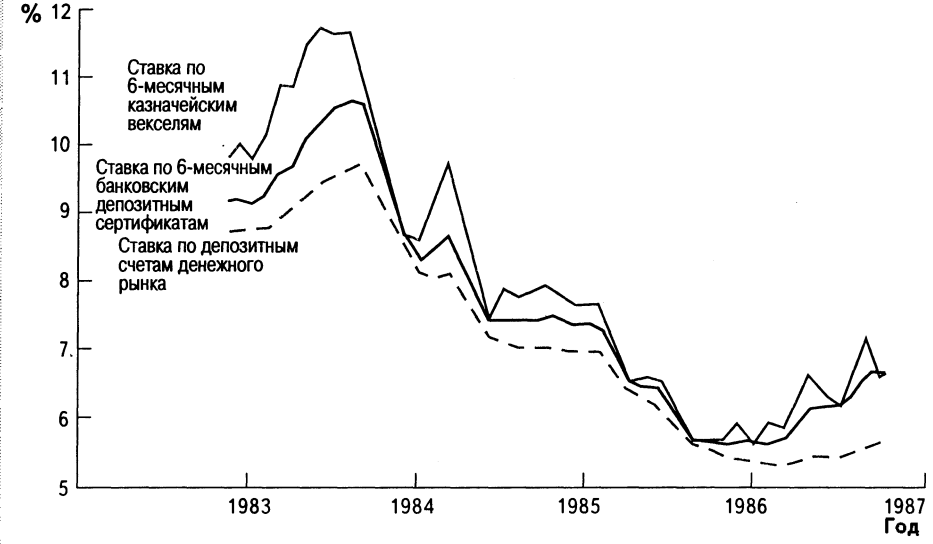
В 1960—70-е годы Конгресс и контролирующие банковскую деятельность органы наложили определенные ограничения на размер процентных ставок по банковским депозитам. Однако в 1980-е годы Конгресс снял большую часть этих ограничений. Большинство ограничений уже не действовало к концу 1983 г. Следовательно, наша теория поведения банков при нерегулируемой процентной ставке может применяться к периоду после 1982 г.

Вялая динамика и асимметричность изменений ставок по депозитам

Ни для кого не является сюрпризом тот факт, что начиная с конца 1983 г. динамика процентных ставок по депозитам стала соответствовать тенденциям, присущим остальным рыночным процентным ставкам. Как уже отмечалось, именно такое поведение и предсказывалось теорией, если, конечно, главными факторами, влияющими на ситуацию на рынках ссудных капиталов и депозитов, являются спрос на кредит и предложение депозитов со стороны небанковского сектора.

В нашей модели мы рассматривали только взаимозависимость между изменениями объема банковских вкладов и размера процентной ставки по ссудам. Однако в соответствии с теорией такая же взаимозависимость должна существовать и между процентными ставками по депозитам и ставками, выплачиваемыми банку по другим банковским активам, например по государственным ценным бумагам.

Однако после снятия ограничений на размер процентных ставок по депозитам в начале 1980-х годов наблюдалась *вялая* реакция этих ставок на увеличение процентных ставок по прочим активам. Вялая динамика процентных ставок по депозитам чет-



Динамика процентных ставок по 6-месячным казначейским векселям, по 6-месячным банковским депозитным сертификатам и депозитным счетам денежного рынка, 1983—1987 гг. На графике видно, что после отмены ряда ограничений на операции на финансовых рынках в начале 1980-х годов ставки по банковским депозитам обычно повторяли динамику процентных ставок по банковским активам, например, ставок по казначейским векселям. Здесь также видно, что процентные ставки по депозитам были подвержены большим изменениям при снижении ставки по казначейским векселям, чем при ее повышении.

ко прослеживается на нижеприведенном графике, на котором отражены изменения ставки по 6-месячным казначейским векселям, по 6-месячным банковским депозитным сертификатам и банковским депозитным счетам (см. главы 3 и 6, где описаны эти инструменты денежного рынка) в период с начала 1980-х годов. Отметим, что, когда процентная ставка по казначейским векселям повышается, рыночные ставки по депозитам тоже *несколько* увеличиваются. Кроме того, при уменьшении процентной ставки по казначейским векселям ставки по депозитам тоже снижаются.

Однако темпы падения процентных ставок по депозитам при снижении ставки по казначейским векселям были выше, чем темпы их роста при увеличении ставки по казначейским векселям. Таким образом, можно наблюдать *асимметричность* изменений процентных ставок по депозитам и ставок по прочим банковским активам. Когда ставка по казначейским векселям начала падать, рыночные процентные ставки по депозитам мгновенно среагировали и значительно снизились, что в принципе соответствует обсуждавшейся нами ранее теории. Однако когда процентная ставка по казначейским векселям стала повышаться, реакция рыночных ставок по депозитам последовала, во-первых, с определенным лагом и, во-вторых, повышение было незначительным.

Почему наблюдаются вялая динамика и асимметричность изменений рыночных процентных ставок по депозитам?

Экономисты долго не могли понять и до сих пор с уверенностью не знают причины вялой динамики и асимметричности изменений процентных ставок по депозитам. Однако на этот счет все-таки существуют некоторые гипотезы.

Одной из причин вялой динамики процентных ставок по депозитам может быть величина издержек, на которые банкам приходится идти, чтобы скорректировать объем активов и пассивов соответственно изменившимся ставкам. Например, при повышении процентной ставки по казначейским векселям чистый предельный доход от вкладов во всех банках увеличивается, и поэтому банки стараются увеличить объем депозитов (увеличить пассивы). Если *увеличение* объема банковских депозитов предполагает определенные издержки банка (издержки по корректировке объема депозитов), то тогда спрос на депозиты со стороны банков поднимется лишь частично и будет это происходить не сразу. Следовательно, равновесная ставка по депозитам будет расти медленнее, чем процентная ставка по казначейским векселям. С другой стороны, в соответствии с вышеприведенным объяснением издержки по уменьшению объема пассивов должны быть существенно меньше, и в таком случае если доходность векселей будет падать, то спрос на депозиты со стороны банков сможет среагировать существенно быстрее. Именно этим и можно объяснить асимметричность изменений ставок по депозитам.

Однако другие экономисты отвергают данную версию, объясняя это тем, что издержки по корректировке объема депозитов не такие уж и большие и что непонятна причина, по которой стоимость увеличения пассивов существенно выше стоимости уменьшения пассивов. Они дают другое объяснение вялой динамики и асимметричности изменений процентных ставок по депозитам. Они считают теорию совершенной конкуренции неприменимой для описания ситуации на рынках ссудных капиталов и депозитов. Согласно их взглядам, банки обладают монополией на рынках ссудных капиталов и депозитов. Вместо того чтобы воспринимать ставки как нечто *данное*, определяемое исключительно соотношением спроса и предложения, не поддающееся контролю, банки устанавливают свои процентные ставки по ссудам и депозитам с целью максимизации прибыли. Ниже в данной главе и в главе 11 мы расскажем о монополизации банковской деятельности более подробно.

Следовательно, монополист установит максимальную ставку, при которой заемщики согласятся получить заранее установленный банком объем ссуд. Как видно из рис. 8-19, если банк предполагает выдать ссуды в размере $L_j^* = 5$ млрд. долл., то тогда, в соответствии с рыночной кривой спроса на кредит, он будет исходить из максимальной ставки $r_L^* = 0{,}15$, или 15%. Именно такой и будет установленная банком процентная ставка.

Многие экономисты считают, что монопольные банковские рынки в США являются скорее правилом, чем исключением, по крайней мере до недавнего времени. Как же это может быть, если в США действует около 12 000 банков? Мы рассмотрим данную проблему в главах 10 и 11. Однако перед тем, как обратиться к этой проблеме, нам следует отойти от изучения чистой теории и побольше узнать о том, как все происходит на самом деле, как в реальной жизни банкиры достигают максимальных прибылей. Именно этот вопрос мы и рассмотрим в следующей главе.

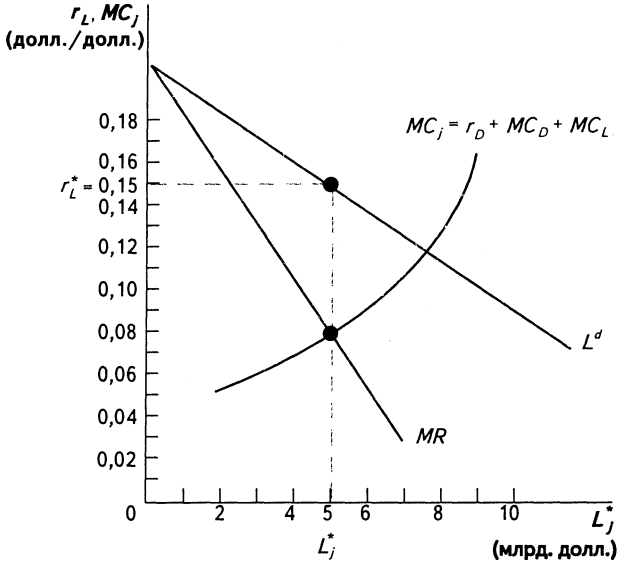


Рис. 8-19

Монопольный рынок ссудных капиталов. Если банк j является абсолютным монополистом на рынке ссудных капиталов, то его кривая спроса совпадает с кривой спроса всего рынка. Это означает, что предельный доход банка не является константой. По мере того как банк снижает ставку ссудного процента, его предельный доход от кредитования уменьшается до уровня ниже взимаемой им процентной ставки. Таким образом, кривая предельного дохода банка (MR_j) имеет отрицательный наклон и лежит ниже кривой рыночного спроса на кредит.

Для того чтобы максимизировать свою прибыль, банку следует выдавать ссуды до тех пор, пока его предельный доход не сравняется с предельными издержками. Именно в этой точке кривая предельного дохода (MR_j) пересекает кривую предельных издержек банка, т. е. $MC_j = r_D + MC_L + MC_D$. В данной точке объем кредитования банка j составит $L_j^* = 5$ млрд. долл.

Банк установит максимальную ставку, которую заемщики согласны платить при общем объеме выдаваемых ссуд $L_j^* = 5$ млрд. долл., в соответствии с кривой рыночного спроса на кредит в размере 15%, или $r_L^* = 0,15$.

Краткое содержание

1. Любая экономическая теория поведения банков должна учитывать основные ограничения, диктуемые балансом, т. е. активы должны равняться пассивам и собственному капиталу. В простой модели, где банковские активы состоят только из выданных ссуд, а пассивы — из чековых депозитов, объем депозитов должен равняться объему ссуд. Причем это должно быть верно как для банка, так и для всей банковской системы в целом.
2. В нашей упрощенной модели доходы банка складываются исключительно из процентных выплат, получаемых от заемщиков, по выданным банком ссудам. Рассматриваются только два вида банковских издержек. Первый — выплата процентов вкладчикам по депо-

зитам, используемым банком для выдачи ссуд. Второй — факторные затраты, т. е. затраты, которые несет банк на оплату труда и других факторов производства, используемых для получения вкладов, выдачи и оформления ссуд.

3. На конкурентном банковском рынке ссуды и депозиты являются отдельными финансовыми активами. На рынке присутствует большое число банков, причем каждый из них контролирует малую долю всех ссуд и депозитов банковской системы. Следовательно, каждый банк рассматривает рыночные ставки по ссудам и депозитам как данные, т. е. он не может на них как-то повлиять, т. е. какую бы депозитную или кредитную политику не проводил банк, его предельный доход будет равняться рыночной процентной ставке по ссудам. Так же вне зависимости от объема банковских депозитов предельные издержки банка будут равняться рыночной процентной ставке по депозитам.

4. Предельные издержки банка складываются из трех составляющих: его предельных затрат, связанных с выплатой процентов по вкладам, предельных факторных затрат по ссудным операциям и предельных факторных затрат по депозитным операциям. По мере того как типичный банк увеличивает объем кредитования, его предельные издержки растут. Прибыль банка максимальна, когда рыночная процентная ставка по ссудам равна предельным издержкам банка. Если рыночная процентная ставка по ссудам растет или уменьшается, банк соответственно изменяет величину своих активов, используя графический анализ (кривая предельных издержек банка). Следовательно, кривая предельных издержек банка совпадает с кривой предложения банковского кредита. Кривая рыночного предложения кредита складывается из кривых предложения всех банков — участников рынка.

5. Чистый предельный доход банка в расчете на доллар депозитов равен процентной ставке по ссудам, получаемой банком от заемщика за каждый доллар предоставленной ссуды, минус предельные факторные затраты по ссудным и депозитным операциям. Банк принимает депозиты до тех пор, пока предельный доход в расчете на доллар депозитов не сравняется с предельными затратами, связанными с выплатой процентов по вкладам. В условиях совершенной конкуренции предельные затраты равняются рыночной процентной ставке по депозитам. Если рыночная процентная ставка по депозитам меняется, то банк изменяет объем депозитов. Кривая чистого предельного дохода банка совпадает с кривой спроса на депозиты со стороны банка. Кривая рыночного спроса на депозиты складывается из кривых спроса на депозиты всех банков.

6. В банковской системе, функционирующей в условиях совершенной конкуренции, равновесная процентная ставка по ссудам определяется соотношением спроса на кредит со стороны небанковского сектора и предложения кредита. Точно так же равновесная процентная ставка по депозитам определяется как точка пересечения кривой спроса банков на депозиты и кривой предложения депозитов со стороны небанковского сектора. Эти равновесные процентные ставки будут меняться, если со стороны небанковского сектора изменится предложение депозитов или спрос на кредит или если со стороны банков изменится предложение кредита или спрос на депозиты.

7. Если на рынке представлен только один банк-монополист, то его предельный доход падает по мере увеличения объема кредитования. Для получения максимальной прибыли банк-монополист предоставит такой объем ссуд, при котором его предельный доход сравняется с предельными издержками. При таком объеме выдаваемых ссуд он установит максимально приемлемую для заемщиков ставку при данном, определенном банком объеме кредитования.

Словарь терминов

Анализ общего равновесия (*general equilibrium analysis*) — анализ взаимовлияния рынков ссудных капиталов и депозитов. Принимает во внимание взаимозависимость этих двух рынков.

Анализ частичного равновесия (*partial equilibrium analysis*) — анализ влияния разнообразных факторов на равновесие на рынке ссудных капиталов или рынке депозитов, не принимающий во внимание влияние одного рынка на другой.

Затраты на выплату процентов (*interest expenses*) — издержки, обусловленные выплатой банком процентов по депозитам, используемым для выдачи банковских ссуд.

Небанковский сектор (*nonbank public*) — домашние хозяйства и фирмы.

Уравнение баланса (*balance sheet constraint*) — при условии, что все банковские активы состоят только из выданных ссуд, а все пассивы — из депозитов, если активы равны пассивам, то и объем выданных банком ссуд должен равняться объему банковских депозитов.

Факторные затраты (*real resource expenses*) — затраты, которые несет банк по ежедневным операциям в виде денежных выплат заработной платы работникам и выплат владельцам других факторов производства, и, кроме того, в виде альтернативных издержек, связанных с возможностью альтернативного использования факторов производства.

Экономическая прибыль (*economic profits*) — валовой доход минус экономические издержки.

Экономические издержки (*economic costs*) — включают в себя *денежные затраты*, т. е. затраты на выплату процентов по вкладам и факторные затраты, необходимые для поддержания каждодневного нормального функционирования банка, и *альтернативные издержки*, которые несет банк, так как его владельцы могли бы использовать факторы производства, которыми располагает банк, как-то по-другому.

Вопросы для самопроверки

1. Предположим, что имеет место *снижение* спроса на банковский кредит со стороны небанковского сектора. Допустим, что в банковской сфере господствует совершенная конкуренция. (*Подсказка*: При ответе на нижеприведенные вопросы помните, что эта задача является зеркальным отображением задачи, уже рассмотренной в данной главе.)

   а) Укажите последствия такого сокращения спроса на кредит как для рынка ссудных капиталов, так и для отдельного банка *j* (абстрагируйтесь от влияния рынка депозитов).

   б) С помощью соответствующих графиков покажите, как последствия сокращения рыночного спроса на кредит, рассмотренные вами в части (а), отразятся на равновесии на рынке депозитов и на поведении банка *j* на этом рынке.

   в) Какие еще общие последствия будут вызваны указанным в условии изменением, кроме тех, которые вы описали в части (б), до того как система снова придет в равновесие? Будьте конкретны.

2. Предположим, наблюдается *уменьшение* предложения депозитов со стороны небанковского сектора. Опять-таки предположим, что банковская система функционирует в условиях совершенной конкуренции. (*Подсказка*: При ответе на нижеприведенные вопросы помните, что эта задача является зеркальным отображением задачи, уже рассмотренной в данной главе.)

   а) Укажите последствия такого сокращения предложения депозитов как для рынка депозитов, так и для отдельного банка *j* (абстрагируйтесь от влияния рынка ссудных капиталов).

   б) С помощью соответствующих графиков покажите, как последствия на рынке депозитов, рассмотренные вами в части (а), отразятся на равновесии на рынке ссудных капиталов и на поведении банка *j* на этом рынке.

   в) Какие еще общие последствия будут вызваны указанным в условии изменением, кроме тех, которые вы описали в части (б), до того как система снова придет в равновесие? Будьте конкретны.

3. Предположим, что банковская система функционирует в условиях совершенной конкуренции и не регулируется никакими законами (юридическими) и что все банки должны повысить заработную плату *всем* своим служащим.

а) Без учета влияния рынка депозитов как такое событие повлияет на ситуацию на рынке ссудных капиталов и как изменится поведение на нем отдельного банка? При объяснении воспользуйтесь графиками.

б) Без учета влияния рынка ссудных капиталов как такое событие повлияет на ситуацию на рынке депозитов и как изменится поведение на нем отдельного банка? При объяснении воспользуйтесь графиками.

в) Если учитывать взаимосвязанность рынков ссудных капиталов и депозитов, какие еще изменения можно ожидать на этих рынках до того, как система придет в равновесие? Объясните свой ответ.

4. Предположим, что банковская система США полностью соответствует конкурентной модели, описанной в данной главе. Теперь предположим, что Конгресс принял закон, ослабляющий ограничения на деятельность японских и немецких банков на территории США, не позволявшие им конкурировать с американскими банками на рынках ссудных капиталов и депозитов. Банки этих стран немедленно среагировали и открыли большое число своих филиалов на территории США.

а) Если не учитывать влияние рынка депозитов, то какие последствия возымеет такое событие для рынка ссудных капиталов США? Каковы будут последствия для отдельного американского банка? В ответе используйте графики.

б) Если не учитывать влияние рынка ссудных капиталов, то какие последствия возымеет такое событие для рынка депозитов США? Каковы будут последствия для отдельного американского банка? В ответе используйте графики.

в) Если учитывать взаимозависимость рынков ссудных капиталов и депозитов, то какие последствия возымеет данное решение Конгресса? Используйте ваши ответы на части (а) и (б) данного вопроса.

5. Предположим, что возникла ситуация, когда банк-монополист вынужден поднять заработную плату всем своим служащим. Используя графики, продемонстрируйте, как изменится объем пассивов и активов данного банка и каковы будут процентные ставки по ссудам и депозитам в таком случае.

Задачи

8-1. Предположим, что при данном объеме ссуд и депозитов активы банка состоят только из ссуд, а пассивы — только из депозитов. Предельные факторные затраты на выдачу ссуд равны 0,01 долл. в расчете на каждый доллар ссуды, а предельные факторные затраты привлечения депозитов — 0,03 долл. на каждый доллар вкладов. В данный момент процентная ставка по депозитам составляет 6%. Если в банковской системе господствует совершенная конкуренция и банк стремится максимизировать прибыль, то какова ставка ссудного процента? Объясните свой ответ.

8-2. На данный момент банк функционирует в условиях совершенной конкуренции, предельные факторные затраты на размещение кредитов составляют 0,02 долл. в расчете на каждый доллар ссуды, а предельные факторные затраты на привлечение депозитов составляют 0,04 долл. на доллар вкладов. Рыночная процентная ставка по депозитам 5%, рыночная ставка ссудного процента 10%.

а) Достиг ли банк максимальной прибыльности? Как вы можете об этом судить?

б) Следует ли этому банку увеличить или уменьшить свои активы? Объясните свой ответ, используя график.

в) Следует ли этому банку увеличить или уменьшить свои пассивы? Объясните свой ответ, используя график.

8-3. Предположим, что в условиях совершенной конкуренции в банковской сфере наблюдается повышение равновесной процентной ставки по банковским ссудам с 6 до 7%, а равновесная процентная ставка по депозитам в то же время снижается с 4 до 3%. Если предельные факторные затраты на размещение ссуд не изменились, то что случилось с предельными факторными затратами на привлечение депозитов? Объясните свой ответ.

8-4. Если не учитывать влияние рынка ссудных капиталов, рассмотрим следующую алгебраическую модель:

Кривая спроса на депозиты задается как $D^d = 50 - (500 \times r_D)$.

Кривая предложения депозитов задается как $D^S = 10 + (300 \times r_D)$.

а) Постройте примерный график рыночного спроса и предложения депозитов.

б) Определите равновесный объем депозитов и процентную ставку по депозитам на данном рынке.

8-5. Если не учитывать влияние рынка депозитов, рассмотрим следующую алгебраическую модель:

Кривая спроса на кредит задается как $L^d = 43 - (200 \times r_L)$.

Кривая предложения кредита задается как $L^S = 16 + (100 \times r_L)$.

а) Постройте примерный график рыночного спроса и предложения кредита.

б) Найдите равновесный объем депозитов и процентную ставку по ссудам на данном рынке (в точке пересечения кривых).

Рекомендуемая литература

Baltensperger Ernst, Alternative Approaches to the Theory of the Banking Firm. — Journal of Monetary Economics, 6 (1), January 1980, pp. 1—37.

Klein Michael, A Theory of the Banking Firm. — Journal of Money, Credit, and Banking, 3 (2), May 1971, pp. 205—218.

Moore George, Porter Richard, Small David, Modeling the Disaggregated Demands for M2 and M1 in the 1980s: The U.S. Experience, (paper presented at the Federal Reserve Board Conference on Monetary Aggregates and Financial Sector Behavior). — Washington (D.C.), 1988.

Neumark David, Sharpe Steven A., Market Structure and the Nature of Price Rigidity: Evidence from the Market for Consumer Deposits. — Finance and Economics Discussion Series, No. 52, January 1989, Board of Governors of the Federal Reserve System.

Pierce James, Monetary and Financial Economics. — New York: John Wiley & Sons, 1984, chap. 7.

Santomero Anthony, Modeling the Banking Firm: A Survey. — Journal of Money, Credit, and Banking, 16 (4), November 1984, pt. 2, pp. 576—603.

Глава 9

Управление депозитными учреждениями и их функционирование

Основные проблемы

1. Почему у депозитных учреждений возникают проблемы с ликвидностью?
2. Как депозитные учреждения выбирают активы?
3. Как депозитные учреждения управляют пассивами?
4. Взаимозависимы ли стратегии управления активами и пассивами?
5. Когда управляющие депозитных учреждений придерживаются стратегии «положительного разрыва»? Стратегии «отрицательного разрыва»?
6. Каковы важные показатели эффективного управления депозитным учреждением? Каковы показатели банков и прочих депозитных учреждений в последние годы?

В главе 8 мы рассмотрели основы экономической теории, относящиеся к теории принятия банковских решений. Многие студенты не до конца понимают и верят в теории, оперирующие понятиями предельного дохода и предельных издержек (об этом говорилось в предыдущей главе). Они не верят, что банки и прочие депозитные учреждения действительно рассчитывают эти показатели, а при выдаче кредитов или при приеме депозитов действительно ориентируются на предельные условия. Эти студенты (может быть, вы один из них?) обычно полагают, что реальный мир не так пунктуален и методичен, как показано в экономической теории.

Основные предпосылки экономической теории

Важно понять, что экономическая теория описывает те типы принятия решений, которых должны придерживаться депозитные учреждения, если они, конечно, хотят максимизировать прибыль. Безусловно, многие управляющие депозитными учреждениями никогда напрямую не вычисляли предельный доход или предельные издержки (хотя сейчас в некоторых крупных банках работают специальные эксперты, в обязанности которых входит исключительно проведение подобных расчетов; в последнее время экономическая экспертиза проводится все шире). Некоторые управляющие депозитными учреждениями, может быть, даже забыли, что конкретно обозначают эти термины (однако они *наверняка* сохранили свои лекции со времен учебы в колледже для того, чтобы время от времени в них посматривать).

Означает ли вышесказанное, что все те основные теории, которые мы обсуждали в предыдущих главах, не являются жизненными, а являются лишь академическими семантическими играми? Нет, конечно! Даже если менеджеры прямо и не вычисляют предельный доход и предельные издержки, мы все равно можем предположить, что

они ведут себя так, как будто у них имеются эти вычисления. Приведем примеры из области спорта и физики. Когда гимнастка выполняет какое-то упражнение, она наверняка не вычисляет при этом влияние третьего закона Ньютона на ее лодыжку или не вспоминает, какие гравитационные силы влияют на траекторию ее прыжка или разворота и т. п. Тем не менее она все-таки достигает своей цели — прекрасно выполняет сальто и выигрывает чемпионат, причем не наносит себе никаких травм. И если она напрямую не вычисляет ни траекторий, ни векторов приложения сил, ни скорости, ни ускорения, то означает ли это, что законы физики не влияют на нее и не применяются в данной ситуации? Конечно, применяются! Для того чтобы провести выступление правильно, гимнастке приходилось вести себя так, *как будто она осознанно использовала* все вышеперечисленные законы.

Как и в приведенном примере, тот факт, что управляющие депозитными учреждениями прямо не вычисляют важных показателей типа предельных издержек, не означает, что экономические законы типа закона спроса и предложения не применимы к их поведению. Следовательно, экономическая теория управления банком, рассмотренная в предыдущей главе, предполагает, что управляющие депозитными учреждениями должны и будут вести себя так, как если бы они осознанно использовали все соответствующие концепции.

Управление банком как своего рода искусство

Тем не менее управление депозитным учреждением является видом прикладного искусства не в меньшей степени, чем экономической наукой. В данной главе мы сконцентрируем внимание на прагматичных, каждодневных аспектах управления депозитным учреждением, т. е. мы рассмотрим методы, при помощью которых менеджеры стараются максимизировать прибыль депозитного учреждения.

Менеджмент депозитного учреждения в наши дни существенно сложнее, чем он был 20 лет назад. Во-первых, существует неясность относительно степени вмешательства государства: за последние 10 лет четко прослеживается тенденция к снижению степени государственного вмешательства в дела финансовых учреждений, *но*, с другой стороны, буквально в последние годы появились предпосылки к усилению контроля со стороны государства, вызванные ростом числа банкротств финансовых учреждений (эта тема будет рассматриваться в главах 10, 11 и 12). К тому же клиенты депозитных учреждений — домашние хозяйства и фирмы в роли как заемщиков, так и вкладчиков — стали более требовательны и разборчивы. Их поведение прямо зависит от уровня процентной ставки, и они используют разнообразные приемы для минимизации ставки процента при получении ссуд и максимизации дохода от вкладов в депозитные учреждения (напомним, что депозитные учреждения получают прибыль за счет разницы в процентных ставках по ссудам и депозитам). Как уже отмечалось в главе 5, в последнее время финансовые инновации привели к появлению большего количества разнообразных долговых инструментов, к тому же рынок подобных услуг становится международным.

Все эти сдвиги во внешней среде создали такие условия, в которых банки (мы будем часто использовать слово «банк» вместо понятия «депозитное учреждение») вынужденно сталкиваются с усилением конкуренции и вместе с тем с расширением возможностей, появлением большей свободы выбора. Банкам приходится решать, в какой инвестиционной области им работать, а также предоставлять ли им услуги клиентам «бесплатно» или же брать с клиентов плату за каждую услугу напрямую, явно. Банки также стоят перед выбором между широким спектром инвестиций, но с подоб-

ной свободой выбора приходит и большая ответственность за принятое решение: чем больше альтернатив, тем легче ошибиться. Глобализация сферы финансовых услуг предоставляет все новые возможности для варьирования составом активов и пассивов. Главный же вопрос, на который должен ответить банкир, — стараться ли ему создать универсальный банк, который занимается любыми видами операций, или найти для своего банка небольшую, но очень прибыльную нишу на рынке финансовых услуг.

В процессе изучения этой главы помните, что банки — организации коммерческие: они авансируют капитал и оказывают платные услуги; их главная цель — получение прибыли. В качестве финансовых посредников они создают краткосрочные высоколиквидные пассивы в виде текущих счетов и срочных депозитов и «продают» эти пассивы вкладчикам. Полученные от этой продажи средства используются ими для покупки долгосрочных и менее ликвидных активов (типа облигаций, закладных, потребительских ссуд и т. д.) на финансовом рынке.

Экономисты пришли к выводу, что для упрощения анализа поведения банков достаточно придерживаться предположения, что управляющие банками стараются максимизировать доходы своих акционеров. В действительности операции управляющих банками по оказанию финансовых услуг связаны как с риском, так и с возможностью получения доходов акционерами. В данной ситуации полезно прибегнуть к уравнению, которое мы использовали в главе 7 для описания процесса максимизации стоимости активов. Применяя метод дисконтирования стоимости облигаций, можно предположить, что банк создает прибыль (разницу между процентами, полученными от должников, и процентами, выплаченными вкладчикам) в течение определенного времени, а затем дисконтирует (уменьшает) будущую прибыль, используя соответствующую ставку дисконта.

Отметим, что уровень доходности пропорционален уровню риска, т. е. банкир должен выбирать между высокодоходным, но рискованным портфелем активов и пассивов и безрисковым, но малодоходным портфелем.

В этой главе мы проследим эволюцию теории банковского менеджмента. В конце главы рассмотрим последние веяния в области банковского менеджмента и функционирования банковской отрасли.

Эволюция философии банковского менеджмента[1]

Ранние теории банковского менеджмента концентрировались на философии банковского кредитования, или управления активами. Современные подходы к банковскому менеджменту делают акцент как на управлении активами, так и на управлении пассивами. Подход современных менеджеров к максимизации доходов акционеров как раз и предполагает управление активами и пассивами.

ТЕОРИЯ КОММЕРЧЕСКИХ ССУД, ИЛИ ДОКТРИНА «РЕАЛЬНЫХ ВЕКСЕЛЕЙ»

Любой банк сталкивается с так называемой дилеммой «ликвидность/прибыльность». Если банк хочет быть абсолютно надежным раем для капиталов своих вкладчиков, то ему следует просто хранить все эти средства в сейфе (т. е. все активы банка будут абсолютно ликвидны). Когда вкладчик захочет получить наличные в банке, банкиру надо будет лишь чуть приоткрыть сейф и вынуть из него купюры, а потом вручить их

[1] В этом разделе использован материал из книги Д. Грэдди, О. Спенсера и У. Брунсена (*Graddy Duane, Spencer Austin, Brunsen William,* Commercial Banking and the Financial Services Industry. — Reston (Va.): Reston, 1985).

вкладчику. Единственная проблема — полное отсутствие прибыли для банка и для клиента. Ведь в таком случае банк является просто надежным хранилищем денег.

Банк может удариться и в другую крайность. Он может задействовать все доступные капиталы и предоставить их в долг рисковой компании, решившей найти универсальное лекарство против любого вида вируса гриппа. Подобные инвестиции могут принести огромные барыши данному банку, но они, очевидно, абсолютно не ликвидны. Будет чрезвычайно трудно ликвидировать (продать) активы, чтобы получить наличные, если вкладчики захотят забрать некоторую сумму со своих счетов.

Для решения дилеммы «ликвидность/прибыльность» банкиры уже давно пользуются *самоликвидирующимися, или автоматически погашаемыми, ссудами* (*sefl-liquidating loans*), называемыми также «реальными векселями» (real bills) или требованиями на реальные ресурсы (claims on real resources). Ссуда считается самоликвидирующейся, если она обеспечена товарами в процессе производства или товарами в пути к месту продажи. Когда товары продаются, ссуда возвращается банку. Ссуды такого типа обеспечивают банку постоянную ликвидность и прибыльность; в этом случае активы и ликвидны, и прибыльны. Однако надо заметить, что на самом деле не существует автоматически самоликвидирующихся ссуд при любых условиях, поскольку может случиться так, что произведенные товары нельзя будет продать и т. п. Итак, банки, которые работают только с самоликвидирующимися ссудами, действуют исключительно в рамках **теории коммерческих ссуд** (*commercial loan theory*) банковского менеджмента, или **доктрины «реальных векселей»** (*real bills doctrine*).

Философия коммерческих ссуд неверно переносит свойства частного на общее, целое: подобный подход может поддерживать ликвидность одного банка, но если все банки будут придерживаться подобной философии, то общие требования ликвидности для банковской системы в целом не будут выполнены, например, в случае наступления экономического кризиса. Ведь ссуда, обеспеченная товарами, не будет возвращена, если товары нельзя продать. Или, например, если в такой ситуации потребитель возьмет в банке ссуду для покупки этого товара, то банковская система не будет ни более ликвидной, ни менее ликвидной вследствие подобной сделки. Без центрального банка, который всегда готов обеспечить необходимую ликвидность банковской системы в целом, теория коммерческих ссуд выглядит незаконченной.

Хотя коммерческие ссуды продолжают составлять значительную часть банковских активов, увеличение объема прочих видов активов послужило толчком к значительным изменениям в методах управления современными банками.

ТЕОРИЯ ПЕРЕДАВАЕМОСТИ[1]

Теория передаваемости (*shiftability theory*) гласит, что ликвидность можно обеспечить, если определенная доля депозитов будет направлена на приобретение таких активов, для которых существует вторичный рынок, т. е. если банку потребуется дополнительная наличность, чтобы удовлетворить требования вкладчиков, желающих забрать свои деньги, удовлетворить возросший спрос на кредит или резервные требования, то именно такие высоколиквидные активы могут быть проданы. Подобные ценные бумаги называются **вторичными резервами** (*secondary reserves*) банка, и в них часто включают казначейские векселя, коммерческие бумаги, банковские акцепты (см. главу 5). В теории передаваемости управляющие банками находят теоретическое обоснование предоставления долгосрочных ссуд, что увеличивает среднюю срочность портфеля активов банка.

---

[1] Эта теория была формализована в 1918 г. См. статью Х. Дж. Моултона (*Moulton H. G.*, Commercial Banking and Capital Formation. — Journal of Political Economy, May—June—July 1918).

Перевод активов из менее ликвидных в более ликвидные инструменты денежного рынка эффективен, только если не все банки одновременно кинутся продавать ликвидные инструменты денежного рынка с целью получения наличности. Нельзя, чтобы все были продавцами казначейских векселей одновременно. Обязательно должен быть покупатель, иначе продажи как таковой не будет. Попытка увеличить общую ликвидность всей банковской системы при помощи вышеуказанного метода заранее обречена на неудачу, если только не будет какого-то института, например центрального банка, который бы был скупщиком казначейских векселей, даже если все банки будут продавать их, стараясь повысить свою ликвидность.

Таким образом, теории передаваемости присущ тот же недостаток, что и теории коммерческих ссуд. Обе теории нуждаются в третьей стороне, например в Федеральной резервной системе, которая должна в определенный момент обеспечивать общую ликвидность банковской системы, используя инструменты денежно-кредитной политики. Ведь без этой третьей стороны никто не поможет банкам восстановить ликвидность. ФРС должна быть постоянно готова покупать ценные бумаги у всех и каждого отдельного банка с целью повышения общей ликвидности банковской системы.

ПОДХОД ЕДИНОГО РЕЗЕРВНОГО ФОНДА

После того как банковская система серьезно пострадала от тяжелого кризиса ликвидности во времена Великой депрессии, банкиры взяли на вооружение подход к формированию портфеля активов и пассивов, который делал акцент на безопасности банка в ущерб краткосрочной прибыльности. К тому же депозиты до востребования составляли наибольшую часть банковских средств, причем такие активы, как правило, краткосрочны. Поэтому подобный акцент на обеспечение ликвидности был обоснован. Подобный метод управления портфелем получил название «**подход единого резервного фонда**» (*pool-of-funds approach*).

Подход единого резервного фонда начинается с установления руководством банка общего ожидаемого уровня ликвидности. Проще говоря, этот подход рассматривает все привлеченные средства банка (его пассивы) как единый фонд. Причем считается, что этот размер фонда определяется факторами, находящимися за пределами влияния банка, например уровнем экономической активности в стране, уровнем доходов населения, динамикой его численности и структуры и т. п.

Прежде всего средства из этого фонда идут на пополнение первичных резервов (кассовая наличность, обязательные резервы на депозитных счетах в федеральном резервном банке соответствующего округа), а также на расчеты с прочими депозитными учреждениями. Во вторую очередь средства фонда идут на приобретение вторичных резервов — краткосрочных высоколиквидных ценных бумаг. Средняя срочность вторичных резервов обычно составляет менее года. При данном подходе вторичные резервы являются для банка главным средством обеспечения ликвидности.

По достижении достаточного уровня ликвидности средства фонда идут на финансирование всех обоснованных заявок на получение ссуд. Отметим, что структура активов, или распределение ссуд, рассматривается как отражение взаимодействия экономических факторов в регионе, в котором банк функционирует. Также отметим, что портфель выданных банком ссуд (наиболее рискованных активов фирм) не рассматривается как средство обеспечения ликвидности.

После того как удовлетворены обоснованные заявки на получение ссуд, оставшиеся средства фонда используются для покупки долгосрочных ценных бумаг типа государственных облигаций. Целью здесь является получение дохода и приобретение дополнительных вторичных резервов по мере того, как приближается срок погашения долгосрочных ценных бумаг.

Безусловно, есть и недостатки в подходе единого резервного фонда. Во-первых, не существует объективного подхода к оценке «стандарта ликвидности». Во-вторых, в рамках единого резервного фонда разные типы депозитов обладают различной изменчивостью. В подходе не учитывается важность подобных различий при расчете общей ликвидности. В-третьих, здесь сделан акцент на ликвидности, а не прибыльности; однако в конечном итоге в долгосрочном плане устойчивость банка зависит от получения соответствующей прибыли. В-четвертых, этот подход не учитывает ликвидность портфеля выданных банком ссуд, которая обеспечивается постоянным притоком доходов от выплаты ссуд. (Мы рассмотрим этот момент в следующем разделе, посвященном теории ожидаемого дохода.) Наконец, подход единого резервного фонда не берет в расчет взаимосвязанность активов и пассивов при формировании уровня ликвидности и прибыльности.

ТЕОРИЯ ОЖИДАЕМОГО ДОХОДА[1]

В 1950-е годы как реакция на недостаточный уровень ликвидности, обеспечиваемый коммерческими ссудами и хранением ценных бумаг денежного рынка, была разработана другая теория управления активами. Используя **теорию ожидаемого дохода** (*anticipated income theory*), банкиры вернулись к рассмотрению портфелей выданных банком ссуд в качестве источника ликвидности. Теория ожидаемого дохода позволяет банкирам рассматривать долгосрочные ссуды в качестве потенциального источника ликвидности.

Как банкир может рассматривать ипотечные ссуды в качестве источника ликвидности, когда, как правило, срок ее погашения достаточно велик? По теории ожидаемого дохода эти ссуды обычно погашаются заемщиком через серию выплат, портфель выданных банком ссуд обеспечивает *постоянный* приток доходов и повышает ликвидность банка. Более того, хотя эти ссуды и долгосрочны, при кризисе ликвидности банк сможет их продать на вторичном рынке и получить необходимую наличность.

Исходя из вышесказанного, ипотечные ссуды (наравне с потребительскими и коммерческими ссудами с определенными сроками погашения) приравниваются к краткосрочным коммерческим ссудам, предоставляемым для финансирования портфеля ценных бумаг. Проще говоря, теория ожидаемого дохода чрезвычайно похожа на теорию коммерческих ссуд, хотя она рассматривает более широкий круг финансовых инструментов, которые могут обеспечить необходимую ликвидность. К ним теперь относят и долгосрочные ссуды, которые рассматриваются как постоянный источник ликвидности.

ПОДХОД КОНВЕРТИРУЕМОСТИ БАНКОВСКИХ СРЕДСТВ

Конкуренция со стороны небанковских депозитных учреждений и появление новых источников банковских средств (депозитные сертификаты, займы в евродолларах, соглашения REPO и т. п.; см. главу 6) — все это заставило банки изменить структуру своих пассивов. Следовательно, подход единого резервного фонда перестал претендовать на правильность — ведь нереалистично рассматривать источники банковских средств в качестве единого фонда, имеющего общие характеристики. Каждый источник имеет свою изменчивость, стоимость, и к нему предъявляются определенные резервные требования. Более того, тенденция к повышению процентных ставок заставила банкиров более внимательно относиться к управлению резервами. **Подход конвертируемости банковских средств** (*conversion-of-funds approach*) отдельно рассматривает каждый источник средств и соотносит его с активами со сходным сроком пога-

[1] Разработана Гербертом Прошновым, см.: *Prochnow Herbert*, Term Loans and Theories of Bank Liquidity. — New York: Prentice-Hall, 1949.

шения. Депозиты до востребования (характеризующиеся высокими резервными требованиями и более быстрой оборачиваемостью) размещаются не так, как средства, полученные банком от продажи долгосрочных облигаций. Например, большая часть депозитов до востребования идет на пополнение первичных и вторичных резервов, а доходы от размещения облигаций — на финансирование долгосрочных ссуд и т. п.

Главным плюсом этого подхода является акцентирование на уровне прибыльности, а не ликвидности, т. е. он уменьшает среднюю величину ликвидных активов и увеличивает размер банковских средств, идущих на ссуды и инвестиции.

Тем не менее здесь остаются некоторые проблемы. Требования ликвидности окажутся завышенными, если приравниваются уровни оборачиваемости депозитов (которая, по идее, высока) и изменчивости объема депозитов (которая необязательно велика, если привлечение новых депозитов уравновешивается снятием средств со счетов). Во-вторых, портфель выданных банком ссуд считается неликвидным. И наконец, этот подход не уделяет должного внимания тому факту, что управление активами зависит от управления пассивами, и наоборот.

Современный подход: взаимодействие активов и пассивов

В общем плане управление активами и пассивами включает в себя управление всеми строками баланса с целью максимизации собственного капитала банка (текущей стоимости). Управление активами и пассивами акцентирует особое внимание на соотношении **активов с плавающей ставкой** (*variable-rate assets*) и **обязательств с плавающей ставкой** (*variable-rate liabilities*). Активы и обязательства с плавающей ставкой характеризуются тем, что они будут пролонгироваться (возобновляться), и, следовательно, переоцениваться на горизонте планирования банковской деятельности. Горизонт планирования активов и пассивов может меняться от нескольких дней до года и более в зависимости от обстоятельств.

Появление этого подхода было, без сомнения, вызвано изменчивостью процентных ставок в 1970-е годы. Например, с 1950 по 1970 г. ставка прайм-рейт (учетная ставка первоклассного заемщика) менялась 32 раза; с 1970 по 1980 г. она менялась 139 раз[1].

Были разработаны три стратегии управления активами и пассивами; каждая из них завязана на понятии *разницы между активами и пассивами* (*funds gap*), т. е. разницы между активами и обязательствами с плавающей ставкой. Это понятие отражает степень чувствительности чистого процентного дохода банка к изменениям рыночных процентных ставок. Эти три разработанные стратегии включают стратегии нулевой, положительной и отрицательной разницы между активами и пассивами.

СТРАТЕГИЯ НУЛЕВОЙ РАЗНИЦЫ МЕЖДУ АКТИВАМИ И ПАССИВАМИ

Первая стратегия заключается в достижении **нулевой разницы между активами и пассивами** (*zero funds gap*). Соответственно этой стратегии банковские управляющие стараются уравнять долю общих активов банка, представленных активами с плавающей ставкой (т. е. активами, которые изменяют стоимость при изменении рыночных процентных ставок) и долю общих пассивов банка, представленных обязательствами с плавающей ставкой (т. е. пассивами, изменяющими свою стоимость в зависимости от изменения рыночных процентных ставок). Другими словами, эта стратегия подразумевает, что, скажем, 40% активов банка принадлежит к активам с плавающей ставкой и 40% пассивов банка относится к обязательствам с плавающей ставкой. Эта страте-

[1] См.: *Graddy et al.*, p. 497.

гия призвана минимизировать процентный риск, так как процентная ставка по ссудам имеет тенденцию падать или расти соответственно изменениям процентной ставки по депозитам. Этот подход минимизирует изменчивость доходов на всем горизонте планирования, так как чистый процентный доход должен быть постоянным на протяжении цикла процентной ставки, который совпадает с циклом деловой активности.

Рис. 9-1

Стратегии нулевой, положительной и отрицательной разницы между активами и пассивами. Банкиры, которые хотят поддерживать постоянную разницу (спрэд) между получаемыми доходами и выплачиваемыми процентами, будут придерживаться стратегии нулевой разницы. Те же, кто готов принять на себя риск, будут придерживаться стратегии положительной разницы, если они ожидают повышения процентных ставок, и отрицательной разницы, если ожидается снижение процентных ставок.

Например, рассмотрим, что случится с чистым процентным доходом банка, если процентные ставки возрастут. Стоимость капиталов, привлекаемых банком, увеличится, но и банк будет давать в долг уже по возросшей ставке. Пока разница в ставках по ссудам и депозитам будет постоянной на протяжении цикла процентной ставки, прибыль также будет оставаться постоянной.

Можно посмотреть на ситуацию и с другой точки зрения: если разница между активами и обязательствами с плавающей ставкой равна нулю, то и отношение общих активов банка к активам с фиксированной ставкой (активы, процентные ставки по которым не изменяются на протяжении всего срока ссуды, например ипотека с фиксированной процентной ставкой) будет равняться отношению всех пассивов банка к обязательствам с фиксированной ставкой (рис. 9-1*А*). Таким образом, если общий уровень процентных ставок возрастет, то текущая цена активов с фиксированной ставкой упадет; упадет и цена обязательств с фиксированной ставкой. (Отметим, что активы и обязательства с фиксированной процентной ставкой обычно имеют более длительный срок погашения по сравнению с активами и обязательствами с плавающей ставкой; следовательно, их текущая цена более чувствительна к изменениям процентных ставок.) Пока разница между ними постоянна, эти изменения текущей цены не нарушают *равновесия рыночных цен* (*market-valued balance*).

СТРАТЕГИЯ ПОЛОЖИТЕЛЬНОЙ РАЗНИЦЫ МЕЖДУ АКТИВАМИ И ПАССИВАМИ

Вторая стратегия называется стратегией **положительной разницы между активами и пассивами** (*positive funds gap*). Банкиры по этой стратегии поддерживают более высокое значение отношения стоимости активов с плавающей ставкой к общим активам, чем отношение стоимости обязательств с плавающей ставкой к общим пассивам банка. Например, если 40% всех активов, приносящих проценты, относятся к активам с плавающей ставкой, то, скажем, лишь 20% всех его пассивов, по которым банк платит проценты, хранятся в форме обязательств с плавающей ставкой. Как показано

на рис. 9-1*Б*, положительная разница подразумевает, что доля активов с фиксированной ставкой в общих активах, приносящих проценты, будет меньше, чем доля обязательств с фиксированной ставкой в общих пассивах, по которым банк выплачивает проценты. В нашем примере банк, следующий данной стратегии, будет иметь долю активов с фиксированной ставкой во всех активах, равную 60%; доля обязательств с фиксированной ставкой во всех пассивах составит 80%.

Рассмотрим чистый процентный доход банка, следующего данной стратегии, при падении рыночных процентных ставок. В результате валовой доход банка (в виде процентов по ссудам) снизится, впрочем как и его издержки (затраты на выплату процентов по депозитам). Однако поскольку существует положительная разница между активами и пассивами, валовой доход банка упадет в большей степени, чем его издержки, следовательно, и его чистый процентный доход (прибыль) снизится.

Если рассматривать ситуацию применительно к активам и обязательствам с *фиксированной* ставкой, то с падением рыночных ставок текущая стоимость активов с фиксированной ставкой увеличится, причем увеличится и текущая стоимость обязательств с фиксированной ставкой. Хотя банк придерживается стратегии положительной разницы между активами и пассивами, чистая стоимость банка уменьшится. Хотя на балансе банка это и не отразится, поскольку там указывается стоимость активов и пассивов в первоначальных (исторических) ценах, цена акций этого банка упадет сразу же, как только инвесторы фондового рынка поймут, что произошло.

СТРАТЕГИЯ ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ РАЗНИЦЫ МЕЖДУ АКТИВАМИ И ПАССИВАМИ

Теперь вы, наверное, уже догадались, что если банк придерживается стратегии **отрицательной разницы между активами и пассивами** (*negative funds gap*), то доля его активов с плавающей ставкой в общей величине активов меньше доли обязательств с плавающей ставкой в общих пассивах. Понятно, что при стратегии отрицательной разницы доля активов с фиксированной ставкой в общих активах будет превышать долю обязательств с фиксированной ставкой в общих пассивах (рис. 9-1*В*).

Эта стратегия эффективна, если банкир ожидает падения процентных ставок. Если эти ожидания верны, то чистый процентный доход банка увеличится вместе с его чистой стоимостью. Последнее не отразится на балансе банка, однако стоимость акций этого банка подскочит вверх.

Конечно, если банк будет придерживаться стратегии отрицательной разницы между активами и пассивами и процентные ставки поднимутся вверх, то прибыль банка упадет и его чистая стоимость тоже уменьшится. Последнее опять же отразится на рыночной цене акций банка, но не отразится на его балансе.

В заключение отметим превосходство современного подхода к управлению активами и пассивами над всеми ранее перечисленными подходами, по крайней мере в одном основном моменте: он рассматривает стоимость и структуру активов и пассивов как динамические переменные, а не как нечто данное. Руководствуясь этим подходом, банкир получает контроль над судьбой и прибыльностью банка. Однако отметим, что усиление контроля дает не только возможность получения большей прибыли, но и возможность несения больших убытков.

Выбор активов и диверсификация портфеля

В данном разделе мы опишем другой метод банковского менеджмента — диверсификацию портфеля активов банка с целью снижения риска. При этом будем исходить из предположения, что *при данном уровне приемлемого риска* банкир будет стараться максимизировать прибыль.

ПОКУПКА АКТИВОВ И ОЖИДАЕМАЯ ДОХОДНОСТЬ

Выбор актива, который имеет смысл покупать, скорее зависит от *ожидаемой* доходности, а не от текущей. Если в ближайшем будущем ожидается повышение процентных ставок, то банкир будет наверняка хранить активы в форме наличности или сверхкраткосрочных активов (однодневных ссуд федеральных фондов), стараясь избежать потерь (из-за упущенной выгоды) от хранения денег в форме активов с фиксированной ставкой. (Поведение банкира будет противоположным, если будет ожидаться падение процентных ставок.) Банк, активы которого хранятся в форме наличности или однодневных ссуд федеральных фондов, не будет подвержен какому-либо ощутимому влиянию в случае повышения рыночных процентных ставок. Однако банку, имеющему инвестиции в 6-месячные казначейские векселя, повышение процентных ставок причинит серьезный убыток в результате падения цены этих казначейских векселей.

Для минимизации риска при поддержании относительно постоянного уровня прибыльности банки стараются разнообразить, диверсифицировать портфели активов. Цель диверсификации — получить такой портфель активов, одни из которых повышались бы в цене, в то время как другие понижались бы в цене, т. е. стоимость портфеля в целом не должна меняться ни в случае повышения процентных ставок, ни в случае их понижения. В идеальной ситуации изменяющиеся уровни доходности по каждому из активов, входящих в портфель, должны взаимодополняться так, чтобы *средняя общая* доходность была постоянной и, таким образом, гарантировать портфель от риска, связанного с изменениями на рынке.

Числовой пример Предположим, что управляющий портфелем может приобрести два вида активов. Актив *A* обладает доходностью в 20% в одной ситуации, и в 12% — в другой ситуации. Актив *Y* обладает соответственно доходностью в 24 и 8%. Оба актива имеют в среднем доходность 16%. Ожидаемый уровень доходности получается умножением каждого уровня доходности на вероятность получения дохода, т. е. для актива *A* ожидаемая доходность составит:

$$(0{,}5 \times 0{,}2) + (0{,}5 \times 0{,}12) = 0{,}16.$$

Ожидаемая доходность по активу *Y* равна:

$$(0{,}5 \times 0{,}24) + (0{,}5 \times 0{,}08) = 0{,}16.$$

Хотя ожидаемая доходность одинакова для обоих активов, изменчивость доходности (относительно среднего уровня) у актива *Y* выше, чем у актива *A*. Другими словами, если доходность актива *Y* обладает большей изменчивостью, то актив *Y* считается более рискованным, чем актив *A*. Однако потенциальный инвестор не может определить уровень рискованности лишь исходя из величины *ожидаемой* доходности.

Предположим, что экономика переживает спад и доходность по первому активу увеличилась, а по второму — уменьшилась. Как это повлияет на доходность портфеля, содержащего оба актива (*A* и *Y*)? Если доходность активов изменилась в разных направлениях, то изменение доходности портфеля, содержащего оба актива, будет меньше, чем если бы в этот портфель входил только один актив.

Предположим следующее:

1. Актив *A* имеет *высокую* доходность (20%), тогда как актив *Y* имеет *низкую* доходность (8%).

2. Актив *Y* имеет *высокую* доходность (24%), тогда как актив *A* имеет *низкую* доходность (12%).

3. На основе данных переменных может быть сформирован портфель, который бы имел фиксированную доходность (т. е. риск равнялся бы нулю) при любом варианте.

Такой портфель состоял бы на $^2/_3$ из актива A и на $^1/_3$ из актива Y (2 долл. актива A на каждый доллар актива Y). Такой портфель имел бы фиксированную доходность 16%. Расчет можно представить в следующем виде:

$$(^2/_3 \times 0{,}20) + (^1/_3 \times 0{,}08) =$$
$$= 0{,}13333 + 0{,}02667 = 0{,}16, \text{ или } 16\% \text{ (половину периода);}$$
$$(^2/_3 \times 0{,}12) + (^1/_3 \times 0{,}24) = 0{,}08 + 0{,}08 = 0{,}16, \text{ или } 16\% \text{ (половину периода).}$$

Полное взаимопогашение вариаций, конечно же, не всегда возможно. Но пока долгосрочные и краткосрочные активы изменяются в разных направлениях в один и тот же период, подобное взаимопогашение, как в приведенном примере, является возможным.

СЕКЬЮРИТИЗАЦИЯ АКТИВОВ ДЕПОЗИТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ

В главе 5 отмечалось, что в последнее время на рынке увеличивается доля ценных бумаг, обеспеченных активами. Особенный вклад в этот процесс внесли коммерческие банки и некоторые другие депозитные учреждения через так называемую **секьюритизацию активов** (*asset securitization*). Секьюритизация активов — процесс, при помощи которого депозитные учреждения неявно продают свои активы, являющиеся по отдельности неликвидными, концентрируя их в *пулы* (*pools*), или группы, которые используются для обеспечения ценных бумаг, продаваемых ими на финансовых рынках. В свою очередь эти продаваемые депозитными учреждениями ценные бумаги могут отличаться от обеспечивающих их пулов активов по размеру процентной ставки, стоимости и сроку погашения.

С 1985 по 1993 г. общий объем ценных бумаг депозитных учреждений, обеспеченных активами, увеличился с 368 млрд. до 1000 млрд. долл. (1 трлн. долл.). Практически все эти ценные бумаги были обеспечены пулами ипотечных ссуд. Объем ценных бумаг, обеспеченных активами депозитных учреждений (кроме ипотечных ссуд), вырос с более чем 1 млрд. долл. в 1985 г. до более чем 60 млрд. долл. в 1993 г.

Некоторые эксперты считают, что подобная тенденция к секьюритизации активов депозитных учреждений отражает существенное изменение функций банков. В прошлом главной функцией депозитных учреждений было то, что они брали на себя процентный риск и контролировали изменения процентных ставок по активам и пассивам баланса. Именно на разнице в процентных ставках по активам и пассивам банки и зарабатывали себе на хлеб с маслом. В настоящее время многие аналитики полагают, что секьюритизация активов депозитных учреждений свидетельствует о передаче этой функции другим типам финансовых учреждений и другим рынкам. Они считают, что в настоящее время основная специализация депозитных учреждений — выдача ссуд и обслуживание депозитов, а процентный риск несут другие менее «осторожные» финансовые учреждения.

Как бы то ни было, секьюритизация, похоже, является устоявшейся тенденцией. Насколько этот процесс разовьется, зависит от двух факторов: во-первых, от успехов депозитных учреждений в концентрации ссудного капитала для обеспечения ценных бумаг, размещаемых ими на рынках, и, во-вторых, от благосклонности законодателей к данному процессу.

Основные тенденции в управлении депозитными учреждениями и особенности их функционирования

Как вы убедитесь в последующих главах части III, многие ключевые моменты в деятельности депозитных учреждений зависят от политики государства в отношении этих учреждений. Тем не менее есть отдельные моменты, которые мы рассмотрим в конце данной главы, и к ним мы будем возвращаться и в последующих главах части III. Мы уделяем им столь пристальное внимание потому, что они затрагивают важнейшие интересы владельцев и управляющих депозитными учреждениями.

БАНКОВСКИЕ ХОЛДИНГОВЫЕ КОМПАНИИ

В последнее время доминирующей организационной формой депозитных учреждений стала так называемая *холдинговая компания* (*holding company*). Хотя холдинговым компаниям могут принадлежать любые типы депозитных учреждений, экономисты и политики обычно называют подобные холдинги «банковскими холдинговыми компаниями». Лейтмотивом роста популярности холдинговых компаний, создаваемых банками и прочими депозитными учреждениями, является попытка обойти разнообразные ограничения на виды деятельности, которой могут заниматься депозитные учреждения, и на расширение сети их отделений и филиалов в отдельных регионах и штатах.

Существует два основных типа банковских холдинговых компаний: мультибанковые и однобанковые холдинги. Разница в названиях определяет основные различия между ними. Как будет показано в данной главе, **многобанковые холдинги** (*multi-bank holding companies*) — это компании, которые находятся во владении и контролируются независимо учрежденными банками (это могут быть два или более банка). Этот тип холдинга стал популярным относительно недавно. Такого рода холдинги обычно создаются с целью обойти ограничения на расширение сети филиалов и отделений банков.

В то время как мультибанковые холдинги являются относительно новым явлением, однобанковые холдинги имеют давнюю историю. **Однобанковый холдинг** (*one-bank holding company*) можно определить как коммерческую организацию, занимающуюся разнообразной деятельностью, в том числе и банковским делом. Так, торговая компания *Macy's Department Store* уже давно владеет банком. Владельцами банков также являются и промышленные компании, например: *Goodyear Tire & Rubber Company*, *Montgomery Ward*, *United Mine Workers*. Первоначальной целью создания однобанковых холдингов было получение возможности для небанковских компаний заниматься на законном основании банковским делом. Начиная с 1970-х годов, наоборот, такого рода холдинги используются банками для внедрения в небанковский бизнес.

Более половины объема операций небанковских филиалов банковского холдинга имеет отношение к традиционно банковским операциям, например к коммерческому ипотечному, потребительскому кредитованию, лизингу и т. п. Вместе с тем не существует законодательных запретов для банков заниматься небанковским бизнесом. Следовательно, в форме однобанковой холдинговой компании коммерческие банки могут заниматься аудиторским и бухгалтерским бизнесом, консалтингом, страхованием, предоставлять курьерские услуги, услуги по управлению, брокерские услуги по операциям с ценными бумагами и т. п. Однако, что более важно, с помощью однобанковых холдингов коммерческим банкам легче привлекать средства, например продавая ценные бумаги, где эмитентом является данный холдинг (вместо привлечения депозитов). Таким образом, однобанковые холдинги могут привлекать средства с нерегулируемого рынка коммерческих бумаг, а потом передавать их в материнский банк, где их будут использовать для (частичной) нейтрализации последствий рестриктивной политики ФРС по сокращению банковских резервов, снижению объема кредитования и уменьшению денежной массы в обращении.

В следующей главе мы более детально остановимся на роли регулирования банковских холдингов. Безусловно, главной целью создания банковских холдингов является стремление обойти правила финансовых операций, предписанные ФРС. Однако есть и еще одна очевидная причина, старая как мир, — прибыль. В последние годы прибыльность небанковского бизнеса холдингов превышает прибыльность их банковских операций. Как мы покажем в дальнейшем, одна из причин этого — падение прибыльности традиционной банковской деятельности. Сравнительно высокая прибыльность небанковских операций является одной из основных причин роста банковских холдингов.

СОВМЕСТНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Существует много вариантов совместной деятельности банков, стремящихся достигнуть какой-то общей цели. Одним из примеров служит *солидарное кредитование* (*loan participations*), т. е. когда несколько банков выдают очень крупную ссуду одному заемщику. В некоторых случаях совместная деятельность жестко формализована, иногда банки просто покупают и продают доли крупного займа. Иногда подобная деятельность существенно менее формализована: заключается соглашение, в котором оговаривается, как все участвующие банки будут распределять убытки, если заемщик не сможет возвратить ссуду в установленный срок.

Примером подобного солидарного кредитования может служить ссуда, предоставленная несколькими банками мультимиллионеру Дональду Трампу в конце 1980-х годов. Запрашиваемый им размер ссуды (которую он хотел направить на финансирование строительства отелей и казино и некоторых других проектов) был слишком велик для какого-то одного банка, и поэтому в предоставлении займа участвовали несколько банков. Однако в 1990 г. оказалось, что некоторые инвестиционные проекты Д. Трампа были неудачными, и поэтому всем банкам пришлось вместе вырабатывать общее соглашение с проштрафившимся г-ном Трампом относительно изменения графика выплат по займу, предоставленному этими банками. Подобные ситуации возникали и относительно займов некоторых латиноамериканских стран, требования которых были слишком велики для какого-то одного банка, но которые удовлетворялись при помощи солидарного участия нескольких банков.

Другой формой солидарного кредитования является обслуживание кредитных карточек. Фирмы *Visa International* и *MasterCard International, Inc.* — операционисты кредитных карточек — управляются объединениями банков (такого рода объединения часто называются *франшизами* (*franchises*)). Отдельные банки предоставляют клиентам возобновляемый (револьверный) кредит, но выплаты обычно производятся для всех банков, состоящих в объединении, в общем клиринговом центре. Именно подобная централизация позволяет банкам экономить средства на проведении собственных клиринговых операций по всем платежам по кредитным карточкам.

Другим примером совместной деятельности депозитных учреждений является сеть *автоматических кассовых машин* (*automated teller machine, ATM*). Сеть АТМ — это объединение связанных через компьютеры банкоматов, позволяющее клиентам разных банков и сберегательных учреждений использовать одни и те же кассовые машины для депонирования и снятия денег со счетов. Хотя есть некоторые исключения, обычно депозитные учреждения предпочитают участвовать в сети АТМ, чем самим создавать свои сети банкоматов. Это помогает экономить на содержании и создании такой сети. Хотя большинство таких сетей территориально ограничивалось рамками одного штата, в начале 1991 г. *Visa International* и *MasterCard International, Inc.* начали обсуждать предложение по созданию единой национальной сети АТМ, которая бы одновременно позволяла производить как депозитные операции, так и платежи

в месте продажи — автоматическое снятие средств со счета покупателя и перевода этих средств на счет продавца.

Однако необходимо помнить, что законодательные ограничения (так называемые антитрестовские законы) серьезно ограничивают формальные связи между депозитными учреждениями. Хотя депозитные учреждения и могут пользоваться какими-то общими информационными и операционными центрами, им запрещено работать вместе с целью максимизации общей прибыли. Создание подобных объединений, в основе которых лежат соглашения о ценах, или картелей, запрещено в США. В главе 11 мы расскажем, что все еще остается актуальным вопрос, существуют ли *скрытые* картели, создаваемые депозитными учреждениями.

ФУНКЦИОНИРОВАНИЕ ДЕПОЗИТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ И ИХ ПЕРСПЕКТИВЫ

Итак, как же обстоят дела у депозитных учреждений? На этот вопрос однозначно ответить довольно сложно, ведь существует множество способов оценки. Более того, естественной чертой капитализма является то, что когда у одной части депозитных учреждений дела обстоят неплохо, у других — множество проблем и они еле выживают. К тому же хотя депозитные учреждения в своем большинстве работают в капиталистической среде, существует множество государственных ограничений, влияющих иногда положительно на состоянии депозитных учреждений, а иногда и отрицательно. Наконец, отдельные виды депозитных учреждений (особенно коммерческие банки и кредитные союзы) в последнее время процветают, а некоторые (в том числе многие ссудо-сберегательные ассоциации и сберегательные банки) еле держатся на плаву. Именно функционирование депозитных учреждений является главной областью интересов государственного регулирования, и этому вопросу мы уделим большее внимание в последних главах части III. В заключение этой главы, посвященной управлению депозитными учреждениями, мы дадим краткий обзор деятельности этих учреждений в последнее время, а также рассмотрим их перспективы.

Показатели деятельности депозитного учреждения Пожалуй, самым популярным индикатором состояния дел в депозитном учреждении является его *текущая прибыльность* (*current profitability*). Ведь в конце концов, если депозитное учреждение прибыльно, то наверняка дела у него обстоят довольно хорошо. Существует множество показателей прибыльности. Наиболее известны следующие — доходность активов и прибыль на собственный капитал. **Доходность активов** (*return on assets*) — показатель прибыльности депозитного учреждения, равняется отношению чистого дохода, или прибыли, к общим активам в процентах. Этот показатель позволяет оценить доходность активов депозитного учреждения и особенно полезен при сравнении доходностей разных видов активов — торгово-промышленных, ипотечных ссуд и т. п. Показатель **прибыли на собственный капитал** (*return on equity*) есть отношение общего чистого дохода к собственному капиталу депозитного учреждения. Он показывает, насколько прибыльными являются акции депозитного учреждения, и особенно полезен при сравнении прибыльности различных депозитных учреждений.

Сама величина текущей прибыли не позволяет судить о состоянии дел в депозитном учреждении в долгосрочной перспективе. Причиной служит здесь сама природа этого бизнеса — одалживать деньги на определенное время, — ведь при больших текущих прибылях организация может проинвестировать их ненадлежащим образом и в будущем прибыль может резко упасть (не вернут долги, изменится процентная ставка и т. п.). Нельзя в качестве индикатора использовать текущую прибыль ни при оценке отдельных депозитных учреждений, ни при оценке какого-то сектора или группы этих учреждений. Вместо величины прибыли обычно используют некоторые другие типичные показатели.

Одним из важнейших показателей является **прирост активов** (*asset growth*). Показатель увеличения (уменьшения) стоимости активов депозитного учреждения (наряду с его прибыльностью) является приемлемым индикатором как текущего состояния депозитного учреждения, так и его перспектив. Существует еще один популярный индикатор, хорошо отражающий состояние депозитного учреждения. Это показатели текущих кредитных операций данного учреждения. Основными прямыми показателями здесь являются чистые потери по ссудам и доля ссуд, которые считаются данным учреждением недействующими, в общем объеме кредитования. **Чистые потери по ссудам** (*net loan losses*) — это чистые потери дохода, которые несет депозитное учреждение, когда должник не может выплатить ссуду, а **недействующие ссуды** (*nonperforming loans*) — это ссуды, по которым заемщики частично или полностью не могут вернуть ни основной суммы, ни процентов. Существуют еще некоторые тщательно отслеживаемые показатели кредитных операций депозитного учреждения — резервы для возмещения потерь по ссудам и резервы для покрытия сомнительных долгов. **Резервы для возмещения потерь по ссудам** (*loan loss reserves*) — это наличные активы, составляющие страховой фонд депозитного учреждения, предназначенный на покрытие полностью или частично невозвращенных ссуд. **Резервы для покрытия сомнительных долгов** (*loan loss provisions*) — это размер *увеличения* резервов для покрытия потерь по недействующим ссудам в течение определенного периода (обычно за базу берется один год).

Существуют и такие показатели состояния дел и перспектив депозитного учреждения, как размер, цена и прирост собственного капитала депозитного учреждения. Если инвесторы считают сферу депозитных учреждений стабильной в данный момент и обещающей быть прибыльной в будущем, то тогда они будут стремиться инвестировать средства в акции депозитных учреждений. Если же данная сфера считается весьма стабильной и бурно развивающейся, то прирост собственного капитала депозитных учреждений будет особенно велик. Более того, цена собственного капитала, т. е. *стоимость акций банков*, будет относительно высока и стабильна. Наконец, число банкротств в данной сфере будет относительно небольшим.

Деятельность современных коммерческих банков и их перспективы В общем, в последнее время судьба коммерческих банков была, если можно так выразиться, захватывающе интересной. Причиной этого служит тот факт, что все вышеперечисленные показатели в течение последних лет вели себя чрезвычайно нестабильно и менялись со скоростью света. С середины 1986 по середину 1988 г. и в конце 1989 г. доля резервов для покрытия сомнительных долгов во всех активах (в процентах) полностью перекрывала величину доходности этих активов (рис. 9-2). В подтверждение приведем следующую цифру: в 1989 г. средняя доходность активов коммерческих банков составляла 0,51%, что является самым низким показателем с 1970 г. В 1990 г. этот показатель практически не изменился и составил 0,50%.

Как показано на рис. 9-3, некоторые показатели потерь по ссудам депозитных учреждений (в том числе чистые потери по ссудам, резервы для возмещения потерь по ссудам и резервы для покрытия сомнительных долгов) увеличивались в 1980-е годы и в начале 1990-х годов. В общем, в 1980-е годы коммерческие банки выдали большое количество ссуд, которые впоследствии оказались недействующими. Среди подобных ссуд первое место занимают займы, предоставленные странам Латинской Америки. Например, в 1991 г. органы, регулирующие банковскую деятельность, потребовали от банков списать 40% долгов бразильского правительства и 70% долгов аргентинского правительства.

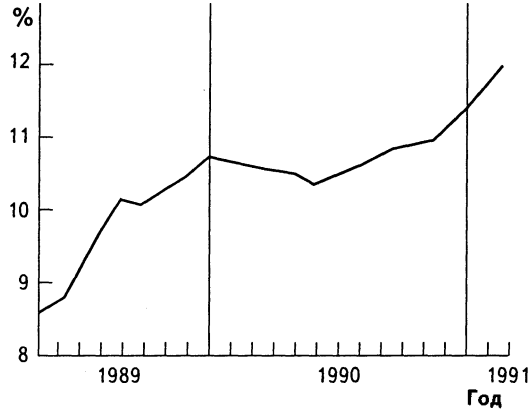
СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Конкурентоспособен ли бизнес кредитных карточек?

В 1990—1991 гг. снизился общий уровень процентных ставок, что сразу отразилось в частичном снижении выплачиваемых банками и прочими депозитными учреждениями процентов по депозитам, которые использовались ими для финансирования выдаваемых ссуд, например ссуд по кредитным карточкам. Тем не менее разница в ставках по депозитам и по ссудам, предоставляемым владельцам кредитных карточек, существенно увеличилась, причем именно в конце 1989 — начале 1991 г. (см. рис.). Хотя ставки по депозитам и по многим видам ссуд существенно снизились именно за этот период, процентные ставки по ссудам, выдываемым по кредитным карточкам, остались неизменными или снизились на несравненно меньшую величину.

Оценивая эту ситуацию, многие наблюдатели, в том числе и члены Конгресса и их избиратели, принялись громогласно заявлять о нарушении законов. В палате представителей был предложен ряд законопроектов, призванных ограничить уровень процентной ставки по ссудам, выдаваемым по кредитным карточкам. Обычно необходимость такого рода законопроектов объяснялась теми соображениями, что подобный чрезвычайно широкий процентный спрэд свидетельствует об отсутствии конкуренции среди эмитентов кредитных карточек. Кстати, в 1990 г. было получено косвенное подтверждение искусственного торможения конкуренции между эмитентами кредитных карточек. Несколько банков, участвующих в системе *Visa International*, подали судебный иск против компании *AT&T*, стараясь признать незаконным ее прямое вступление в объединение *Visa* (*AT&T* купила долю участия в объединении *Visa*, принадлежащую одному из банков). Эти банки утверждали, что, согласно их контрактам с *Visa International*, только депозитные учреждения имеют право вступать в объединение *Visa*. Многие наблюдатели утверждали, что истинной причиной иска банков против *AT&T* является ссуда, предложенная ею компании *Visa International* по более низкой процентной ставке, чем ставка по ссудам, предлагаемым этими банками. И в ответ на это банки предприняли контрнаступление с целью искусственного поддержания завышенных процентных ставок.

В то же время многие депозитные учреждения обнаружили, что доля рынка кредитных карточек, принадлежащая им, сильно уменьшилась, особенно в 1980-х — начале



Процентный спрэд по кредитным карточкам, май 1989 г. — февраль 1991 г. Разница между величиной средней доходности однолетних депозитных сертификатов, выпускаемых коммерческими банками, и средней процентной ставкой по кредитным карточкам в процентах (Bank rate monitor, N. Palm Beach 33408).

1990-х годов, хотя общий объем операций с кредитными карточками чуть ли не утроился. С 1986 по 1990 г. доля дебиторской задолженности по кредитным карточкам, выпущенным небанковскими эмитентами, поднялась с неполных 6% до более чем 18%. Среди 10 самых крупных эмитентов кредитных карточек в 1990 г. (вместе они эмитировали около 150 млн. кредитных карточек) — половина (включая и относительно новые виды услуг по кредитным карточкам, оказываемых *Sears* и *AT&T*) была из небанковского сектора. К началу 1990 г. средний взрослый американец имел 8 кредитных карточек, из которых в среднем только 2,5 были эмитированы банками. Более того, *AT&T* — не единственная небанковская фирма, вступившая в объединения *Visa* и *MasterCard*, членами которых ранее являлись исключительно банки. В 1990 г. *Sears* попыталась купить долю участия в *Visa* у обанкротившейся ссудо-сберегательной ассоциации штата Юта, однако *Visa* отказалась исполнять ее заказ на кредитные карточки. Немного позднее *Sears* все-таки добилась на законном основании временной отмены этого решения *Visa*. Более того, в начале 1991 г. компания *GMAC Capital Corporation*, принадлежащая корпорации *General Motors*, проявила определенный интерес к эмитированию карточек *Visa*.

По мнению депозитных учреждений, «нечестно» позволять *Sears*, *AT&T*, *GM* и другим подобным компаниям эмитировать эквиваленты банковских кредитных карточек, ведь эти компании не контролируются государством в той мере, как контролируются депозитные учреждения. Однако корпорации типа *Sears* и *AT&T* воспользовались волной протеста против высоких ставок по кредитным карточкам, утверждая, что депозитные учреждения просто боятся конкуренции и стремятся поддерживать искусственно завышенный уровень процентных ставок по ссудам, выдаваемым по кредитным карточкам.

Относительно высокие и неизменные процентные ставки в бизнесе кредитных карточек являются интересным экономическим парадоксом, ведь в данном бизнесе чрезвычайно много конкурентов — около 6000 эмитентов. При такой конкуренции, почему же процентная ставка по ссудам, выдаваемым по кредитным карточкам, по-прежнему намного превышает процентную ставку по прочим видам ссуд, вне зависимости от участия в этом бизнесе компаний типа *Sears* и *AT&T*? Возможно, причина заключается в том, что данный бизнес рискован. Пени за просрочку платежей по кредитным карточкам довольно высоки, особенно во времена экономических спадов. Кредитоспособные обладатели кредитных карточек оплачивают свои счета вовремя, и их повышенные ставки никак не затрагивают, но сомнительные должники выплачивают свои долги в течение длительного времени, если вообще выплачивают. Следовательно, повышенные ставки компенсируют потери эмитентов кредитных карточек, вызванные риском распространения кредитных карточек среди большого числа людей.

Источники: использованы отрывки из статей Л. Лайта и др., Д. Б. Хилдера и П. Пэя, Н. Липшульца (*Light Larry et al.*, Top of the News: The War of the Plastic. — Business Week, April 15, 1991, p. 28—29; *Hilder David B.*, *Pae Peter*, Rivalry Rages among Big Credit Cards. — Wall Street Journal, Friday, May 3, 1991, p. B1; *Lipschultz Neal*, Representative Proposes Legislation on Disclosing Credit Card Rates, Fees. — Wall Street Journal, Monday, October 14, 1991, p. A7A).

Интересно отметить, что неудачи в погашении долгов стран Латинской Америки, кредитовавшихся у американских банкиров в 1980—90-е годы, уже имели аналоги в прошлом. Еще в 1825 г. правительства стран Латинской Америки не выплатили ни цента процентов американским банкам. И все же в 1920-е годы банки США с удовольствием предоставляли займы государствам Центральной и Южной Америки, а в 1930-е годы ни один из этих займов не был возвращен. Более того, даже к середине 1940-х годов страны Латинской Америки не удовлетворили требований $^1/_3$ американских кредиторов-банкиров. К концу 1970-х годов — через два поколения банковских управляющих — коммерческие банки снова связали себя займами, предоставленными странам Латинской Америки, что опять-таки повлекло за собой цепь невыплат через десятилетие. Как и в 1930-е годы, когда страны Центральной и Южной Америки не смогли погасить долги из-за стремительного падения цен на товары, экспортируемые из этих стран (типа меди и прочих минералов), невозврат кредитов 1980—90-х годов опять-таки был вызван тем, что упали цены на латиноамерикан-

ские экспортные товары. Однако в 1980—90-е годы экспортным товаром была не медь, а нефть.

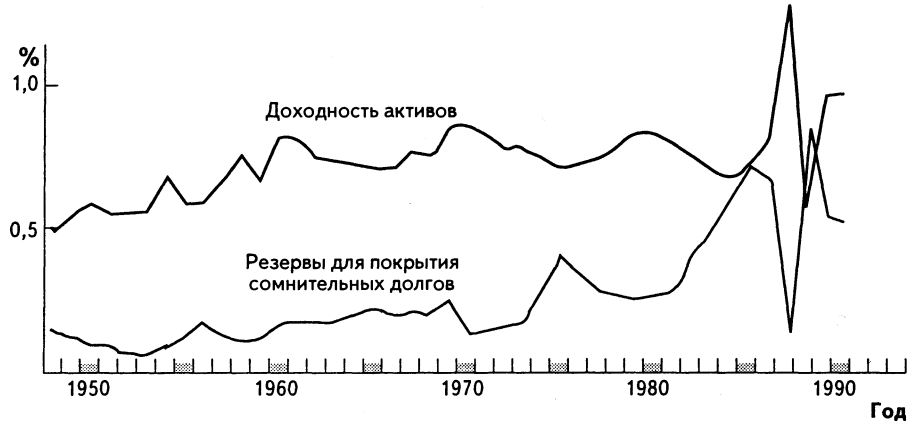
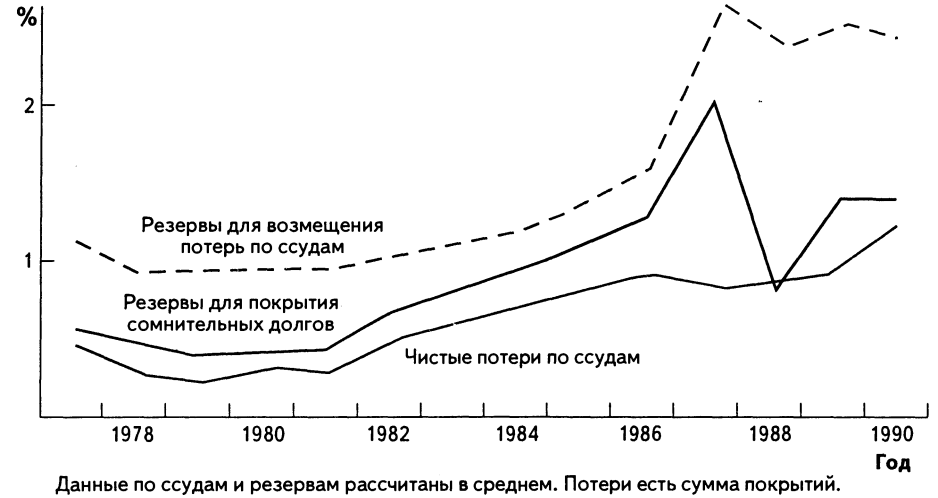


Рис. 9-2
Доходность активов коммерческих банков и резервы для покрытия сомнительных долгов в процентном отношении к величине активов, 1970—1990 гг. Доходность активов равна отношению чистого дохода к общим активам коммерческих банков. [*Источник: Brunner Alan D., Duca John V., McLaughlin Mary M.*, Development Affecting the Profitability and Practices of Commercial Banks. — Federal Reserve Bulletin, 77 (7), July 1991, pp. 505—527.]



Данные по ссудам и резервам рассчитаны в среднем. Потери есть сумма покрытий.

Рис. 9-3
Показатели потерь по ссудам коммерческих банков и резервы для покрытия сомнительных долгов, 1977—1990 гг. Резервы для возмещения потерь по ссудам, резервы для покрытия сомнительных долгов и чистые потери по ссудам в процентном отношении к объему кредитования коммерческих банков. [*Источник: Brunner Alan D., Duca John V., McLaughlin Mary M.*, Development Affecting the Profitability and Practices of Commercial Banks. — Federal Reserve Bulletin, 77 (7), July 1991, pp. 505—527.]

Ежегодный рост общего объема предоставленных займов был чрезвычайно внушительным в 1980-е годы: в 1984 г. он достиг 16,1%. Так как займы странам Латинской Америки и прочим развивающимся странам оказались ненадежным и плохим вложением денег, прирост объема кредитования к 1987 г. существенно снизился до 4,2% в

год. Кстати, хотя величина ссуд и прочих активов банков по своему объему выросла, доля активов коммерческих банков в общих активах всех финансовых учреждений (включая пенсионные фонды, страховые компании, взаимные фонды денежного рынка и т. п.) снизилась с более чем 34% в 1960 г. до примерно 25% в 1990 г.

Другую группу недействующих ссуд составляли ипотечные займы. На рис. 9-4 показан процент невозвращенных ипотечных займов к общему числу ссуд под залог недвижимости: если в начале 1988 г. эта доля составляла 2,5%, то уже к концу 1990 г. — 4,5%. К несчастью для банков, увеличение этой доли связано с существенным ростом объема ипотечного кредитования коммерческих банков в 1980-е годы. Например, если в 1984 г. этот объем был 200 млрд. долл., то уже в 1990 г. он составлял 350 млрд. долл.

Очевидно, что конец 1980-х — начало 1990-х годов были неудачным периодом для коммерческих банков. Как показано на рис. 9-5, именно в это время можно отметить существенные колебания уровней цен на акции двух типов крупных банков (банков в ведущих финансовых центрах и региональных банков) относительно цен на акции прочих компаний. **Банки в ведущих финансовых центрах** (*money center banks*) — очень крупные банки, участвующие в национальных и международных банковских операциях. **Региональные банки** (*regional banks*) — менее крупные банки, в основном специализирующиеся на депозитном и кредитном обслуживании местных рынков, например, в пределах одного штата или региона, где находится штаб-квартира данного банка.

Акции мелких банков не так активно торгуются на рынке, по крайней мере по сравнению с акциями крупных банков. Именно поэтому они не представлены на рис. 9-5. Тем не менее отметим, что и их дела обстоят, мягко говоря, не блестяще. Например, доходность активов таких банков упала с более чем 0,9% в 1982 г. до менее чем 0,6% к концу 1980-х годов. Отсюда можно сделать вывод, что мелкие банки обычно более прибыльны по сравнению с крупными банками (если соотносить доход с общим объемом активов), но в общем можно сказать, что дела у них обстоят примерно одинаково.

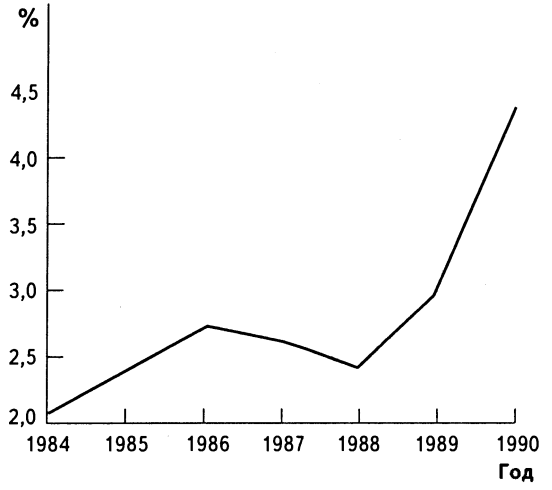


Рис. 9-4
Недействующие ипотечные займы коммерческих банков в процентном отношении к общему объему ипотечных займов, 1984—1990 гг. В конце 1980-х годов потери по ипотечным займам коммерческих банков существенно выросли. (*Источник*: Office of the Comptroller of the Currency.)

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Индивидуальное банковское обслуживание: возврат в XIX век или прыжок в будущее?

Хотя прибыльность банков сильно снизилась в 1980-е годы, банковские услуги для «сливок общества» становятся шире и разнообразнее. Так называемое *индивидуальное банковское обслуживание* (*private banking*) является некоей элитной частью банковских операций — тщательное слежение за ведением дел, работа с очень крупными суммами, мгновенный перевод крупных сумм по первому требованию, проведение персонального финансового консалтинга, предоставление прочих нетрадиционных и новых услуг.

Как это было раньше?

Как взрослые, так и более молодые читатели наверняка помнят знаменитый роман мести (являющийся и примером ведения индивидуального банковского обслуживания), написанный великим Александром Дюма (его перу принадлежат романы «*Три мушкетера*», «*Железная маска*» и др.). Речь идет о романе «*Граф Монте-Кристо*». В этом романе купец и моряк XIX в. был несправедливо осужден в основном благодаря человеку, который впоследствии станет преуспевающим банкиром. По роману этот моряк бежит из тюрьмы, находит огромные сокровища и надевает маску графа Монте-Кристо. Через несколько лет он становится объектом индивидуального банковского обслуживания, где его личным банкиром оказывается его бывший друг — предатель, который не узнает его. Граф мстит ненавистному банкиру, заключая с ним договор на индивидуальное банковское обслуживание и разоряя его.

Как видно из вышесказанного, индивидуальное банковское обслуживание имеет длительную историю. Например, знаменитый «Дом Моргана» (House of Morgan), просуществовавший вплоть до 1935 г., описанный в 1990 г. биографом Дж. П. Моргана (Morgan) Роном Черновом (Chernow) как «величайший финансовый конгломерат в истории»*, развивался в основном благодаря обслуживанию частных богатых семей XIX в., например Асторов (Astors), Дюпонов (du Ponts), Вандербильтов (Vanderbilts). Кстати, преемники империи Моргана — холдинговая компания *J. P. Morgan* и ее дочерний банк *Morgan Guaranty Trust*, инвестиционная компания *Morgan-Stanley*, британская банковская и инвестиционная компания *Morgan-Grenfell* — до сих пор практикуют специальное обслуживание богатых частных вкладчиков, отличающееся от обслуживания прочих клиентов. Даже теперь, по словам Р. Чернова, компания *J. P. Morgan* приманивает богатых клиентов кожаными креслами, антикварными часами, полированными медными лампами. В отдельных кабинетах ресторанов празднуются юбилеи счетов, где меню выгравировано на медных дощечках, которые потом отдаются клиентам в качестве сувенира. Банк не будет пачкать руки о деньги человека с улицы, многие клиенты приносят с собой связи с большим бизнесом. Хотя банки стараются не представлять публике точных цифр, они предпочитают частные счета размером как минимум в 5 млн. долл., но иногда они могут снизойти и до 2 млн. долл. — в виде исключения и личного одолжения**.

Индивидуальное банковское обслуживание наших дней

В наше время наследники империи Морганов сталкиваются со множеством конкурентов, соревнующихся за право обслуживать крупных вкладчиков, причем обслуживать «как королей». При работе с вкладчиками, имеющими на счетах от 250 тыс. долл. до 5 млн. долл., банки типа *Chase Manhattan, Citibank* и *Harris Trust* (которые в середине XX в. перестали практиковать обслуживание «высшего света» в стиле Дж. П. Моргана в пользу работы с массовым клиентом) стали вновь возвращаться к стилю XIX в. В отличие от XIX в., когда банки охотились за долларами благородных лендлордов и промышленников, банки нашего времени ориентируют индивидуальное обслуживание на работу с преуспевающими предпринимателями и менеджерами.

Эти банки, однако, испытывают жесткую конкуренцию. По последним данным, в настоящее время функционирует 350 специализированных банковских учреждений индивидуального обслуживания, иногда в форме независимых банковских «бутиков» или специальных дочерних учреждений банковских

холдинговых компаний. По тем же данным, около 5000 мелких и средних банков стараются сформировать имидж первоклассных банков, специализирующихся на индивидуальном подходе к клиенту, являющемуся фигурой национального или международного масштаба. Конкретно эти попытки направлены на завоевание сердец и кошельков 1,8 млн. домашних хозяйств, известных как «рынок состояний». Это высшие менеджеры с годовым доходом более 100 000 долл., предприниматели, чьи фирмы имеют оборот более 250 000 долл. в год, а также прочие семьи, чье состояние превышает 1 млн. долл.

Растущий рынок?

Хотя ситуацию с банковским обслуживанием богачей можно отнести к такому явлению, которое известный экономист Торстейн Веблен называл «голодом показного потребления», в то время как беднейшая четверть населения США не имеет средств для открытия банковского счета, банки абсолютно не стесняются своего пристрастия к работе с богатым клиентом. Причиной тому служит тот факт, что индивидуальное обслуживание богачей является очень прибыльным занятием. Хотя издержки по предоставлению персонального банковского обслуживания довольно высоки, прибыльность все равно перекрывает все расходы. Обычная плата за обслуживание частного индивидуального счета составляет около 1% от суммы баланса данного счета. Следовательно, частный счет индивидуального обслуживания, на котором лежит 5 млн. долл., приносит банку только за обслуживание 50 тыс. долл., а ведь кроме этого существует еще доход от процентов по ссудам, предоставленным «особому клиенту». К тому же банкиры надеются, что такой «особый клиент» будет рекомендовать этот банк своим друзьям, тоже, очевидно, «особым клиентам», а также открывать и счета компаний в данном банке.

Итак, является ли указанное явление новой тенденцией или просто возрождением старых традиций ведения банковского дела? По всей вероятности верно именно последнее утверждение. Хотя современный банковский бизнес, наверное, и стал более демократичным, банки по-прежнему предпочитают работать с крупными, знаменитыми и прибыльными клиентами. Может быть, единственное, что изменилось, так это то, что теперь банки готовы вести открытую конкуренцию за право предоставления индивидуальных услуг. Естественно, от этого выиграют только те, кто нуждается в данных услугах, хотя трудно сказать, что этот выигрыш будет ощутимым. Ведь таким клиентам и так предоставляется вполне достаточно уступок!

* *Chernow R.*, The House of Morgan. — New York: Atlantic Monthly Press, 1990, p. XI.

** Ibid., p. XIII.

Источники: использованы отрывки из статей А. Хершмена и К. Смита: *Hershman Arlene*, Personal Business: Putting a Private Banker at Your Service. — Business Week, April 8, 1991, pp. 92—93; *Smith Craig*, Banks' Internal Turf Battles Are Costly: Branches Need to Feed Most Profitable Divisions. — Wall Street Journal, Friday, May 17,1990, p. B7B. (*Примечание*: для студентов, которые в состоянии иметь счет индивидуального обслуживания, А. Хершмен в своей статье предлагает оценку, показывающую, какие банки можно отнести к «большим бездушным банкам, прикидывающимся маленькими и очень персональными и заботливыми», «абсолютно безопасным и скучным, как *J. P. Morgan*», или к «прихвостням богачей из Южной Калифорнии».)

На рис. 9-5 показано, что индекс цен акций крупных банков в 1988 г. несколько превышал индекс *Standard & Poor's* 500 (общий индекс акций 500 компаний), а уже в конце 1989 г. и в течение большей части 1990 г. индекс акций банков был существенно ниже общего индекса. Подобная динамика индекса акций банков наблюдается, скорее всего, из-за того, что инвесторы учитывали увеличение потерь по банковским ссудам и падение прибыльности банковской деятельности. Вдобавок к резкому падению цен на акции банков и уменьшению дивидендов по этим акциям, имевшим место в 1989 и 1990 гг., существенно снизился и показатель прироста собственного капитала банков. Лишь немногие вкладывали средства в собственный капитал банков, большинство полагало, что данная отрасль находится в глубоком кризисе. Более того, некоторые специалисты считают 1990 г. самым неудачным в истории банковского дела со времен Великой депрессии. Более того, этому году предшествовало целое десятилетие (1980-е годы), в течение которого обанкротилось 1086 банков, что в два раза больше числа банкротств с 1934 по 1980 г. В начале 1990-х годов ситуация обостри-

лась до того, что *Wall Street Journal* начала публиковать серию редакционных статей под общим названием «Сохраним банки!».

Каковы же перспективы коммерческих банков? Лучше всего на этот вопрос ответить так: «Перспективы чрезвычайно туманны». Хотя в 1992 г. цены на акции банков немного поднялись, но тем не менее они все еще остаются существенно ниже среднего уровня цен на акции. В последнее время повысилась прибыльность банков (отметим, что наиболее часто встречающимся объяснением такого явления выступает то, что при общем *падении* процентных ставок ставки по ссудам снижались медленнее ставок по депозитам), восстановился баланс резервов для возмещения потерь по ссудам и для покрытия сомнительных долгов. Добавим, что возрос собственный капитал коммерческих банков. Итак, еще не ясно, является ли улучшение ситуации в 1991—1992 гг. реальным оздоровлением банковской сферы или это было просто временное улучшение состояния тяжело больной отрасли. Мы еще рассмотрим некоторые из вышеперечисленных вопросов в главах 10—12.

Состояние дел в сберегательных учреждениях Всю главу 13 мы посвятим серьезному кризису сберегательного дела, разразившемуся в 1980—1990-х годах. Поэтому в этой главе мы лишь четко очертим и вкратце рассмотрим вышеуказанную проблему. Здесь мы не будем обсуждать ни прибыльность, ни потери по ссудам и т. п., а приведем некоторые довольно впечатляющие цифры. Ситуация такова: перед многими сберегательными учреждениями стоит вопрос не о текущей или ожидаемой в скором времени прибыльности, а о самом существовании и *выживании* этих учреждений.

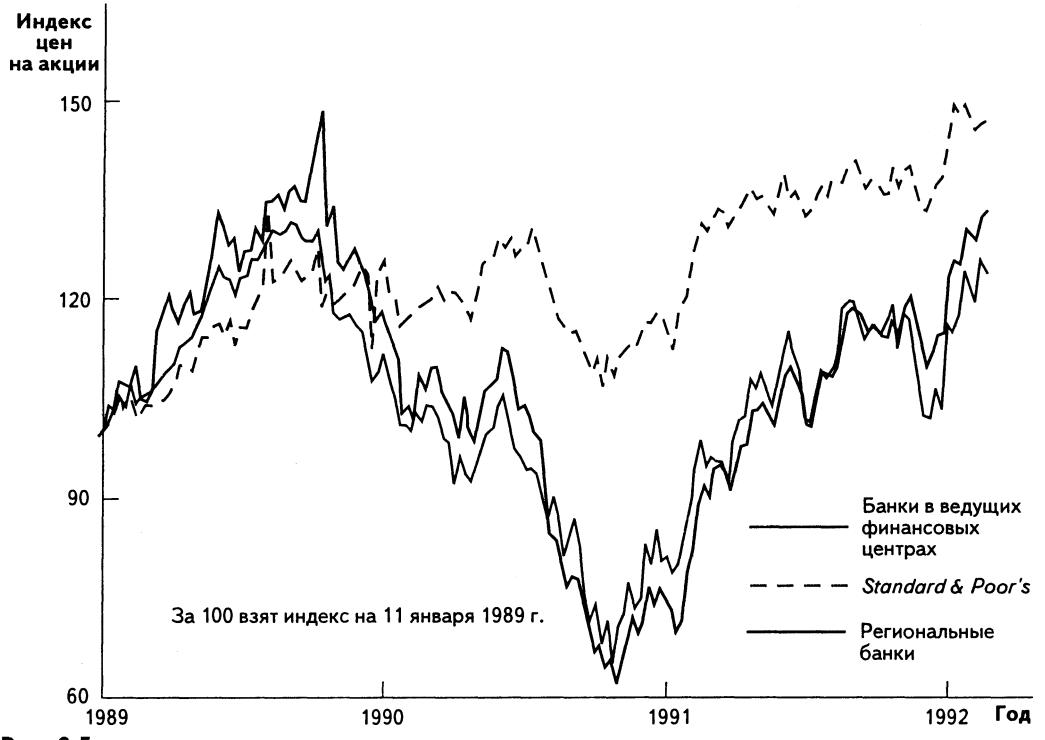


Рис. 9-5

Индекс акций банков и индекс Standard &Poor's 500. Цены на акции банков в 1988 г. несколько превышали средний уровень цен на другие акции. Однако они резко снизились в конце 1989—1990 гг. и несколько повысились лишь в 1992 г. (*Источник*: Board of Governors of the Federal Reserve System. Weekly data: January 6, 1989=100.)

В период с 1980 по 1988 г. государственные органы надзора признали банкротами и закрыли 489 сберегательных учреждений (в основном это были ссудо-сберегательные ассоциации, сберегательные банки). С февраля 1989 г. по февраль 1991 г. 530 сберегательных учреждений было взято под контроль (что на 41 больше, чем всего за предыдущие 9 лет) органами надзора, и 432 из них были закрыты в указанный период. В начале 1991 г. государственные органы надзора определили, что около 2200 из существующих 4000 ссудо-сберегательных ассоциаций могут быть подвергнуты процедуре банкротства. По оценке органов надзора, предполагалось, что еще от 600 до 1100 будут закрыты.

Бюджетное управление Конгресса в 1991 г. предсказывало, что до 1995 г. «доживет» 1000—1200 ссудо-сберегательных ассоциаций. Стоимость проведения процедуры банкротства оставшихся несостоятельных сберегательных учреждений в фиксированных ценах 1991 г. будет равна 130 млрд. долл. (по оценке Казначейства США) или 142 млрд. долл. (по оценке Главного бюджетно-контрольного управления), или 200—250 млрд. долл. (по оценке Бюджетного управления Конгресса).

Короче говоря, теперь осталась лишь тень от того, чем когда-то была сберегательная система, причем эта оставшаяся тень является серьезным источником финансовых потерь населения (в особенности, как мы увидим далее, это касается налогоплательщиков США). Последние два десятилетия были чрезвычайно неблагоприятны для сберегательных учреждений. В последующих главах мы рассмотрим этот вопрос более детально. Здесь же достаточно сказать, что сберегательная система испытывает кризис, сравнимый лишь с банковским кризисом времен Великой депрессии 1930-х годов. Может быть, в будущем данная отрасль несколько и окрепнет, но общий долгосрочный прогноз по этой отрасли чрезвычайно пессимистичен.

Краткое содержание

1. Банки образуют краткосрочные высоколиквидные пассивы за счет привлечения срочных депозитов и депозитов до востребования. Потом эти пассивы используются для приобретения долгосрочных, менее ликвидных активов. Следовательно, банки постоянно имеют дело с так называемой потенциальной проблемой ликвидности: их пассивы более ликвидны, чем их активы.
2. Существует много теорий относительно того, как банки должны решать проблему ликвидности. Теория коммерческих ссуд предлагает банкам предоставлять только краткосрочные самоликвидирующиеся (автоматически погашаемые) ссуды, обеспеченные товарами в процессе производства или в пути. Эта теория имеет два слабых места: а) не существует действительно самоликвидирующихся ссуд, поскольку может случиться так, что произведенные товары не смогут быть проданы; б) такая политика банков автоматически ведет к нестабильности, изменчивости общего уровня кредитования, так как общая ликвидность будет автоматически увеличиваться в периоды инфляции и автоматически сокращаться в периоды кризиса.
3. Существует еще одна теория, которая призвана помочь банкам справиться с проблемой ликвидности — теория передаваемости. Суть этой теории сводится к тому, что банки должны инвестировать средства в высоколиквидные активы. В таком случае и банковские активы, и банковские пассивы будут высоколиквидны. Недостаток этой теории в том, что вся финансовая система не может одновременно повысить свою ликвидность. Для такого одновременного повышения ликвидности требуется какой-то третий участник, например, центральный банк, который и будет способствовать повышению ликвидности в случае финансового кризиса.

4. Третья теория, предлагающая решение проблемы ликвидности, — это теория ожидаемого дохода. Суть этой теории в том, что банки могут быть достаточно ликвидны, даже если они выдают долгосрочные ссуды, но при условии, что эти ссуды будут возвращаться в виде серии выплат, которые и будут обеспечивать банку прогнозируемый приток средств. Более того, в случае возникновения сложностей с ликвидностью эти долгосрочные ссуды могут быть проданы на вторичном рынке.
5. После Великой депрессии банки поставили во главу угла задачу поддержания высокой ликвидности. При этом стал популярен так называемый подход единого резервного фонда. Этот подход предлагает рассматривать все привлеченные средства банка как один единый фонд, обладающий определенными общими характеристиками. Этот фонд идет на пополнение сначала первичных, а потом и вторичных резервов, далее на удовлетворение обоснованных заявок на ссуды, а остальное — на покупку долгосрочных государственных облигаций.
6. Инновации в области кредитных инструментов и усиление конкуренции со стороны небанковских финансовых учреждений заставили банковских управляющих пересмотреть свои подходы. Подход конвертируемости банковских средств подразумевает рассмотрение каждого источника ресурсов банка в отдельности, с учетом его специфических характеристик, с тем чтобы потом на средства из этого источника приобретать активы, соответствующие этим характеристикам. Этот подход делает бóльший акцент на прибыльности, чем на ликвидности. Но этот подход не учитывает в достаточной степени концепцию взаимозависимости управления активами и пассивами. Не используется здесь и возможность корректировки банковскими управляющими структуры и размера активов и пассивов банка.
7. Подход взаимодействия активов и пассивов акцентирует внимание на прибыльности и подразумевает активное управление как активами, так и пассивами. В рамках этого подхода были разработаны стратегии нулевой, положительной и отрицательной разницы между активами и пассивами. Выбор управляющего банком падает на одну из трех стратегий в зависимости от его ожиданий относительно будущих изменений процентных ставок и желания рисковать.
8. В менеджменте депозитных учреждений последнее время наметилась тенденция к секьюритизации активов. Банки и сберегательные учреждения секьюритизируют активы, группируя ссуды со схожими характеристиками в пулы и продавая инвесторам ценные бумаги, гарантирующие последним получение части доходов от сгруппированных в пул активов.
9. Для оценки состояния дел в депозитных учреждениях используются разнообразные показатели, в том числе доходность активов, прибыль на собственный капитал, резервы для возмещения потерь по ссудам и для покрытия сомнительных долгов, прирост активов и собственного капитала, а также индексы цен акций в данной отрасли.
10. Если говорить обо всех коммерческих банках вообще, то последние десятилетия были чрезвычайно неблагоприятны для них. Однако сберегательная система, в особенности ссудо-сберегательные ассоциации, испытывала еще большие трудности.

Словарь терминов

Активы с плавающей ставкой (*variable-rate assets*) — активы, которые могут быть пролонгированы или возобновлены, и, следовательно, переоценены на горизонте планирования банка.

Банки в ведущих финансовых центрах (*money center banks*) — очень крупные банки, занимающиеся ссудными и депозитными операциями на национальном и международном уровне.

Вторичные резервы (*secondary reserves*) — высоколиквидные краткосрочные активы, которые могут быть использованы в качестве дополнительных резервов в случае возникновения проблем с ликвидностью.

Доходность активов (*return on assets*) — отношение чистого дохода депозитного учреждения к общим активам данного учреждения.

Многобанковые холдинги (*multi-bank holding companies*) — корпорации, владеющие двумя или более независимо учрежденными банками. Операции таких компаний иногда называются «групповым банкирством» (group banking).

Недействующие ссуды (*nonperforming loans*) — ссуды, по которым ожидается полный или частичный невозврат основной суммы и/или процентов по ней.

Нулевая разница между активами и пассивами (*zero funds gap*) — ситуация, в которой отношение стоимости активов с плавающей процентной ставкой к общим активам равно отношению стоимости обязательств с плавающей ставкой к общим пассивам.

Обязательства с плавающей ставкой (*variable-rate liabilities*) — пассивы, которые могут быть возобновлены и, следовательно, переоценены на горизонте планирования банка.

Однобанковый холдинг (*one-bank holding company*) — коммерческая организация, которой принадлежит один банк и которая ведет прочую, небанковскую, деятельность.

Отрицательная разница между активами и пассивами (*negative funds gap*) — ситуация, в которой отношение стоимости активов с плавающей процентной ставкой к общим активам меньше отношения стоимости обязательств с плавающей ставкой к общим пассивам.

Подход единого резервного фонда (*pool-of-funds approach*) — техника управления портфелем активов и пассивов, при которой большее внимание уделяется стабильности и безопасности банка и меньшее — краткосрочной прибыльности. В соответствии с ожидаемым уровнем ликвидности средства распределяются сначала на первичные резервы, далее — на вторичные, потом удовлетворяются обоснованные заявки на ссуды и оставшиеся средства идут на приобретение долгосрочных ценных бумаг.

Подход конвертируемости банковских средств (*conversion-of-funds approach*) — подход в банковском менеджменте, при котором каждый источник средств рассматривается индивидуально и соотносится с активом, имеющим сходный срок погашения.

Положительная разница между активами и пассивами (*positive funds gap*) — ситуация, в которой отношение стоимости активов с плавающей процентной ставкой к общим активам больше отношения стоимости обязательств с плавающей ставкой к общим пассивам.

Прибыль на собственный капитал (*return on equity*) — отношение чистого дохода депозитного учреждения к собственному капиталу данного учреждения.

Прирост активов (*asset growth*) — прирост или уменьшение величины активов депозитных учреждений в течение определенного периода времени.

Региональные банки (*regional banks*) — банки, работающие на рынках депозитов и ссудных капиталов в регионах, в которых находятся их штаб-квартиры.

Резервы для возмещения потерь по ссудам (*loan loss reserves*) — наличные активы, хранимые депозитным учреждением в качестве страховки, покрывающей ожидаемую величину безнадежных, невозвращенных должниками ссуд.

Резервы для покрытия сомнительных долгов (*loan loss provisions*) — средства, добавляемые к резервам для возмещения потерь по ссудам депозитного учреждения за определенный период времени, например за год.

Секьюритизация активов (*asset securitization*) — процесс, при помощи которого депозитные учреждения неявно продают свои активы, неликвидные в отдельности, объединяя их в пулы, которые используются для обеспечения ценных бумаг, продаваемых депозитными учреждениями на финансовых рынках.

Теория коммерческих ссуд, или доктрина «реальных векселей» (*commercial loan theory, or real bills doctrine*) — теория, согласно которой банки обеспечивают ликвидность путем выдачи только краткосрочных самоликвидирующихся (автоматически погашаемых) ссуд, обеспеченных товарами, находящимися в процессе производства, или товарами в пути.

Теория ожидаемого дохода (*anticipated income theory*) — согласно этой теории, банки могут не беспокоится о проблеме ликвидности, даже если они выдают долгосрочные ссуды — главное, чтобы эти ссуды выплачивались через продолжительную серию выплат.

Теория передаваемости (*shiftability theory*) — теория, предлагающая банкам решение проблемы ликвидности через покупку высоколиквидных активов.

Чистые потери по ссудам (*net loan losses*) — общее уменьшение доходов депозитного учреждения от невыплат несостоятельных должников (потери доходов от безнадежных ссуд).

Вопросы для самопроверки

1. Укажите и кратко объясните разницу между разными основными подходами к банковскому менеджменту.
2. На совещании высших менеджеров *Megabuck National Bank*[1] генеральный директор Ричард (Ричи) Рич[2] критикует текущую политику банка, заключающуюся в предоставлении только краткосрочных самоликвидирующихся (автоматически погашаемых) ссуд, обеспеченных товарами в процессе производства и/или товарами в пути. Рич предлагает новую политику, заключающуюся в предоставлении долгосрочных коммерческих ссуд, которые могут быть использованы заемщиками на разные нужды, но при условии, что они будут выплачивать долг через серию выплат, что и будет источником доходов и ликвидности *Megabuck National Bank*. Какой философии менеджмента придерживается *Megabuck National Bank* в данный момент? Какой подход предлагает Ричи Рич?
3. Предположим, что вам как управляющему банком необходимо полностью свести на нет влияние изменений уровня процентной ставки на чистый процентный доход. Какая стратегия более всего вам подойдет — нулевой, положительной или отрицательной разницы между активами и пассивами? Обоснуйте свой ответ.
4. Какие показатели могут использовать владельцы банка в первую очередь при оценке деятельности банка? Будут ли некоторые показатели в большей мере отражать краткосрочную перспективу и в меньшей — долгосрочную перспективу? Назовите и расскажите о тех и других показателях.
5. Каковы были решающие факторы, повлиявшие на те или иные показатели работы банков в конце 1980-х — начале 1990-х годов? Есть ли какая-то общая причина, из-за которой коммерческие банки в указанный период переживали кризис?

Задачи

9-1. Предположим, что актив *A* имеет доходность 10% в первую половину периода и 8% — во вторую. Актив *Y* — соответственно 16 и 2%.

а) Рассчитайте ожидаемую доходность активов *A* и *Y*.

б) Какой из активов более рискованный?

9-2. Предположим, что вероятности того, что ценная бумага *A* обеспечит доход в 10 000 долл. и 15 000 долл. равны 0,6 и 0,4 соответственно. Каковы должны быть вероятности по

[1] Прилагательное *megabuck* в названии банка переводится как «куча долларов». (*Прим. ред.*)

[2] Фамилию генерального директора (Rich) можно перевести как «денежный мешок». (*Прим. ред.*)

ценной бумаге *B* при доходе в 8000 и 18 000 долл. соответственно, если известно, что обе бумаги имеют одинаковую ожидаемую доходность?

9-3. Если вероятности того, что ценная бумага *C* будет иметь номинальную доходность в 6 и 10% равны 0,5 и 0,5 соответственно, а вероятности доходности ценной бумаги *D* в 4 и 12% равны также 0,5 и 0,5 соответственно, то какая из этих ценных бумаг будет иметь более высокую рыночную цену?

9-4. В 1985 г. общая средняя доходность активов всех коммерческих банков США была 0,70%, а прибыль на собственный капитал составляла 11,18%.

а) Объясните, почему прибыль на собственный капитал может настолько превосходить доходность активов.

б) Каково было отношение собственного капитала к общим банковским активам в 1985 г.? (*Подсказка*: У обоих показателей одинаковый числитель, поэтому попробуйте как-то сопоставить эти два показателя для получения отношения собственного капитала к активам.)

в) В 1989 г. общая доходность активов банков составляла 0,51%, а прибыль на собственный капитал — 7,94%. Увеличилось или уменьшилось отношение собственного капитала к активам в банковской системе с 1984 по 1989 г.? Можете ли вы с *уверенностью* сказать, изменился ли *уровень* общего чистого дохода банков на протяжении этих лет? Почему да или нет?

Рекомендуемая литература

Boemio Thomas R., Edwards Gerald A., Jr., Asset Securitization: A Supervisory Perspective. — Federal Reserve Bulletin, 75 (10), October 1989, pp. 659—669.

Brewer E., Bank Funds Management Comes of Age. — Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, March/April 1980, pp. 3—10.

Brunner Allan D., Duca John V., McLaughlin Mary M., Recent Developments Affecting the Profitability and Practices of Commercial Banks. — Federal Reserve Bulletin, 77 (7), July 1991, pp. 505—527.

Chernow Ron, The House of Morgan. — New York: Atlantic Monthly Press, 1990.

Duca John V., McLaughlin Mary M., Developments Affecting the Profitability of Commercial Banks. — Federal Reserve Bulletin, 76 (7), July 1990, pp. 477—499.

Graddy Duane B., Spencer Austin H., Brunsen William H., Commercial Banking and the Financial Services Industry. — Reston (Va.): Reston, 1985.

Gup Benton E., Walter John R., Top Performing Small Banks: Making Money the Old-Fashioned Way. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 75 (6), November/December 1989, pp. 23—35.

Liang J. Nellie, Savage Donald T., The Nonbank Activities of Nonbank Holding Companies. — Federal Reserve Bulletin, 76 (5), May 1990, pp. 280—292.

Moulton H. G., Commercial Banking and Capital Formation. — Journal of Political Economy, May—June—July 1918.

Prochnow Herbert V., Term Loans and Theories of Bank Liquidity. — New York: Prentice-Hall, 1949.

Robinson Roland, The Management of Bank Funds. — New York: McGraw-Hill, 1962.

Silber William L., Commercial Bank Liability Management. — Chicago: Association of Reserve City Bankers, 1978.

Sinkey J. F., Jr., Commercial Bank Financial Management. — New York: Macmillan, 1983.

Глава 10

Регулирование деятельности депозитных учреждений

Основные проблемы

1. Каковы основные цели государственного регулирования деятельности депозитных учреждений?
2. Каковы основные положения Закона Гласса—Стиголла и другие законодательные ограничения банковской деятельности, принятые в 1930-е годы?
3. Каковы основные причины введения страхования депозитов? Что такое FDIC и как осуществляется страхование депозитов?
4. Какие три федеральных агентства осуществляют регулирование деятельности коммерческих банков?
5. Каким образом организация банковских холдингов и другие нововведения позволяют обойти законодательные ограничения на учреждение филиалов банка в данном штате и других штатах?
6. Какие финансовые нововведения вызвали принятие Конгрессом в начале 1980-х годов важных законодательных актов по регулированию банковской деятельности и какие основные законы были тогда приняты?
7. Что такое требования к размеру капитала и каков механизм установления нормативов достаточности капитала в настоящее время?
8. Какие основные законы о банковской деятельности были приняты в конце 1980-х годов?
9. Какие изменения могут произойти в банковском регулировании в 1990-е годы?

Главной темой данной главы является система регулирования деятельности депозитных учреждений. Мы постараемся найти «наилучшую» систему контроля, которую предстоит взять на вооружение США в ближайшем будущем. Несмотря на некоторые ключевые изменения в законодательстве США в 1980-е годы, современная система регулирования в основном была сформирована в период Великой депрессии 1930-х годов. Эта система регулирования была хорошо проверена временем, но особенно в последнее десятилетие стало ясно, что данная система далека от совершенства. Следовательно, именно в следующем десятилетии предстоит принять ряд сложных решений относительно целей и методов регулирования деятельности депозитных учреждений.

В данной главе, безусловно, мы не сможем рассмотреть все аспекты данной проблемы. Поэтому здесь мы ограничимся рассмотрением истории формирования современной системы банковского регулирования в США и постараемся описать основные формы законодательных ограничений, налагаемых федеральным правительством и правительствами штатов на деятельность депозитных учреждений. Последующие главы будут базироваться на информации этой главы, лишь ее углубляя и детализируя. Итак, давайте попробуем найти «наилучшую» систему регулирования.

Основы регулирования деятельности депозитных учреждений

Прежде чем мы приступим к рассмотрению в этой и последующих главах системы регулирования деятельности депозитных учреждений, изучим некоторые ключевые вопросы. Желательно, чтобы при изучении последующих трех глав вы помнили о них.

ЦЕЛИ БАНКОВСКОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Так как США являются демократической республикой с капиталистической экономикой, здесь обычно считается, что для введения государственного регулирования необходимы веские причины. В противном случае обычно предоставляется возможность «заботиться о самих себе». Если уж органы надзора за деятельностью банков, призванные претворять в жизнь законы, которые приняты легитимно избранными законодательными органами, не допускают свободного функционирования банковских рынков, то, наверное, потому, что общество считает, что функционирование банковских рынков, предоставленных самим себе, приведет к социально нежелательным последствиям. Следовательно, целью *регулирования банковской деятельности является корректировка и регулирование частных рынков банковских услуг.*

Обеспечение платежеспособности депозитных учреждений: предотвращение банкротств Естественным последствием свободной игры спроса и предложения на частных рынках являются банкротства фирм. Иными словами, фирмы становятся *неплатежеспособными*: сумма их пассивов превышает сумму активов, т. е. чистая стоимость компании падает ниже нуля. Фирмы «прогорают» по многим причинам, и, когда они становятся банкротами, это отрицательно отражается на кредиторах, владельцах, служащих и клиентах. Однако наибольший вред обществу наносится, когда «прогорают» *депозитные учреждения*, ведь так много людей зависит от безопасности и стабильности банков.

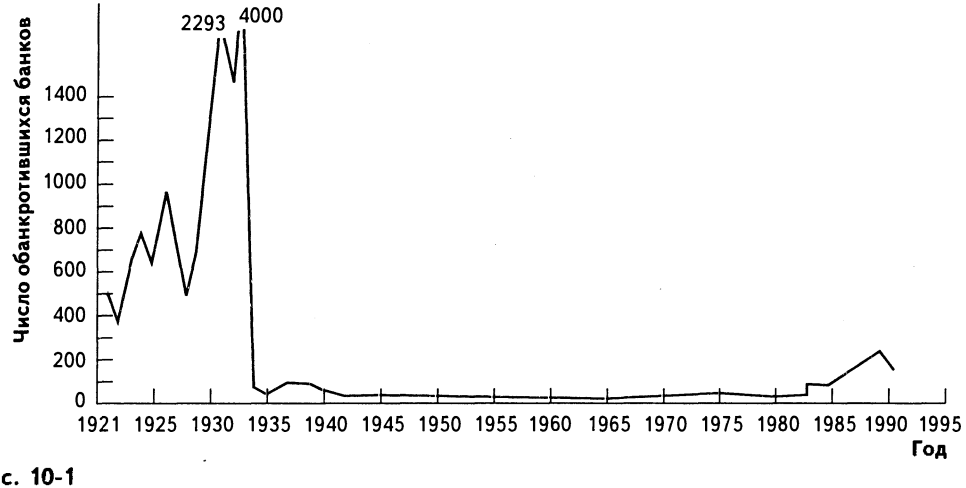


Рис. 10-1
Банкротства банков, 1921—1992 гг. (*Источник*: данные FDIC.)

Согласно рис. 10-1, в 1920-е годы ежегодно «прогорало» в среднем около 600 банков. В начале 1930-х годов эта цифра возросла до 2000 в год. Именно в 1933 г., в разгар банковского кризиса была основана **Федеральная корпорация страхования депозитов** (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*). Она страховала средства

вкладчиков и тем самым ликвидировала причину массового изъятия вкладов из банков. Если банк «прогорал», FDIC возвращала вкладчикам их деньги. С момента основания FDIC число банкротств банков снизилось в среднем до 12 в год, по крайней мере до недавнего времени.

Главной целью банковского регулирования с 1930-х годов было ограничение числа банкротств банков, и главным методом предотвращения банкротств депозитных учреждений было ограничение рисков, на которые шли управляющие данных учреждений. До 1980-х годов эта цель успешно достигалась в основном при помощи банковского регулирования. Однако, как уже отмечалось в главе 9, в начале 1980-х годов число банкротств коммерческих банков существенно возросло (рис. 10-1). Мы рассмотрим причины такого развития ситуации в последующих главах.

Обеспечение ликвидности депозитных учреждений Существует ярко выраженная взаимозависимость между платежеспособностью и ликвидностью банка. Если вообще платежеспособное депозитное учреждение оказывается в ситуации, когда ему не хватает наличных денег для удовлетворения выданного обязательства, то приходится срочно (а поэтому не всегда выгодно) продавать какие-то активы, что снижает прибыль, и в конечном итоге это учреждение может стать неплатежеспособным. К тому же если более чем одно депозитное учреждение окажется неликвидным в одно и то же время, то у вкладчиков может возникнуть ощущение, что все банки находятся на грани краха. Если такое ощущение «сконденсируется» до уверенности, то вкладчики одновременно станут изымать свои вклады из банков, что и явится причиной неплатежеспособности депозитных учреждений.

Итак, если предоставить депозитным учреждениям самим определять уровень ликвидности, то может случиться (но может и не случиться) вышеописанная ситуация. Следовательно, одной из целей регулирования деятельности депозитных учреждений и является поддержание соответствующей ликвидности, достаточной для удовлетворения любых запросов вкладчиков, если не мгновенно, то по крайней мере в течение нескольких дней.

Обеспечение экономической эффективности Следующей целью регулирования деятельности депозитных учреждений является, в частности, обеспечение и повышение экономической эффективности банковской сферы и в целом улучшение функционирования экономики. Поскольку мы говорим о банковской сфере (впрочем, это верно и для любой отрасли), то главными составляющими общей эффективности являются **техническая эффективность** (*technical efficiency*) и **аллокационная эффективность** (*allocative efficiency*). Депозитное учреждение достигает технической эффективности, если оно предоставляет свои услуги по наиболее низким ценам из их возможных вариантов (с точки зрения затраченных в процессе производства ресурсов общества, т. е. у предоставляемых им услуг будут самые низкие альтернативные издержки). Депозитное учреждение достигает аллокационной эффективности, если цены на его услуги равны предельным издержкам (цена на банковские услуги устанавливается на уровне дополнительных издержек, связанных с предоставлением последней банковской услуги).

Так как депозитные учреждения приносят обществу пользу, регулирование их деятельности ориентируется и на повышение общеэкономической эффективности их операций как финансовых посредников. Как уже отмечалось в главе 6, экономическая роль банковской системы с частичным резервным покрытием заключается в передаче средств с депозитных счетов инвесторам в качестве займов, которые последние используют для приобретения факторов производства. В прошлом банки являлись хранилищами золота, серебра и прочих благородных металлов и использовали их запасы для ведения ссудных операций. По словам Адама Смита (Smith), автора книги «Богатство народов» (1776), «разумное функционирование банков позволяет стране при

помощи замены большей части золота и серебра [ценными] бумагами преобразовать большую часть ее мертвых запасов в активные и производительные активы».

В наше время основная социальная функция депозитных учреждений не изменилась. Они принимают от вкладчиков бумажные деньги, которые при отсутствии банков хранились бы в чулке, и передают большую часть этих денег в виде ссуд заемщикам, которые их используют для накопления капитала и производства товаров и услуг. Очевидно, что если депозитные учреждения не будут выполнять эту основную функцию четко и эффективно, то общество только проиграет. Например, если банки используют практически все средства, полученные от вкладчиков, только на выдачу долгосрочных ссуд, для которых не существует вторичного рынка, то этим они не принесут обществу никакой пользы, т. е. общество ничего не выиграет от существования банков. Даже если у новых потенциальных заемщиков появятся новые возможности для инвестиций, то депозитные учреждения, уже исчерпавшие свои кредитные ресурсы, не будут достаточно ликвидны, чтобы предоставить новым заемщикам необходимые ссуды. В таком случае может произойти так называемое *сжатие кредита* (*credit crunch*)[1], что будет чрезвычайно неблагоприятно для общества в целом.

ОСНОВНАЯ ПРОБЛЕМА РЕГУЛИРОВАНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ДЕПОЗИТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ: ПРОТИВОРЕЧИЕ ЦЕЛЕЙ

В последующих главах части III мы обсудим некую дилемму, с которой сталкиваются государственные регулирующие органы, а именно: цели регулирования деятельности депозитных учреждений часто противоречат друг другу. Приведем следующий пример: в 1930-е годы главной целью регулирования деятельности депозитных учреждений было предотвращение их банкротств, связываемое с обеспечением ликвидности и платежеспособности банковской системы. Великая депрессия привела к тому, что вследствие введения регулирования эффективная, конкурентная банковская система была заменена другой, характеризующейся более низким уровнем технической и аллокационной эффективности, хотя и намного более безопасной системой с точки зрения предотвращения банкротств и массового изъятия вкладов из банков.

Неэффективность, порожденная излишней зарегулированностью, стала особенно заметна в условиях роста процентных ставок в 1970—80-е годы. Именно тогда банки и сберегательные учреждения ощутили реальную жесткую конкуренцию со стороны друг друга. Подобная ситуация привела к снятию некоторых ограничений на деятельность депозитных учреждений, что дало им больше возможностей для приспособления к меняющимся рыночным условиям. В частности, *Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г.* (*Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*), а также некоторые другие законы, принятые позже Конгрессом, уравняли возможности разных депозитных учреждений (коммерческих банков, ссудо-сберегательных ассоциаций, сберегательных банков, кредитных союзов). Главной целью такого законотворчества было создание условий для повышения технической и аллокационной эффективности банковской отрасли.

Традиционные депозитные учреждения стали ощущать дополнительную конкуренцию и со стороны других финансовых учреждений типа взаимных фондов денежного рынка, которые переманивают вкладчиков обещаниями более высокого потенциального дохода. Еще одним примером являются брокерские компании, которые теперь предлагают целый набор банковских услуг. Даже торговая компания *Sears* следует примеру брокерских фирм и предлагает клиентам инвестиционные и банковские услуги.

---

[1] Ситуация в экономике, характеризующаяся высоким уровнем кредитных ставок и трудностями с получением кредитов. (*Прим. ред.*)

Результатом таких нововведений стало то, что многие депозитные учреждения были вытеснены с рынка такой ожесточенной конкуренцией. Другие, стараясь удержаться на плаву, прибегали к высокорискованным инновациям, что часто приводило к краху. Многие стали жертвами управленческих ошибок. Хотя в 1980-е годы банковская отрасль во многом стала более конкурентной и, следовательно, более эффективной, она также стала менее стабильной и рискованной.

1990-е годы стали свидетелями наиболее жарких дискуссий относительно противоречивости целей регулирования банковской деятельности. Таких дискуссий не велось с 1930-х годов, когда вводилась ныне действующая система банковского регулирования. Результатом дебатов стало, во-первых, ужесточение контроля за выполнением правил ведения финансовых операций. Многие обозреватели считают, что другим результатом стало превращение банковской сферы в более стабильную и безопасную отрасль. Однако другие утверждают, что в результате этих действий отрасль стала намного менее эффективной, что подтверждается так называемым сжатием банковского кредита 1990—1991 гг. Таким образом, с одной стороны, велась дискуссия, с другой — звучали призывы к еще большему *дерегулированию* банковской деятельности в США. В ближайшее время гражданам, избранным ими законодателям, и чиновникам, занимающимся контролем за банковской деятельностью и назначаемым законодателями, предстоит как следует разобраться в рассматриваемой здесь теме и принять кардинальное решение относительно приоритетных целей регулирования деятельности депозитных учреждений.

Истоки регулирования деятельности депозитных учреждений в США

Чтобы составить целостное представление о банковском регулировании в США, дадим беглый обзор (не в строго хронологическом порядке) до сих пор действующих наиболее важных законов, касающихся банковской сферы. Начнем с законов, принятых в 1930-е годы, так как и в наши дни они являются основными регулирующими актами.

ЗАКОН О БАНКАХ 1933 ГОДА (ЗАКОН ГЛАССА—СТИГОЛЛА)

Закон о банках 1933 г., более известный как **Закон Гласса—Стиголла** (*Glass-Steagall Act*), был принят Конгрессом и подписан президентом Ф. Рузвельтом (Roosevelt) 16 июля 1933 г. Этот закон был предложен сенатором из Вирджинии демократом Картером Глассом (Glass) и конгрессменом из Алабамы демократом Генри Стиголлом (Steagall), председателями банковских комитетов соответственно сената и палаты представителей. Вот основные положения данного закона:

1. В соответствии с этим законом была образована Федеральная корпорация страхования депозитов (FDIC). FDIC создавалась как гарант вкладов населения. Вкладчик мог не беспокоиться за сохранность своих средств, даже если банк оказался нестабильным и на грани банкротства.
2. Банкам, принимающим вклады, запрещалось заниматься в качестве основной деятельности гарантированием размещения непервоклассных ценных бумаг. Таким образом, коммерческие банки были отделены от инвестиционных (организаций, занимающихся консалтингом, гарантирующих размещение ценных бумаг и предоставляющих брокерские услуги фирмам, эмитирующим новые акции или облигации).
3. Коммерческим банкам запрещалось платить проценты по депозитам до востребования.
4. ФРС предоставлялось право устанавливать для банков—членов ФРС потолок процентных выплат по срочным и сберегательным вкладам.

Именно этот закон был основой регулирования банковской деятельности в США на протяжении последующих 50 лет.

Федеральная корпорация страхования депозитов FDIC является государственной организацией, гарантирующей сохранность депозитов каждого клиента коммерческого банка (в пределах определенной суммы) вне зависимости от финансового состояния конкретного коммерческого банка. На данный момент страхуемая сумма составляет 100 тыс. долл. До конца 1989 г. вклады в ссудо-сберегательных ассоциациях и сберегательных банках страховались в пределах такой же суммы **Федеральной корпорацией страхования ссудо-сберегательных ассоциаций** (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC*). Начиная с 1990 г. их страховал Фонд страхования сберегательных учреждений при FDIC (FDIC's Savings Association Insurance Fund, SAIF) об этом мы расскажем ниже, а также в главе 12. Вклады в кредитных союзах обычно страхуются **Национальным управлением кредитных союзов** (*National Credit Union Administration, NCUA*), которому подотчетен Национальный страховой фонд акционеров кредитных союзов.

FDIC создавалась для устранения главной причины банкротств банков — одновременного изъятия депозитов вкладчиками («набеги» на банки). Рассмотрим следующую ситуацию. У банка появляются первые симптомы нестабильности; его активы могут оказаться недостаточными для покрытия пассивов. Если депозиты этого банка не застрахованы, то его вкладчики (и вкладчики связанных с ним банков) одновременно захотят забрать свои деньги. Они беспокоятся о том, что у нестабильного банка может не оказаться денег, чтобы вернуть их вклады наличными.

Именно так и случается с незастрахованными нестабильными банками. Как и в случае с банкротством рядовой фирмы, может произойти, что не все кредиторы получат назад свои средства, а если и получат, то не все 100% причитающихся им сумм. Вкладчики являются кредиторами банка, ведь именно их вклады составляют пассивы банка. В банковской системе с обязательным частичным резервным покрытием банки в принципе не могут хранить все 100% средств вкладчиков в виде кассовой наличности. Следовательно, вкладчики физически не могут забрать все свои вклады из этого банка. Поэтому необходимо предоставить вкладчикам гарантии того, что они смогут обратно получить свои вклады наличными в любое время, вне зависимости от финансового положения банка.

Именно FDIC и является таким гарантом. Страхуя депозиты, FDIC увеличивает веру вкладчиков в стабильность банковской системы. Именно поэтому они могут спокойно оставлять вклады в банке, даже если чрезвычайно распространены слухи о его скором банкротстве. В 1933 г. достаточной гарантией было страхование вклада в пределах 2500 долл. (или около 30 000 долл. в современных ценах).

Хотя FDIC учреждена федеральным правительством и является государственным учреждением, главным источником ее средств не являются деньги налогоплательщиков. Подобно частной страховой компании, FDIC взимает с каждого страхуемого банка страховую премию, которая и является главным источником ее средств. FDIC осуществляет страхование за счет страховой премии, выплачиваемой застрахованными коммерческими банками. В настоящее время размер страховых премий составляет 0,23% общего объема депозитов коммерческого банка.

Разделение деятельности коммерческих и инвестиционных банков Инвестиционный банк гарантирует размещение нового выпуска корпорационных или муниципальных облигаций или эмиссии акций частных корпораций. Под гарантированием размещения понимается, что инвестиционный банк гарантирует, что весь пакет ценных бумаг будет продан по минимальной цене за акцию или облигацию. Коммерческие же банки принимают депозиты вкладчиков и покупают активы у заемщиков. Коммерческие

банки являются главными посредниками между вкладчиками и заемщиками. Инвестиционные банки, по сути, предоставляют брокерские услуги.

Разделение деятельности коммерческих и инвестиционных банков было обусловлено бытующим тогда мнением, что многие коммерческие банки вплоть до 1933 г. занимались гарантированным размещением многих высокорискованных ценных бумаг. Если некоторую часть этих ценных бумаг не удавалось продать по установленной минимальной цене, то эти ценные бумаги просто оставались в портфеле активов данного банка. Если такая ситуация повторялась, то портфель становился слишком рискованным, так как содержал большое количество нераспроданных рискованных ценных бумаг. Случалось и так, что банк покупал выпущенные им ценные бумаги для портфелей клиентов, находящихся в его доверительном управлении. Более того, банк при предоставлении консалтинговых услуг мог давать необъективные рекомендации — здесь возникал конфликт интересов.

Запрет платить проценты по депозитам до востребования В начале 1930-х годов запрещение платить проценты по депозитам до востребования обосновывалось тем, что банки старались привлечь клиентов высокими процентами. Создатели этого законопроекта считали, что банкам необходимо получать большой доход от активов, чтобы платить проценты по пассивам. Таким образом, банки инвестировали средства вкладчиков в предприятия, обещавшие быть высокоприбыльными, забывая, что прибыльность и риск прямо связаны между собой. Считалось, что при снижении деловой активности стоимость рискованных активов должна была существенно упасть, поскольку многие банки будут не в состоянии их продать по прежним ценам, если им понадобятся деньги для удовлетворения требований вкладчиков, желающих изъять депозиты. И тогда все эти банки оказываются на грани банкротства. Для устранения этой причины банкротств закон 1933 г. запретил банкам выплачивать проценты по депозитам до востребования.

Первоначально закон Гласса—Стиголла устанавливал потолок процентных ставок только для коммерческих банков. **Законом о регулировании процентных ставок 1966 г.** (*Interest Rate Adjustment Act*) эти ограничения распространились и на сберегательные учреждения. Ограничение размера процентных ставок и составляло основу регулирования деятельности депозитных учреждений вплоть до 1980-х годов.

ОГРАНИЧЕНИЯ НА ВХОЖДЕНИЕ В БАНКОВСКУЮ ОТРАСЛЬ

Регулирование банковской отрасли привело к тому, что появились определенные ограничения на вход на данный рынок. Для того чтобы получить чартер от федерального правительства или правительства штата, учредители должны были доказать целесообразность создания банка и существования потребности в его услугах. До того как банк получит чартер, учредители должны также доказать свои возможности управлять банком и честность своих намерений. Кроме того, регулирующие органы (общенациональные или в пределах штата) требуют подтверждения наличия потребности общества в создании данного банка. Очевидно, что судить о наличии такой потребности объективно невозможно. На протяжении многих лет органы банковского надзора отделяли «достойных» от «недостойных» получить право на вхождение в отрасль. В определенных регионах существующие банки получали повышенные (по сравнению со средним уровнем) прибыли, в то время как органы банковского надзора препятствовали появлению конкурентов в данном регионе.

Двухуровневая банковская система Согласно Закону о национальных банках 1864 г. (National Banking Act), владельцы коммерческих банков вольны выбирать, получать ли им чартер правительства штата (в органе банковского надзора штата) или чартер федерального правительства (в Управлении контролера денежного обращения). Такая свобода выбора привела к сосуществованию национальных банков и банков штатов,

т. е. в США существует *двухуровневая банковская система* (*dual banking system*). Более $^2/_3$ банков США имеют чартер правительства штата, однако их активы составляют менее половины всех активов банков США. Для того чтобы несколько усложнить ситуацию, скажем, что членство в Федеральной резервной системе и Федеральной корпорации страхования депозитов для банков штатов является не обязательным. Для национальных банков членство в ФРС и FDIC обязательно.

Пересечение юрисдикции органов банковского надзора В принципе при двухуровневой банковской системе существует пересечение юрисдикции органов банковского надзора. В США имеются четыре органа банковского надзора, контроля и регулирования:

1. Управление контролера денежного обращения.
2. Федеральная резервная система.
3. Федеральная копрорация страхования депозитов.
4. Органы банковского надзора штатов.

На рис. 10-2 обозначена юрисдикция каждого органа, контролирующего деятельность коммерческих банков (такая ситуация сложилась с 31 декабря 1981 г.).

Каждый федеральный орган банковского надзора практикует свои методы мониторинга, изучения и оценки деятельности коммерческих банков, имеющих чартер федерального правительства. В принципе он может проводить свою собственную проверку национальных банков, т. е. любой такой банк может подвергнуться тройной проверке и контролю. Деятельность банков с чартером правительства штатов (если они не входят в Федеральную резервную систему и FDIC) может контролироваться только одним учреждением — органом банковского надзора штата. **Управление контролера денежного обращения** (*Office of the Comptroller of the Currency*) при Казначействе США (Treasury Department) отвечает за выдачу чартеров, контроль и оценку деятельности более чем 4000 национальных банков. Хотя ФРС и имеет право контролировать все национальные банки и входящие в нее банки штатов, обычно ее внимание обращено лишь на примерно 1000 входящих в нее банков штатов. Национальные банки контролируются Управлением контролера денежного обращения.

Так как почти все коммерческие банки застрахованы в FDIC, этот орган может контролировать большинство банков штатов и все национальные банки. Однако на практике FDIC контролирует только не входящие в ФРС застрахованные банки с чартером правительства штатов.

СИСТЕМЫ БЕСФИЛИАЛЬНЫХ БАНКОВ И БАНКОВ, ИМЕЮЩИХ ФИЛИАЛЫ

Во многих странах сложилась следующая ситуация: имеется несколько крупных банков с большим числом разбросанных по стране филиалов. В США, наоборот, по всей стране существует множество отдельных независимых депозитных учреждений.

Законы многих штатов не позволяют банкам иметь филиалы, т. е. каждый банк может географически распалагаться только в одном месте. Это так называемая **система бесфилиальных банков** (*unit banking*). Однако в других штатах филиалы разрешены. Это **система банков, имеющих филиалы** (*branch banking*). Иными словами, у банка может быть два и более офиса, принадлежащих одной банковской корпорации и управляемых ею. Банк с филиалами, по сути, является банковской корпорацией, имеющей два или более филиала в данном регионе — филиалами могут быть как просто учреждаемые офисы, так и уже существовавшие банки, которые были присоединены к данной корпорации или поглощены ею. На 1992 г. 14 штатов не ограничивали возможность открывать и иметь филиалы в пределах штата (обычно в пределах округа или прилегающих округов), а один штат — Колорадо — вообще запрещал иметь филиалы (это штат с системой бесфилиальных банков).

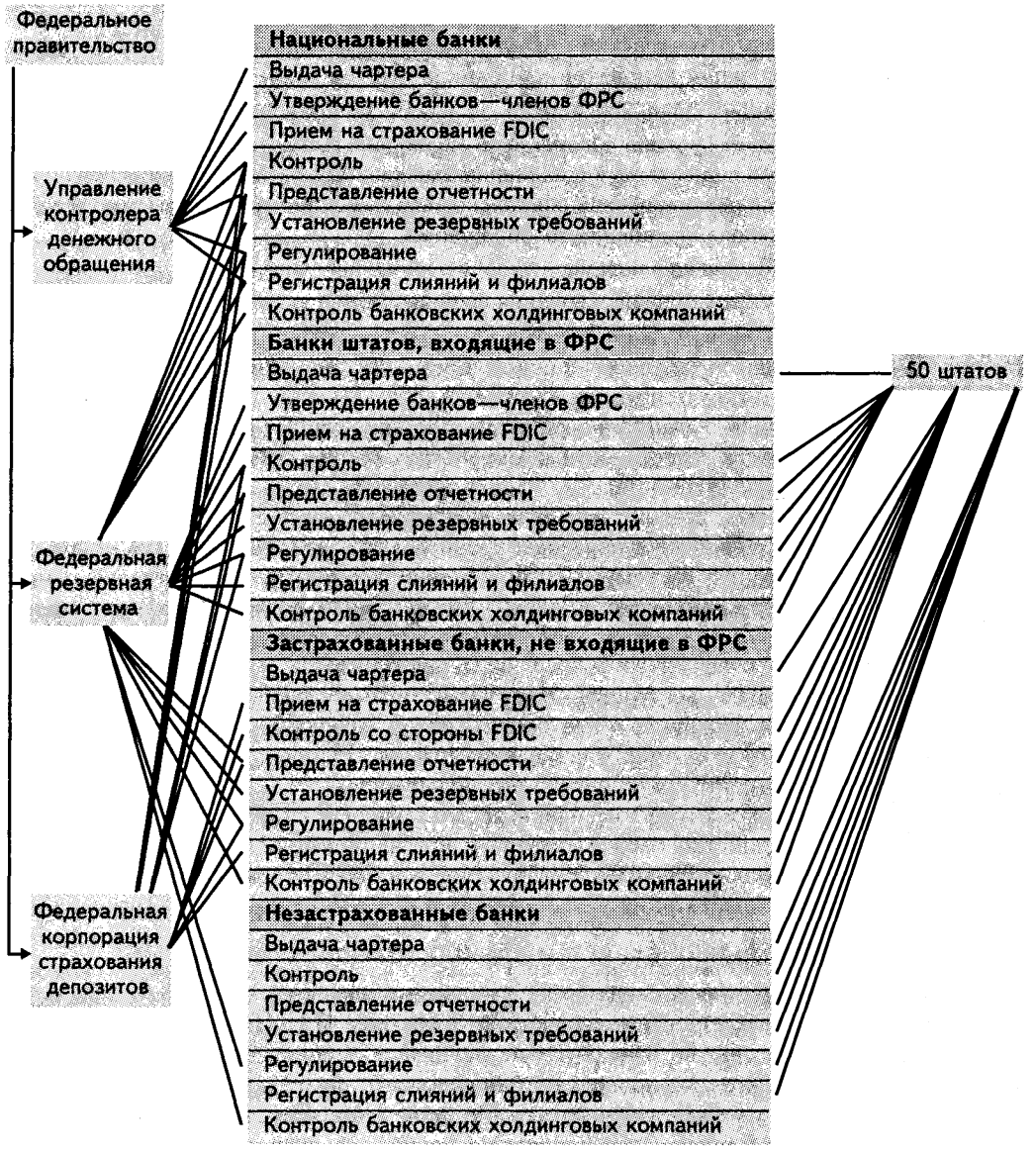


Рис. 10-2

Пересечение юрисдикции органов надзора над деятельностью коммерческих банков. *Источники:* Материалы слушаний по финансовым структурам и регулированию подкомитета по финансовым учреждениям Сенатского комитета по банковскому делу, жилищному строительству и проблемам городов (93-й конгресс, 1-я сессия, 1973 г.), в кн.: *Polakoff Murray E., Durkin Thomas A. et al.*, Financial Institutions and Markets, 2 ed. — Boston: Houghton Mifflin, 1981; Federal Reserve Bank of Atlanta *Economic Review*, December 1982, p. 46.

Сравнительный анализ банковских структур: США, Европа и Япония

Численность населения 12 стран — членов Европейского сообщества лишь на 30% больше населения США. Однако число коммерческих банков в ЕС равно лишь $^1/_6$ от их количества в США. В ЕС на один коммерческий банк приходится 150 000 жителей, в США — 20 000. Кроме того, в ЕС в два раза меньше сберегательных учреждений, чем в США. Более того, хотя в ЕС насчитывается существенно меньше, чем в США, депозитных учреждений, суммарные активы депозитных учреждений ЕС намного превосходят аналогичный показатель депозитных учреждений США.

Разница между США и Японией еще более грандиозна. В США коммерческих банков насчитывается примерно в 10 раз больше, чем в Японии, хотя население больше лишь в 2 раза, т. е. в Японии на один коммерческий банк приходится 850 000 чел.

Открытие филиалов и размер банков

Исходя из вышеприведенной информации, было бы довольно логично предположить, что в Европе и Японии к клиентам банков подходят менее «индивидуально», чем в США. Однако это не обязательно так. Хотя в Европе и Японии существует гораздо меньше коммерческих банков и прочих депозитных учреждений, эти учреждения имеют большую сеть филиалов. Кстати, если посмотреть на соотношение количества филиалов банков и прочих депозитных учреждений к численности населения США, Европы и Японии, то разница станет существенно меньше. Например, в 1980-е годы на каждые 2300 граждан США приходилось по отделению (депозитного учреждения), что практически совпадало с аналогичным показателем для Великобритании и почти совпадало с показателем для Японии (одно отделение на каждые 2800 жителей) и Италии (одно отделение на 4300 жителей). Во Франции и Германии этот показатель был несколько ниже (одно отделение на 1500 жителей).

Как бы то ни было, из вышесказанного можно сделать однозначный вывод, что среднее депозитное учреждение в Европе и Японии немного крупнее, чем в США. В начале 1990-х годов в Европе находилось примерно половина самых крупных коммерческих банков мира, в Японии — более четверти, а в США — лишь примерно $^1/_{10}$.

Можно сделать и следующий вывод: в Европе и Японии конкуренция между депозитными учреждениями существенно слабее, чем в США. Пять самых крупных депозитных учреждений в Бельгии, Дании, Франции, Италии, Люксембурге, Португалии, Испании и Великобритании привлекают более 30% вкладов своих граждан; в Греции и Нидерландах пять крупнейших депозитных учреждений привлекают более 80% всех вкладов граждан этих стран. В Японии пять самых крупных депозитных учреждений привлекают 20% вкладов в банковскую систему страны. А в США на 5 крупнейших банков приходится лишь 10% вкладов.

Универсальность банков Европы

В большинстве стран Европы банки универсальны, т. е. практически не существует ограничений типа закона Гласса—Стиголла на ведение банковских операций и торговлю ценными бумагами. Хотя европейцы иногда беспокоятся о возможности возникновения конфликта интересов и о том, что им приходится платить высокие комиссионные за услуги банков, многим все же нравится возможность осуществлять все финансовые операции в одном банке. Одна из наиболее часто высказываемых европейцами жалоб заключается в том, что универсальные банки слишком солидны и консервативны, а не амбициозны и рискованны.

Интересно, что в 1990-е годы США и Европа столкнулись со схожими проблемами. Только недавно в США стало чем-то неизбежным появление «межштатных» банков, и концентрация национальных банков. Так же, только в 1992 г., заключено соглашение стран ЕС об открытии границ для банковской деятельности, что должно было усилить межбанковскую конкуренцию. До этого во многих странах Европы существовали значительные ограничения на деятельность транснациональных банков. Итак, в 1990-е годы и в следующем столетии Европе и США будет в чем посоревноваться на поприще регулирования и дерегулирования деятельности банков. Хотя структура их банковских систем довольно сильно различается, у них есть общие проблемы и цели.

Источники: Dermine Jean (ed.), European Banking in the 1990s. — Oxford: Basil Blackwell, 1990; *Revzin Philip, Roth Terence, Studer Margaret,* Universal Banks in Europe Win Plaudits for One-Stop Shopping. — Wall Street Journal, February 26, 1991, p. C1.

По Закону Мак-Фаддена 1927 г. (McFadden Act) с поправками, внесенными после принятия Закона Гласса—Стиголла 1933 г., именно штат, а не федеральное правительство имеет право регулировать деятельность филиалов. Федеральный закон не запрещает национальным банкам иметь филиалы, но национальные банки обязаны подчиняться банковскому законодательству того штата, где они находятся. Однако в федеральном законодательстве существуют некоторые лазейки, позволяющие обойти законы штатов. Например, в 1974 г. Управление контролера денежного обращения постановило, что электронный терминал, осуществляющий связь между клиентом и банком, не является филиалом банка. Это постановление трактовалось довольно широко и обусловило повсеместное распространение банкоматов в качестве филиалов, где не заняты люди («филиалов-роботов»). И здесь законодательство штатов, запрещающее филиалы, бессильно.

Банковские холдинговые компании Кроме открытия филиалов существует еще один способ увеличения числа офисов банка. Как отмечалось в главе 9, банковская корпорация при помощи многобанковых холдинговых компаний (банковских групп) может получить контроль над двумя и более независимо учрежденными банками.

Количество многобанковых холдинговых компаний за последние три десятилетия существенно увеличилось. В табл. 10-1 показан быстрый рост объема депозитов, эффективно контролируемых такими многобанковыми компаниями, начиная с 1965 г. Такой быстрый рост банковских холдингов главным образом объясняется наличием законодательных ограничений на открытие филиалов и их операции. В известной степени использование системы участия позволяет обойти законы, регулирующие деятельность филиалов в других штатах: большинство многобанковых холдинговых компаний расположены именно в штатах с системой бесфилиальных банков. Более того, так как законы штатов часто позволяют банковским холдингам работать в разных штатах, использование системы участия стало привлекательным средством обхода законов, ограничивающих «межштатную» банковскую деятельность.

ТАБЛИЦА 10-1

Многобанковые холдинговые компании

Год	Число многобанковых холдингов	Число банков	Число филиалов	Активы*	Депозиты*
1960	47	426	1037	20	18
1965	53	468	1486	31	28
1970	121	895	3260	93	78
1975	289	2264	9896	371	297
1981	407	2607	14121	678	480
1986	1314	4431	28046	1827	1315
1991	910	3706	32462	2605	1683

* В млрд. долл.

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, *Annual Statistical Digest* (включает данные только по США).

Хотя главной причиной широкого распространения многобанковых холдинговых компаний является стремление обойти ограничения на операции филиалов как внутри штатов, так и за их пределами, основной причиной появления однобанковых холдинговых компаний были попытки обойти ограничения, запрещающие банкам заниматься

некоторыми видами деятельности. Закон о банковских холдинговых компаниях 1956 г. (The Bank Holding Company Act) не содержал в себе конкретных ограничений на ведение такими компаниями небанковской деятельности.

Как отмечалось в главе 9, однобанковые холдинговые компании могут заниматься целым спектром видов небанковской деятельности и привлекать средства с нерегулируемого рынка коммерческих бумаг, а потом переводить эти средства в свой банк. Более того, банковские холдинги могут заниматься и брокерской деятельностью, что позволяет банковским корпорациям эффективно обходить отдельные положения Закона Гласса—Стиголла. Именно вышеперечисленные факты обусловливают быстрый рост числа однобанковых холдинговых компаний между 1973 и 1990 гг., что и отражено в табл. 10-2.

Конгрессменов и чиновников серьезно беспокоила деятельность однобанковых холдинговых компаний. Они были озабочены тем, что продажа холдинговыми компаниями нерегулируемых коммерческих бумаг может повредить банку. Велика вероятность возникновения конфликта интересов и усиления концентрации финансовой мощи в одних руках. Это беспокойство вылилось в Закон о банковских холдинговых компаниях 1970 г. Этот закон распространил на однобанковые холдинги те же ограничения, которые действовали для многобанковых холдингов (деятельность последних регулировалась Законом о банковских холдинговых компаниях 1956 г.).

ТАБЛИЦА 10-2

Однобанковые холдинговые компании*

Год	Число однобанковых холдингов	Число банков	Число филиалов	Активы**	Депозиты**
1973	1282	1282	7861	262	207
1975	1419	1410	8486	290	230
1977	1607	1602	10241	496	403
1979	2028	2019	11920	693	541
1981	3093	3082	14329	756	587
1986	5162	4984	11670	517	442
1991	4843	4843	11860	679	534

* До 1971 г. существовали только многобанковые холдинговые компании. Именно в 1970 г. к Закону о банковских холдинговых компаниях была принята поправка, учреждавшая институт однобанковых холдинговых компаний. Впервые в статистике Совета управляющих ФРС разделение на однобанковые и многобанковые холдинги было введено в 1973 г. (в справочнике Annual Statistical Digest 1971—1975). Однако можно с уверенностью предположить, что в конце 1971 г. уже существовало как минимум 1316 однобанковых холдингов, а на конец 1972 г. — 1356. Вот наши рассуждения: число многобанковых холдингов выросло с 121 в 1970 г. до 251 в 1973 г. Всего банковских холдингов в 1971 г. было 1567, а в 1972 г. — 1607. Следовательно, в конце 1971 г. было как минимум1316 (т. е. 1567 – 251) однобанковых холдинговых компаний, а в конце 1972 г. — *как минимум* 1356 (т. е. 1607 – 251).

** В млрд. долл.

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, Annual Statistical Digest (начиная с 1975 г. включает данные и по другим странам).

«Межштатные» банки Первоначально в США каждый банк обслуживал только местных клиентов. Предоставлять услуги в других штатах банкам не разрешалось. По мере развития транспорта, средств связи, увеличения численности и повышения мобильности населения банки попытались предоставлять услуги и за пределами географических границ своих штатов. В начале 1900-х годов некоторые банки (следуя за мигрирующими клиентами) начали открывать филиалы и за пределами своих штатов. В результате эти банки стали расти в размерах.

Конгресс уже давно хотел ограничить деятельность крупных «монополистических» банков. Это привело к принятию Закона Мак-Фаддена 1927 г. и поправкам к нему в Законе Гласса—Стиголла 1933 г., которые налагали на национальные банки такие же ограничения на деятельность филиалов, которым подчинялись и банки штатов. Следовательно, каждый штат сам определял свою филиальную банковскую структуру, и до тех пор пока штаты не стали заключать соглашения о совместной банковской деятельности, банки не могли вести операции за пределами штатов.

Однако до принятия Закона о банковских холдинговых компаниях 1956 г. банки могли приобретать банковские учреждения, функционирующие в других штатах, путем организации многобанковых холдинговых компаний. Данный закон запретил новые приобретения такого рода (предшествующие сделки оставались в силе), если только штат, в котором был расположен приобретаемый банк, не давал специального разрешения. Вплоть до 1970 г. ни один штат не выдал такого разрешения. Это было действительно так, за исключением учреждения филиалов некоторых американских коммерческих банков, образованных в соответствии с **Законом Эджа** (*Edge Act*). Данный закон, принятый в 1919 г., позволяет ограниченное привлечение банковских депозитов при условии, что эти депозиты имеют отношение к международным сделкам. В соответствии с данным законом депозиты могут привлекаться и за пределами штата, если они используются для финансирования производства товаров, предназначенных для экспортных поставок.

Трудности и неудачи: 1960—1989 годы

Введение различных ограничений, рассмотренных выше, способствовало сохранению *стабильности* банковской системы в последующие десятилетия. Ограждая депозитные учреждения от ожесточенной конкуренции, органы банковского надзора позволили им стать довольно прибыльными предприятиями. (Действительно, тогда получила широкое распространение поговорка, что «банковское дело — это лицензия на воровство».) Высокая прибыльность, в свою очередь, помогла гарантировать платежеспособность банков (не считая некоторое число ежегодных банкротств) и их высокую ликвидность (за исключением отдельных проблем, возникающих время от времени).

Тем не менее с конца 1950-х — начала 1960-х годов уравновешенный, скучный мир консервативных банкиров стал меняться. Сначала этот процесс был малозаметным и протекал медленно, но со временем его темпы нарастали. Проблемы регулирования, с которыми мы сталкиваемся в настоящее время, возникли не одно десятилетие назад.

1960-е — НАЧАЛО 1970-х ГОДОВ

К концу 1950-х годов наиболее влиятельные банки уже хорошо знали, что крупнейшие корпорации минимизировали средний объем депозитов, не приносящих процентов. Банки среагировали на потерю основных источников дохода и стали выпускать свободнообращающиеся депозитные сертификаты с высоким номиналом в 1961 г. Использование таких сертификатов временно приостановило потерю депозитов, и было положено начало концепции управления пассивами, описанной в главе 9. К сожалению, в результате банки стали подвержены риску непредвиденных колебаний стоимости привлеченных средств с изменением рыночной конъюнктуры.

Первоначальный максимальный размер процентных ставок, установленный Законом Гласса—Стиголла, и новый предел ставок для сберегательных учреждений, предписанный Законом о регулировании процентных ставок 1966 г., стали основой «сжатия кредита» 1966 г. Тогда рыночные процентные ставки превысили предельный раз-

мер, и в результате приток капитала в банки снова утратил стабильность. Банки и сберегательные учреждения стали искать инструменты, для которых не существовало верхнего предела процентных ставок.

Результатом явилась ситуация, похожая на игру в кошки-мышки, когда банки занимались поиском: 1) либо новых источников средств, каковыми, например, являлись займы в евродолларах, 2) либо новых краткосрочных долговых инструментов, таких, как краткосрочные коммерческие бумаги, эмитируемые дочерними компаниями холдингов, или соглашения REPO о покупке ценных бумаг. Затем вмешалась ФРС и данный инструмент определила как депозит, для которого также устанавливались верхний предел процентной ставки и требуемая норма резервного капитала.

Стало очевидно, что система регулирования оказалась неэффективной, и началось официальное ослабление ограничений. В 1970 г. верхний предел процентных ставок по депозитным сертификатам номиналом свыше 100 000 долл. был повышен, а в 1972 г. были введены счета NOW. (Напомним определение из главы 3, что счета NOW представляют собой чековые счета, приносящие проценты.)

ФИНАНСОВЫЕ НОВОВВЕДЕНИЯ: 1975—1983 ГОДЫ

Технологические нововведения послужили стимулом для проникновения в банковскую отрасль небанковских финансовых учреждений, тем более что их деятельность не регулировалась. В период 1975—1983 гг. появилось множество нововведений в финансовой сфере одновременно с дерегулированием рынков депозитов.

Одним из основных нововведений стали взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds, MMMF), которые, как вы помните из главы 5, представляют собой пулы ликвидных активов, управлением которых занимаются инвестиционные институты, продающие акции небольшого номинала на открытом рынке. Их покрытием служили первоклассные ликвидные активы, для которых не было необходимости создавать резервы и которые допускали ограниченное использование чеков. Фонды MMMF стали необычайно популярны: их активы выросли с 3,3 млрд. долл. в 1977 г. до 186,9 млрд. в 1981 г. Их рост произошел за счет растущего оттока капитала депозитных учреждений. Клиенты снимали средства со счетов в депозитных учреждениях — с помощью фондов MMMF происходило непосредственное размещение их капитала на рынке казначейских ценных бумаг и корпорационных облигаций.

Такой рост фондов MMMF оказывал сильное давление на банки, которые в свою очередь стали «давить» на органы банковского надзора и Конгресс. В 1970 г. органы банковского надзора санкционировали введение сертификатов денежного рынка (money market certificates, MMC), не имевших обеспечения в виде чеков, но верхний предел процентных ставок которых соответствовал размеру ставок по 6-месячным казначейским векселям. К тому же в отличие от фондов MMMF сертификаты MMC покрывались за счет страхования депозитов. Сертификаты MMC были хорошо восприняты рынком, но они не смогли значительно сократить рост фондов MMMF. Вдобавок в конце 1970-х годов процентные ставки по сертификатам MMC в действительности превысили ставки по многим долгосрочным активам с фиксированными ставками, таким, как ипотеки, так что у некоторых депозитных учреждений (особенно у ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков) значительно сократилась прибыльность.

ЗАКОН О ДЕРЕГУЛИРОВАНИИ ДЕПОЗИТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ И КОНТРОЛЕ ЗА ДЕНЕЖНЫМ ОБРАЩЕНИЕМ 1980 ГОДА

В 1970-е годы ссудо-сберегательные ассоциации и жилищное строительство страдали от оттока капиталов. В то же время многие банки — члены ФРС с чартером правительств штатов стали выходить из Федеральной резервной системы, поскольку:

1) ФРС предъявляла более высокие резервные требования, чем большинство органов банковского надзора, контролирующих деятельность банков штатов и не являвшихся членами ФРС; 2) некоторым таким банкам было позволено хранить в качестве резервов первоклассные активы, приносящие проценты. С ростом номинальных процентных ставок расходы, связанные с членством в ФРС, для банков штатов возросли. Беспокойство ФРС по поводу своей способности осуществлять контроль над банковским сектором и денежной массой в обращении нарастало по мере того, как все большее число банков выходило из Федеральной резервной системы. Значительный рост числа фондов MMMF нанес большой ущерб сберегательным учреждениям, поскольку последним не разрешалось предлагать вкладчикам рыночные процентные ставки.

ТАБЛИЦА 10-3

Основные положения и последствия введения Закона о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г.

Положение	Последствия
Устранен верхний предел процентных ставок по депозитам	Верхний предел процентных ставок по депозитам был устранен на 6 лет. Для этого был создан комитет по дерегулированию депозитных учреждений.
Разрешено использование счетов NOW по всей стране	С 1 января 1981 г. всем депозитным учреждениям было разрешено использовать счета NOW, т. е. приносящие проценты чековые счета для физических лиц и некоммерческих организаций. Всем коммерческим банкам был разрешен автоматический перевод средств со сберегательного на текущий счет (счета ATS). Ссудо-сберегательным ассоциациям было разрешено использовать электронные терминалы, устанавливаемые в торговых центрах, а кредитным союзам, застрахованным на федеральном уровне, — предлагать чековые паевые счета.
Установлены резервные требования для всех трансакционных счетов в депозитных учреждениях	Постепенно резервные требования стали едиными для всех трансакционных счетов, которые можно определить как депозиты до востребования (чековые депозиты), счета NOW, счета ATS и чековые паевые счета кредитных союзов. Эта система обязательных резервов вводилась в действие для всех депозитных учреждений, не являющихся членами ФРС, в течение 8 лет. Для банков—членов Федеральной резервной системы данный акт означал уменьшение резервных требований; такое сокращение планировалось провести в течение 4 лет.
Увеличен доступ к «дисконтному окну»	Все депозитные учреждения, использующие трансакционные счета и срочные депозиты юридических лиц, получили одинаковые с коммерческими банками — членами ФРС привилегии для доступа к «дисконтному окну» Федеральной резервной системы.
Введена комиссия за услуги, предоставляемые Федеральной резервной системой	К 1 октября 1981 г. был установлен прейскурант комиссионных сборов за услуги ФРС, такие, как клиринг и инкассация чеков, телеграфные денежные переводы и т. п.
Возможности сберегательных учреждений возросли	Застрахованным на федеральном уровне кредитным союзам было разрешено выдавать ссуды под залог недвижимости и эмитировать кредитные карточки.
Введение дополнительных резервов	Совет управляющих ФРС при чрезвычайных обстоятельствах мог устанавливать дополнительные резервные требования для любых депозитных учреждений в размере до 4% объема трансакционных депозитов. При этом такие дополнительные резервы должны приносить проценты.
Более высокий уровень вкладов, страхуемых на федеральном уровне	До этого предельный размер депозитов, страхуемых федеральным правительством, был 40 000 долл.; этот потолок был увеличен до 100 000 долл.

Источник: Federal Reserve Bank of Atlanta, *Economic Review*, vol. LXV, no. 2, March—April 1980, pp. 4—5.

Для устранения или уменьшения остроты этих проблем и более эффективного контроля за денежной массой, ФРС представила в Конгресс детально разработанные проекты введения новых финансовых условий. В результате появился Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г. В табл. 10-3 представлены наиболее важные положения этого закона, имеющие широкую область применения.

Два положения данного закона устранили проблему сокращения числа банков — членов ФРС. Поскольку все депозитные учреждения сходных размеров были обязаны хранить одинаковые резервы в качестве депозитов в федеральных резервных банках, то на прибыльность депозитного учреждения членство в ФРС уже никак не влияло. Все депозитные учреждения получили равный доступ к услугам ФРС за одинаковую плату (к примеру, за клиринг и инкассацию чеков). Отметим, что эти положения ужесточили регулирование деятельности депозитных учреждений.

Данный закон, как показывает табл. 10-3, затронул многие сферы. Им устанавливались полномочия, предоставляемые Конгрессом органам банковского надзора для упрощения всех введенных ранее норм контроля за денежной массой и регулирования банковской деятельности. Отметим, однако, что данный акт в одних сферах действительно упростил регулирование, в других же, наоборот, усложнил. Для многих банков штатов, не являющихся членами ФРС, надзор и контроль по сравнению с периодом до 1980 г. стал более жестким.

ЗАКОН ГАРНА—СЕНТ-ЖЕРМЕНА 1982 ГОДА

В ответ на значительное число банкротств ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков Конгресс принял Закон о депозитных учреждениях 1983 г., также известный как Закон Гарна—Сент-Жермена 1982 г.

Основные положения этого закона таковы:

1. Банкам и другим депозитным учреждениям было разрешено открывать депозитные счета денежного рынка (money market deposit accounts, MMDA), чтобы составить конкуренцию фондам MMMF. Процентные ставки по этим счетам не регулировались. Важное преимущество счетов MMDA над фондами MMMF заключалось в том, что они обеспечивались федеральным страхованием депозитов. Данное положение способствовало восстановлению конкурентоспособности сберегательных учреждений и коммерческих банков. На рис. 10-3 показаны и первоначальный драматический рост фондов MMMF, и невероятный скачкообразный рост счетов MMDA в период с 1978 по 1983 г. В табл. 10-4 показано, как существенно изменилось положение депозитных учреждений за тот же период. Отметим, что значение срочных и сберегательных вкладов заметно упало и что важность других чековых депозитов, в особенности, депозитных счетов денежного рынка и срочных депозитов крупных размеров возросла. Можно сделать вывод, что нововведения в банковской сфере и последующее дерегулирование оказали значительное воздействие на структуру и стоимость источников средств (пассивов) банков (и сберегательных учреждений).
2. Сберегательным учреждениям было разрешено инвестировать до 10% их активов в коммерческие ссуды, в то время как максимальный процент активов, которые можно было использовать для предоставления потребительских ссуд, был увеличен до 30%.
3. FDIC и FSLIC были даны чрезвычайные полномочия по выдаче разрешений учреждениям, находящимся в трудном финансовом положении, осуществлять слияния и коммерческим банкам приобретать неплатежеспособные банки или сберегательные учреждения в других штатах.

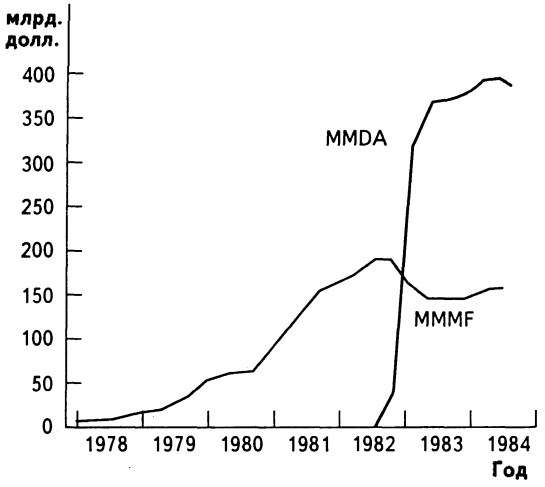


Рис. 10-3
Сравнение роста фондов MMMF и счетов MMDA. Первоначальный успех появившихся в 1970 г. фондов MMMF был очевиден; они составили серьезную конкуренцию депозитным учреждениям по привлечению средств по мере того, как люди вкладывали деньги в инструменты, по которым выплачивались рыночные процентные ставки. В 1982 г. депозитным учреждениям было разрешено предлагать счета MMDA, по которым также выплачивались рыночные ставки и которые были обеспечены страхованием депозитов. Рост счетов MMDA произошел скачкообразно. (*Источник*: Board of Governors of Federal Reserve System.)

СНИЖЕНИЕ УСТОЙЧИВОСТИ ДЕПОЗИТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ И ПОЛИТИКА ПО ОТНОШЕНИЮ К БАНКАМ, «СЛИШКОМ КРУПНЫМ, ЧТОБЫ ОБАНКРОТИТЬСЯ»

Как уже отмечалось в этой главе, период 1980-х годов в общем был неудачным для депозитных учреждений. Некоторые считают, что причиной стали дерегулирующие положения законов 1980 и 1982 гг., в то время как другие полагают, что депозитным учреждениям просто не дали достаточно свободы, чтобы самим решить свои проблемы. Независимо от того, какая из этих точек зрения верна, 1980-е годы для регулирующих органов действительно казались бесконечными.

ТАБЛИЦА 10-4
Основные пассивы депозитных учреждений, на конец года, 1978—1983 гг. (в процентах от общей суммы*)

(1) Год	(2) Депозиты до востребования	(3) Другие чековые депозиты **	(4) Счета MMDA	(5) Сберегательные депозиты	(6) Срочные депозиты малых размеров	(7) Срочные депозиты крупных размеров	(8) Сделки REPO	(9) Займы в евродолларах	(10) Всего
1978	16,7	0,6	0,0	31,7	34,4	12,9	1,8	2,1	100,0
1979	16,0	1,0	0,0	25,9	38,9	13,6	1,8	2,7	100,0
1980	15,1	1,6	0,0	22,7	41,3	14,6	2,0	2,8	100,0
1981	12,5	4,1	0,0	18,3	43,7	15,9	2,0	3,6	100,0
1982	11,7	5,0	2,1	17,6	41,7	16,0	2,0	4,0	100,0
1983	10,5	5,5	16,1	13,4	34,0	14,0	2,4	4,0	100,0

* Сумма может не составлять итоговый результат вследствие округления.

** Другие чековые депозиты включают счета с обращающимся приказом об изъятии средств (счета NOW), счета с автоматическим переводом средств со сберегательного на текущий счет по заявлению клиента (счета ATS) в депозитных учреждениях, чековые паевые счета кредитных союзов и депозиты до востребования в сберегательных учреждениях.

Первые сигналы возникновения реальных проблем носили несистематический характер, и поэтому в них нельзя было увидеть симптомы надвигающегося институционального кризиса. В 1982 г. обанкротился крупный банк *Penn Square*. Это было далеко не первое банкротство солидного банка; отдельные случаи банкротств время от

времени наблюдались с самого основания FDIC. Несколько других депозитных учреждений имели довольно близкие деловые связи с *Penn Square*, поэтому на них это также оказало отрицательное воздействие. Среди них был и *Continental Illinois Bank of Chicago*, в то время седьмой банк в стране, который выкупил у *Penn Square* более 450 ссуд, имевших отношение к энергетике, иа общую сумму около 1 млрд. долл.; стоимость этих ссуд резко уменьшилась с падением цен на энергоносители, что и привело *Penn Square* к банкротству.

Слухи о проблемах *Continental Illinois* привели к «набегу» на банки принципиально нового характера в мае 1984 г., наплыв требований имел место через систему компьютерных и телеграфных переводов в основном иностранных вкладчиков. За 60 дней банк потерял более 10 млрд. долл. по вкладам. Вследствие ограничений штата Иллинойс на открытие филиалов основным источником средств для проведения операций *Continental Illinois* являлись депозитные сертификаты с крупным номиналом, однако владельцы незастрахованных депозитов стали продавать свои депозитные сертификаты и отказывались продлевать их действие при наступлении срока погашения. *Continental Illinois* установил размер процентных ставок, превышающий рыночные, для того чтобы побудить вкладчиков хранить незастрахованные сертификаты, но и это мало помогло. Банку пришлось продать более 5 млрд. долл. активов, но в конце концов дело приняло серьезный оборот, и для спасения банка пришлось вмешаться FDIC и Федеральной резервной системе. Хотя застрахованные вкладчики еще не понесли прямых убытков, сумма застрахованных депозитов банка составляла более 3 млрд. долл., а общая масса незастрахованных депозитов и ссуд из других источников превышала 30 млрд. долл. В середине мая FDIC приобрела у банка векселя на сумму в 2 млрд. долл., и Федеральный резервный банк Чикаго взял на себя поддержание его ликвидности.

Вслед за кризисом *Continental Illinois* более традиционная ситуация произошла в Огайо со сберегательными учреждениями, страховым гарантом которых выступал штат. Когда зарегистрированный во Флориде дилер по ценным бумагам — компания *ESM Government Securities, Inc.* обанкротилась в марте 1985 г., одно из крупнейших сберегательных учреждений штата Огайо, застрахованных штатом, — *Home State Savings Bank* понес большую потерю активов. Слух об убытках банка достиг его вкладчиков, которые немедленно стали снимать свои средства со счетов; за один день *Home State* потерял 55 млн. долл. депозитов и еще более 100 млн. долл. за два последующих дня. Когда стало ясно, что на оплату потерь *Home State* пойдут все средства фонда страхования депозитов штата, имел место наплыв требований во все сберегательные учреждения, застрахованные штатом Огайо. Правительству штата пришлось закрыть их, лишь спустя месяц они снова стали функционировать под страховой защитой FSLIC.

Еще до того как миновал кризис в Огайо, похожая ситуация сложилась в штате Мэриленд. Там обанкротились два сберегательных учреждения, их убытки превысили объем фонда страхования депозитов штата, который обеспечивал их страховую защиту, а также защиту 100 других учреждений. Губернатор Мэриленда установил максимальный размер снятия денег со счетов для всех застрахованных сберегательных учреждений в 1000 долл.; это позволило уменьшить наплыв требований в сберегательные учреждения штата. В конце концов координированные действия федеральных и местных регулирующих органов позволили перевести практически все застрахованные правительствами штатов учреждения под страховую защиту FDIC.

К августу 1985 г. *Continental Illinois Bank* стал постоянным получателем субсидий федерального правительства, их общая сумма составила 4,5 млрд. долл. Регулирующим органам пришлось «национализировать» банк; в сущности, FDIC принадлежали почти 80% акций банка. Последние акции были проданы только в 1991 г.

Практика решения проблем *Continental Illinois* привела к важному шагу в политике федеральных органов банковского надзора, выражавшейся в особом отношении к депозитным учреждениям, «слишком крупным, чтобы обанкротиться». Она была введена контролером денежного обращения в сентябре 1984 г. Тогда в своем выступлении в Конгрессе он заявил, что его ведомство не допустит банкротства ни одного из 11 крупнейших национальных банков вследствие их слишком крупных размеров. Целью этой политики было повышение доверия общества к этим учреждениям, поскольку банкротство любого из них привело бы к огромным расходам системы страхования депозитов. Другая сторона этой политики — которую отметили банки, не попавшие в список «слишком крупных, чтобы обанкротиться», — заключалась в том, что такое поручительство и гарантии, предоставляемые правительством США, давали крупным банкам потенциальные преимущества по сравнению с другими в привлечении незастрахованных вкладов. Менее крупные банки считали, что такая ситуация была несправедливой, и практически все (в том числе и органы банковского надзора) были с ними согласны.

Тем не менее к 1990 г. политика по отношению к банкам, «слишком крупным, чтобы обанкротиться», стала влиять на принятие решений всех трех федеральных органов банковского надзора — Управления контролера денежного обращения, FDIC и Федеральной резервной системы. К примеру, когда *Bank of New England* находился на грани банкротства в 1990 г., FDIC предоставила ему поддержку, которая практически гарантировала средства как застрахованных, так и незастрахованных вкладчиков. И наоборот, FDIC не препятствовала банкротству менее солидных банков, не считавшихся «слишком крупными, чтобы обанкротиться». Весной 1991 г., учитывая ставший очевидным дискриминационный характер данного подхода, подкомитет Банковского комитета палаты представителей, регулирующий деятельность финансовых учреждений, практически единогласно утвердил законопроект, запрещающий практику особого отношения к учреждениям, «слишком крупным, чтобы обанкротиться».

ТРЕБОВАНИЯ К РАЗМЕРУ КАПИТАЛА

Наряду с предотвращением банкротств органы банковского надзора прилагали все усилия для снижения возможных потерь, связанных с банкротствами. Усилия были сфокусированы на регулировании показателя отношения собственного капитала банков к их активам. Органы банковского надзора включают в показатель **капитала депозитного учреждения** (*depository institution capital*) собственный капитал и другие статьи, которые в случае банкротства ограждают застрахованных вкладчиков от убытков. **Требования к размеру капитала** (*capital requirements*) представляют собой официальные ограничения на объем активов депозитного учреждения относительно собственного капитала. Эти нормативы устанавливаются в виде минимального отношения собственного капитала к сумме активов.

До 1980-х годов для депозитных учреждений не устанавливалось определенное отношение собственного капитала к активам. Вместо этого органы банковского надзора обычно использовали косвенное давление на банки (часто называемое «моральным увещеванием»), чтобы заставить правление учреждения, капитал которого казался недостаточным, повысить уровень его капитализации. Такой неофициальный подход имел место вплоть до конца 1960-х годов. Затем постепенно уровень капитализации банков стал снижаться.

Впервые органы банковского надзора стали использовать требования к размеру капитала применительно к коммерческим банкам в 1981 г. Конгресс утвердил этот подход в 1983 г. в одном из положений **Закона о надзоре за международным кредитованием** (*International Lending Supervision Act*), который уполномочил три основ-

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Сколько стоит быть «слишком крупным, чтобы обанкротиться»

Исследование, проведенное Морин О'Хара (O'Hara) и Уэйном Шоу (Shaw) в 1990 г., касалось результатов политики Управления контролера денежного обращения, проводимой в отношении банков «слишком крупных, чтобы обанкротиться». М. О'Хара и У. Шоу исследовали котировки ценных бумаг 64 банков, включая банки, входящие в список Управления в качестве объектов этой политики. Они провели анализ, каким образом провозглашение указанной политики на страницах *Wall Street Journal* 20 сентября 1984 г. повлияло на котировки банков, включенных и не включенных в список.

Интересной деталью является тот факт, что когда контролер денежного обращения выступил с заявлением 19 сентября 1984 г., он не сделал достоянием гласности названия банков, которые стали объектом новой политики. На следующий день *Wall Street Journal* опубликовала список 11 крупнейших банков страны, указывая, что именно они, вероятнее всего, будут объектом новой политики. Однако *Wall Street Journal* не учла тот факт, что в список были включены только национальные банки; следовательно, в статье от 20 сентября были неверно приведены названия четырех крупнейших банков, являющихся банками штатов, — *Manufacturers Hanover Trust, J. P. Morgan, Bankers Trust* и *Chemical Bank* — в качестве вероятных 11 банков, «слишком крупных, чтобы обанкротиться».

М. О'Хара и У. Шоу обнаружили, что котировки 11 банков, приведенных в статье *Wall Street Journal* (включая четыре банка, упомянутых ошибочно), в тот день испытали небывалый подъем, т. е. рост котировок был больше, чем можно было ожидать от их случайных колебаний. И наоборот, котировки банков, не включенных в список *Wall Street Journal*, сильно упали. Авторы данного исследования делают вывод, что политика поддержки банков, «слишком крупных, чтобы обанкротиться», несомненно повлияла на ожидаемую инвесторами рискованность акций банков. Следовательно, по их мнению, банки, попавшие в категорию «слишком крупных, чтобы обанкротиться», однозначно выигрывают от проведения такой политики за счет других банков.

Источники: O'Hara Maureen, Shaw Wayne, Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being «Too Big to Fail». — Journal of Finance, 45 (5), December 1990, pp. 1587—1600; *O'Hara Maureen,* From Too Big to Fail to Too Sick to Save. — Wall Street Journal, February 19, 1991, p. A21.

ных органа банковского надзора — Федеральную резервную систему, FDIC и Управление контролера денежного обращения — устанавливать требования к размеру капитала и осуществлять контроль за их исполнением. К 1985 г. органы банковского надзора выработали общий подход и ввели для всех банков два показателя капитала. Один из них включал собственный капитал, резервы для возмещения потерь по ссудам, бессрочные привилегированные акции (без срока погашения) и безусловно конвертируемые долговые обязательства (обязательства, конвертируемые в акции через определенное время). Второй показатель включал такие статьи, как субординированный долг и привилегированные акции с определенным сроком погашения.

Эти меры приостановили падение уровня капитализации банков, но органы банковского надзора, вероятно, ожидавшие, что за этим должен последовать рост соотношения между собственным капиталом банков и их активами, просчитались. Действительно, к 1989 г. отношение собственного капитала к активам коммерческих банков, равное 6,4%, составляло приблизительно половину от уровня 1934 г. в период Великой депрессии. К тому же регулирующие органы были обеспокоены риском, которому подвергались банки, связанные обязательствами предоставления кредита на определенную сумму. В итоге процент невозвращенных банковских ссуд резко вырос в 1980-е годы, что означало большую вероятность банкротств банков в будущем. Реакцией органов, регулирующих

банковскую деятельность, было установление в 1989 г. ряда совершенно новых приближенных к практике требований к размеру капитала.

Показатели капитала и активов, скорректированные с учетом риска В соответствии с требованиями к размеру капитала существует два типа, или уровня, банковского капитала. Капитал первого уровня, или **«сердцевинный» капитал** (*core capital*), — основная часть собственных средств («капитальной базы») банка. **Суммарный капитал** (*total capital*) равен соответственно сумме капитала первого и второго уровня. Капитал второго уровня — **дополнительный капитал** (*supplementary capital*) — включает в себя часть резервов банка для возмещения потерь по ссудам, и субординированный долг.

К тому же для расчета отношения капитала банка к его активам органы банковского регулирования используют показатель **активов, скорректированных с учетом риска** (*risk-adjusted assets*). Это делается следующим образом. Регулирующие органы рассматривают наличность, государственные ценные бумаги США и гарантируемые федеральным правительством ценные бумаги Государственной национальной ипотечной ассоциации, обеспеченные пулом ипотек, как безрисковые активы, так что им присваивается нулевой риск. Активам, кредитный риск по которым довольно невелик, а к ним относятся межбанковские депозиты, муниципальные облигации под общую гарантию, ценные бумаги Федеральной национальной ипотечной ассоциации и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита, обеспеченные пулом ипотек и частично гарантируемые федеральным правительством, приписывается риск в 20%. Более рискованные активы, такие, как первые ипотеки под залог недвижимости и муниципальные облигации под доходы, получили уровень риска 50%. Уровень риска всех других банковских ценных бумаг и ссуд считается равным 100%. И последнее, учитываются забалансовые обязательства, такие, как ссудные обязательства, посредством их конвертации в «долларовые эквиваленты кредитного риска». Затем для них устанавливается соответствующий уровень риска. Все показатели риска суммируются. Эта общая сумма и является величиной активов, скорректированных с учетом риска.

Данная величина является знаменателем в показателе банковского капитала, рассчитываемого регулирующими органами. Этот параметр также используется для расчета резервов для возмещения потерь по ссудам, которые могут быть включены в капитал второго уровня (дополнительный капитал). В соответствии с инструкциями, резервы для возмещения потерь по ссудам, превышающие 1,25% активов, скорректированных с учетом риска, не включаются в дополнительный капитал. Причина в том, что регулирующие органы рассматривают значительные резервы для возмещения потерь по ссудам как признак большего риска, а не как защиту от убытков.

Интересно, что органы банковского регулирования в США и других странах практически одновременно взяли на вооружение новые показатели капитала и активов, скорректированных с учетом риска. Официальное принятие данных показателей произошло во время встречи представителей десяти центральных банков, включая и Федеральную резервную систему, в июле 1988 г. С этого времени органы банковского регулирования во многих странах используют эти основные показатели капитала и активов. Цель международной координации показателей капитала заключается в избежании таких требований к размеру капитала, которые могут серьезно ослабить позиции банковской системы той или иной страны в международной конкуренции.

Требования к размеру капитала В соответствии с инструкциями, принятыми в 1989 г., к 1992 г. все банки были обязаны поддерживать минимальное отношение собственного капитала к активам, скорректированным с учетом риска (данный показатель для суммарного — первичного и дополнительного — капитала составлял 8%, этот уровень предполагалось достигнуть в период с 1989 по 1992 г.). Хотя только 5%

банков не отвечали этим требованиям к моменту их принятия, многие банки прибегли к эмиссии дополнительных акций и продаже субординированного долга. В действительности *одной* из причин падения котировок банковских акций в 1990 г. было слишком большое предложение новых акций. (Естественно, основной причиной, к несчастью банков, являлась потеря инвесторами доверия к банковским акциям, что привело к падению спроса на них.)

ЗАКОН О РЕФОРМЕ ФИНАНСОВЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ, ПОДДЕРЖКЕ И ИСПОЛНЕНИИ 1989 ГОДА

С принятием Закона о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г. связывалось решение всех проблем системы регулирования деятельности депозитных учреждений 1960—70-х годов. Данный закон должен был отметить вступление банков в новую эру, характеризующуюся более высоким уровнем конкуренции между депозитными учреждениями и другими финансовыми посредниками.

Эти надежды были разбиты событиями 1980-х годов. В связи со стремительным ростом числа банкротств ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков, а также значительным увеличением числа банкротств коммерческих банков стало очевидно, что Закон о дерегулировании депозитных учреждений 1980 г. и все последующие акты в лучшем случае достигали эффекта «наложения пластыря» на присущие системе банковского надзора и контроля недостатки, а в худшем — ускоряли крах самых неустойчивых депозитных учреждений.

Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении 1989 г. (*Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act*) призван был решить проблемы регулирования и улучшить ситуацию 1980-х годов, когда имели место многочисленные случаи банкротства финансовых учреждений. На принятие Конгрессом этого закона повлияли как реальные события, так и единство мнений по поводу реформы системы банковского регулирования: сберегательная отрасль была на грани краха и что-то делать было просто необходимо.

Мы уделим большее внимание рассмотрению данного закона в главе 13. Важно, однако, привести основные положения данного закона именно здесь, поскольку решения, принимаемые в связи с регулированием деятельности депозитных учреждений в последнее время, основываются именно на указанном акте.

Закон представляет собой довольно пространный документ, состоящий из 14 разделов. Здесь мы акцентируем внимание на положениях закона, которые могли иметь широкое толкование для регулирования деятельности депозитных учреждений, а именно:

1. В соответствии с этим законом прекращена деятельность основного регулирующего органа большей части сберегательных учреждений — **Федерального совета банков жилищного кредита** (*Federal Home Loan Bank Board*). То же самое касалось и FSLIC. В то же время был создан новый орган регулирования деятельности сберегательных учреждений — **Управление надзора за сберегательными учреждениями** (*Office of Thrift Supervision, OTS*) под эгидой Министерства финансов.
2. Была значительно изменена структура FDIC впервые с ее основания в 1933 г. Были созданы два независимых друг от друга страховых фонда FDIC — **Фонд банковского страхования** (*Bank Insurance Fund, BIF*) и **Фонд страхования сберегательных учреждений** (*Savings Association Insurance Fund, SAIF*). SAIF заменил FSLIC в качестве страхового фонда для большинства сберегательных учреждений. Сохранялись консерватизм FDIC и ее полномочия по регулированию

деятельности сберегательных учреждений. Эти полномочия были несколько расширены, и в то же время был ограничен круг претензий, которые сберегательные учреждения могли предъявлять FDIC.

3. Был увеличен размер страховых премий в страховании депозитов банков и сберегательных учреждений. Ставки BIF возросли практически вдвое, с $^1/_{12}$% (0,0833%) от суммы застрахованных депозитов в 1989 г. до 0,23% в 1991 г. Размер страховых премий в обоих фондах были установлены на максимально возможном уровне, FDIC поставила задачу пополнения государственных фондов страхования банков и сберегательных учреждений, которые значительно уменьшились ввиду большого числа банкротств сберегательных учреждений.

Закон был принят в основном для предотвращения кризиса сберегательных учреждений, который мы подробно рассмотрим в главе 13. Тем не менее три положения, приведенных выше, имеют большое значение для регулирования деятельности депозитных учреждений. В соответствии с законом Министерство финансов, под «крылом» которого находилось Управление контролера денежного обращения, получило еще больший контроль над деятельностью сберегательных учреждений. К тому же полномочия и ответственность FDIC значительно возросли, впрочем, расширились и задачи, стоявшие перед ней. Увеличение размера страховых премий по страхованию депозитов, которые платили банки и сберегательные учреждения, не только повлияло на деятельность этих учреждений, но и сигнализировало о решимости правительства переложить на них расходы, связанные с ростом числа банкротств, которые приходилось покрывать государственным страховым фондам.

1990-е годы: десятилетие принятия решений?

Данная книга является учебником экономической теории, а не политологии. Тем не менее в настоящее время многие банкиры, экономисты и политики соглашаются, что одним из важнейших политических вопросов последних лет является спасение и/или реструктурирование долгов депозитных учреждений. Конечно, изменения политической конъюнктуры трудно предсказать; в конце концов, шансы кандидатов в президенты меняются в течение нескольких недель или даже дней. Возможно, что избиратели и политики потеряют интерес к банковским проблемам. Естественно, члены Конгресса часто предпочитают избегать таких заковыристых проблем, особенно если за это приходится платить налогоплательщикам, которым вряд ли это по нраву. Да и избирателям не особо нравится видеть конгрессменов и сенаторов, проводящих слушания комитета в комнате, полной скучных банкиров.

Как уже поняли политики в 1980-е годы, проблемы банковской сферы не решаются сами по себе. Если их оставить без внимания, то они обычно накапливаются и их решение требует все больших усилий. Обострение этих проблем будет неизбежным в 1990-е годы, которые (нравится это политикам или нет) станут десятилетием принятия решений по вопросу проведения банковской политики в США.

ДВИЖЕНИЕ К ИЗМЕНЕНИЯМ В 1990-е ГОДЫ

В 1991 г. Министерство финансов представило проект полного изменения структуры банковской системы США. В соответствии с данным проектом предполагается внесение следующих изменений:

1. Разделение банковской деятельности и деятельности дилерских компаний, торгующих ценными бумагами, установленное Законом Гласса—Стиголла, должно быть устранено. При условии, что капитал банков будет соответствовать определенным норматив-

вам, они смогут в качестве дочерних компаний иметь подобные дилерские компании, страховые компании и паевые фонды в структуре банковского холдинга. Более того, торговые компании смогут владеть банками посредством таких холдингов.

2. Банки смогут открывать свои отделения по всей стране.
3. Объем операций по федеральному страхованию депозитов сократится, и будут введены еще более жесткие требования к уровню капитализации банков.
4. Будет основан новый орган в структуре Министерства финансов, регулирующий деятельность всех банков и сберегательных учреждений, имеющих чартер федерального правительства. На ФРС будет возложена ответственность за регулирование деятельности депозитных учреждений, имеющих чартер правительств штатов. FDIC будет заниматься только решением проблем страхования депозитов и банкротств, функции прямого регулирования ему выполнять уже не придется.

Что касается этого документа, то не ясно, одобрит ли Конгресс какие-либо из этих предложений. Реакция на них была разной. Многие законодатели выразили готовность поддержать свободное открытие филиалов банков по всей стране, но выразили обеспокоенность тем, что банки становятся собственниками торговых компаний. Как заявил один сенатор: «Такие предложения — плохое лекарство для банковской сферы и яд для американского общества». Тот же самый сенатор высказал опасение, что компании Японии и Европы скупят все банки, если торговым компаниям будет разрешено владеть банковскими учреждениями. Некоторые аналитики, наоборот, утверждают, что банковская деятельность и торговля неотделимы друг от друга.

Другие аналитики считают, что уменьшение объема страхования депозитов повлечет за собой массовое изъятие средств вкладчиков из банковской отрасли, что приведет к ее краху. Председатель FDIC осудил предложение лишить FDIC прямых обязанностей по надзору как «очень опасное», поскольку это «полностью лишит возможности защищать страховой фонд». Многие члены Конгресса ставят под сомнение компетенцию Министерства финансов заниматься регулированием такого большого числа банков. Юристы, занимающиеся юридическим обеспечением банковской деятельности, предсказывают, что многие банки штатов будут стараться получить чартер федерального правительства во избежание ужесточения контроля со стороны Федеральной резервной системы.

Данный вариант проекта Министерства финансов имеет мало шансов на принятие, по крайней мере целиком. В Конгрессе скорее согласны на более ограниченную схему, которая предусматривает движение к общенациональной банковской системе с сетью филиалов, где страховые премии по страхованию депозитов банков и в дальнейшем будут повышаться, ограничения на предоставление кредита станут более жесткими, будут введены ограничения на ипотечное банковское кредитование и разделение банковской и торговой деятельности будет проводиться и в дальнейшем. Короче говоря, Конгресс продолжает делать осторожные шаги по пути реформирования банковской отрасли.

СЛОЖНЫЕ ВОПРОСЫ И МУЧИТЕЛЬНЫЙ ВЫБОР

Какие же цели банковского регулирования в конце концов выберет общество в качестве основных — обеспечение стабильности путем регулирования уровня платежеспобности и ликвидности или повышения эффективности за счет усиления конкуренции? Предсказать ответ на этот вопрос практически невозможно, хотя в последнее время наблюдается тенденция к обеспечению стабильности в ущерб эффективности.

Вместе с тем для изучающих данную проблему важно иметь конкретный теоретический фундамент, на котором можно основывать суждения по указанным вопросам. Это будет нашей целью в следующей главе, в которой исследуются экономические последствия государственного регулирования деятельности депозитных учреждений.

Краткое содержание

1. Банкротство депозитного учреждения является событием особой важности, поскольку многие люди зависят от стабильности и безопасности подобных организаций. Более того, когда один банк становится банкротом, стабильность других банков ставится под вопрос. Если все банки используют систему частичного резервного покрытия, то ни один из них не может выйти из ситуации, в которой практически все вкладчики одновременно пытаются изъять свои средства из банка. В период Великой депрессии «набеги» вкладчиков на банки стали заразительными и многие банки «рухнули», что только усилило отрицательные последствия кризиса.
2. Закон о банках 1933 г. (Закон Гласса—Стиголла) был принят в связи с крахом банковской системы во время Великой депрессии. Основными положениями Закона Гласса—Стиголла были: а) создание FDIC; б) отделение торговой банковской деятельности от банковских операций, связанных с инвестициями; в) запрещение выплаты процентов по депозитам до востребования.
3. FDIC занималась страхованием депозитов коммерческих банков с момента своего учреждения в 1933 г. Десятилетиями федеральное страхование депозитов помогало укреплять хрупкую основу банковской системы частичного резервного покрытия. Путем предоставления гарантий даже банкам, находящимся в неустойчивом положении, проблема «набегов» вкладчиков на банки практически была устранена.
4. В 1930-е годы казалось важным отделить банковскую деятельность, связанную с торговлей, от операций с ценными бумагами, поскольку считалось, что инвестиционная деятельность банков увеличивала рискованность портфеля активов и пассивов коммерческого банка. К тому же таким образом можно было избежать возможных конфликтов интересов.
5. Озабоченность чрезмерной конкуренцией в банковской отрасли привела к политике, ограничивающей доступ в эту отрасль: банку, вступающему в нее до получения чартера, требовалось представить убедительные доказательства «необходимости» еще одного банка. Такой подход мог способствовать ослаблению конкуренции в банковской отрасли.
6. Двухуровневая банковская система в США способствовала чрезмерному надзору и регулированию банковской деятельности. Существует четыре основных органа банковского регулирования, надзора и контроля: Управление контролера денежного обращения, Федеральная резервная система, FDIC и органы регулирования банковской деятельности штатов.
7. В США существует большое число независимых депозитных учреждений. Открытие банковских филиалов в других штатах было запрещено, и некоторые штаты поощряли систему бесфилиальных банков. В последнее время, однако, существует обратная тенденция вследствие технологических нововведений и изменений законодательства.
8. В 1980 г. был принят Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением. Он отменил максимальные границы процентных ставок по депозитам, разрешил использование счетов NOW по всей стране, ввел обязательные резервы для всех трансакционных счетов в депозитных учреждениях, которые получили доступ к кредитам ФРС, и расширил права сберегательных учреждений.
9. В 1982 г. был принят Закон Гарна—Сент-Жермена, который предоставил банкам и другим депозитным учреждениям право предлагать плавающие процентные ставки по депозитным счетам, разрешил сберегательным учреждениям расширить выдачу коммерческих и потребительских ссуд и наделил FDIC и FSLIC полномочиями в крайних случаях разрешать приобретение обанкротившихся банков в других штатах.
10. В 1981, а затем в 1985 и 1989 гг. федеральные органы регулирования банковской деятельности устанавливали требования к размеру капитала коммерческих банков, пытаясь поддержать их устойчивость, снизив риск потери активов. При введении последних нормативов достаточности капитала были даны очень конкретные определения капитала банка

и активов, скорректированных с учетом риска. Все коммерческие банки должны соответствовать этим требованиям.

11. В 1984 г. контролер денежного обращения заявил, что некоторые банки являются «слишком крупными, чтобы обанкротиться». Такой подход восстановил доверие общества к крупным депозитным учреждениям, но, с другой стороны, его считают несправедливым по отношению к банкам, не включенным в список «слишком крупных, чтобы обанкротиться», поскольку, таким образом, правительство предоставило косвенные гарантии незастрахованным депозитам банков, попавших в данный список.

12. Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении был принят в 1989 г. В соответствии с этим законом прекращена деятельность Федерального совета банков жилищного кредита, который был заменен Управлением надзора за сберегательными учреждениями, входящим в структуру Министерства финансов. Вместо FSLIC основным страхователем депозитов коммерческих банков и сберегательных учреждений стала FDIC. Был увеличен размер страховых премий по страхованию депозитов всех депозитных учреждений. Дальнейшее изучение возможных действий по изменению системы банковского регулирования в США носило обязательный характер.

Словарь терминов

Активы, скорректированные с учетом риска (*risk-adjusted assets*) — показатель реальных активов банка и его забалансовых обязательств (ссудных обязательств), которые учитываются при оценке риска органами банковского регулирования и используются ими для расчета требований к размеру капитала банка.

Аллокационная эффективность (*allocative efficiency*) — эффективность, достигаемая, когда цена на банковские услуги устанавливается на уровне дополнительных издержек, связанных с предоставлением последней банковской услуги.

Дополнительный капитал (*supplementary capital*) — капитал, который включает часть банковских резервов для покрытия сомнительных долгов и субординированный долг. Также называется капиталом второго уровня.

Закон Гласса—Стиголла (*Glass-Steagall Act*) — Закон о банках 1933 г. В соответствии с этим законом создана FDIC, коммерческим банкам запрещалось гарантировать размещение непервоклассных ценных бумаг, а также начислять проценты по чековым депозитам. Федеральная резервная система была наделена правом установления процентных ставок по срочным и сберегательным депозитам.

Закон о надзоре за международным кредитованием (*International Lending Supervision Act*) — закон, принятый в 1983 г., который наделил Федеральную резервную систему, FDIC и Управление контролера денежного обращения правом устанавливать требования к размеру капитала.

Закон о регулировании процентных ставок 1966 г. (*Interest Rate Adjustment Act of 1966*) — закон, установивший максимальные пределы для процентных ставок по депозитам в сберегательных учреждениях.

Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении (*Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act*) — закон, принятый в 1989 г., состоящий из 14 основных разделов, которые внесли значительные изменения в процесс регулирования деятельности депозитных учреждений.

Закон Эджа (*Edge Act*) — закон, разрешающий привлечение банковских вкладов из других штатов, если эти средства используются для производства товаров, в основном идущих на экспорт.

Капитал депозитного учреждения (*depository institution capital*) — в узком смысле представляет собой собственный капитал банка. В широком смысле трактуется органами регулирования

банковской деятельности, которые включают в него все статьи (в том числе собственный капитал), компенсирующие потери застрахованных депозитов в случае банкротства банка.

Национальное управление кредитных союзов (*National Credit Union Administration, NCUA*) — федеральное агентство, которое занимается страхованием депозитов в кредитных союзах.

«Сердцевинный» капитал (*core capital*) — основная часть собственных средств («капитальной базы») банка. Другое название — капитал первого уровня.

Система банков, имеющих филиалы (*branch banking*) — система, в которой банки могут вести деятельность в нескольких регионах.

Система бесфилиальных банков (*unit banking*) — банковская система, в которой банкам запрещается вести деятельность в нескольких отделениях.

Суммарный капитал (*total capital*) — сумма «сердцевинного» и дополнительного капиталов (капиталов первого и второго уровня).

Техническая эффективность (*technical efficiency*) — эффективность, имеющая место, когда банковские услуги предоставляются при минимально возможных затратах социальных ресурсов.

Требования к размеру капитала (*capital requirements*) — официальные ограничения на размер активов (по отношению к собственному капиталу), которые могут иметь депозитные учреждения.

Управление контролера денежного обращения (*Office of the Comptroller of the Currency*) — управление в структуре Министерства финансов США, которое осуществляет надзор и проводит проверки национальных банков.

Управление надзора за сберегательными учреждениями (*Office of Thrift Supervision, OTS*) — орган надзора, сформированный в 1989 г. Входит в структуру Министерства финансов. Его первостепенная задача — регулирование деятельности ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков.

Федеральная корпорация страхования депозитов (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*) — правительственное агентство, которое занимается страхованием депозитов во всех учреждениях, участвующих в программе федерального страхования депозитов. В соответствии с положениями законодательных актов 1989 г., FDIC управляет отдельными страховыми фондами коммерческих банков и сберегательных учреждений.

Федеральная корпорация страхования ссудо-сберегательных ассоциаций (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC*) — правительственное агентство, которое занимается страхованием депозитов в ссудо-сберегательных ассоциациях — членах FSLIC. Была упразднена в 1989 г.

Федеральный совет банков жилищного кредита (*Federal Home Loan Bank Board, FHLBB*) — комитет, состоявший из трех назначаемых президентом США лиц. Его задача состояла в регулировании деятельности банков — членов Федеральной системы банков жилищного кредита, кроме того, FSLIC и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита. Был упразднен в 1989 г.

Фонд банковского страхования (*Bank Insurance Fund, BIF*) — фонд страхования депозитов коммерческих банков, образованный FDIC.

Фонд страхования сберегательных учреждений (*Savings Association Insurance Fund, SAIF*) — страховой фонд ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков, образованный FDIC в 1989 г. вместо FSLIC.

Вопросы для самопроверки

1. Какие положения Закона Гласса—Стиголла действуют по сей день? Какие из первоначальных ограничений банковской деятельности, введенных данным законом, были отменены или частично сняты с тех пор?

2. Какие законодательные ограничения препятствуют вступлению депозитных учреждений в отрасли оказания финансовых услуг? Каким образом депозитные учреждения пытались обойти эти ограничения? До какой степени им это удалось?
3. Каковы основные положения Закона о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г.? Ослабление или ужесточение регулирования деятельности депозитных учреждений было его основной задачей?
4. Каковы основные положения Закона Гарна—Сент-Жермена 1982 г.? Какое воздействие они оказали на деятельность депозитных учреждений?
5. Что послужило причиной применения политики поддержки банков, «слишком крупных, чтобы обанкротиться»? Почему с ней связано столько противоречий?
6. Что представляют собой требования к размеру капитала? Каким образом органы банковского регулирования оценивают капитал банка в настоящее время? Как они корректируют величину банковских активов на уровень риска?
7. Перечислите основные положения принятых Конгрессом с конца 1980-х годов законодательных актов, связанных с банковской деятельностью.

Задачи

10-1. Предположим, что крупный банк, включенный в список банков, «слишком крупных, чтобы обанкротиться», начисляет 6,4% годовых владельцам его депозитных сертификатов, в то время как небольшой региональный банк, не входящий в этот список, выплачивает 6,5% годовых по тем же сертификатам. Объем обращающихся депозитных сертификатов крупного банка составляет 10 млрд. долл., а регионального банка — 1 млрд. долл.

а) Основываясь на этих данных, вычислите чистую прибыль в расчете на доллар депозитов, которую крупный банк получает, будучи «слишком крупным, чтобы обанкротиться».

б) В каком размере общая прибыль крупного банка превышает соответствующий показатель регионального банка, если их валовой доход одинаков и они несут одинаковые издержки?

10-2. Проанализируйте баланс *Union Federal Bank* (в млн. долл.):

Активы		Пассивы и собственный капитал	
Наличность	10	Депозиты	180
Государственные ценные бумаги США	60	Субординированный долг	5
Ценные бумаги Федеральной национальной ипотечной ассоциации (FNMA), обеспеченные пулом ипотек	20	Собственный капитал	10
Муниципальные облигации под доходы	10		
Ссуды	100		

Пусть к тому же органы банковского надзора установили «кредитный эквивалент» забалансовых обязательств банка в виде ссудных обязательств в сумме 41 млн. долл. и данные органы надзора решили рассматривать эту величину как рискованные активы при оценке активов банка.

а) Чему равен капитал первого уровня, или «сердцевинный» капитал, банка? Какова величина капитала второго уровня, или дополнительного капитала, банка? Чему равен суммарный капитал для целей регулирования?

б) Используя показатели капитала и активов, скорректированных с учетом риска, принятых органами надзора за банковской деятельностью в 1989 г., рассчитайте величину активов, скорректированных с учетом риска, *Union Federal Bank*? Каково отношение

капитала к активам, скорректированным с учетом риска? Соответствует ли капитал банка требованиям к размеру капитала, установленным регулирующими органами в настоящее время?

10-3. Предположим, что активы *American State Bank*, как и *Union Federal Bank* в задаче 10-2, равны 200 млн. долл. Его пассивы составляют ту же величину, но он имеет 5 млн. долл. активов в виде наличности, 55 млн. долл. — в ценных бумагах, у него нет ценных бумаг FNMA или муниципальных облигаций под доходы, 140 млн. долл. составляют ссуды и 50 млн. долл. — кредитные эквиваленты в виде ссудных обязательств, которые регулирующие органы рассматривают как рискованные активы. Чему равно отношение капитала *American State Bank* к величине активов, скорректированных с учетом риска? Соответствует ли этот показатель текущим нормативам?

Рекомендуемая литература

Broaddus Alfred, Financial Innovation in the United States — Background, Current Status and Prospects. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 71 (1), January/February 1985, pp. 2—22.

Cargill Thomas F., Garcia Gillian G., Financial Deregulation and Monetary Control. — Stanford (Calif.): Hoover Institution Press, 1982.

Cargill Thomas F., Garcia Gillian G., Financial Reform in the 1980s. — Stanford (Calif.): Hoover Institution Press, 1985.

Cooper Kerry, Fraser Donald R., Banking Deregulation and the New Competition in Financial Services. — Cambridge (Mass.): Ballinger, 1986.

Keaton William R., The New Risk-Based Capital Plan for Commercial Banks. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 74 (10), December 1989, pp. 40—60.

Munn Glenn C., Garcia F. L., Woelfel Charles J., Encyclopedia of Banking and Finance, 9 ed. — Rolling Meadows (Ill.): Bankers Publishing Company, 1991.

O'Hara Maureen, Shaw Wayne, Deposit Insurance and Wealth Effects: The Value of Being 'Too Big to Fail'. — Journal of Finance, 45 (5), December 1990, pp. 1587—1600.

Глава 11

Экономические последствия банковского регулирования

Основные проблемы

1. Какие существуют теории, объясняющие различные подходы к регулированию банковской деятельности? Чем они отличаются друг от друга?
2. Почему для общества более выгодна конкуренция, чем монополия в банковской сфере?
3. Что в банковском деле представляет собой эффект от масштаба и диверсификации? Каким образом эти категории помогают экономистам определить оптимальный для общества размер банков?
4. Если на рынке присутствует несколько крупных банков, то будет ли в этом случае выше банковская прибыль? Почему да или нет?
5. Следует ли банковское дело отделять от других видов бизнеса?
6. Гарантирует ли введение требований к размеру капитала большую устойчивость банков?

Теории регулирования депозитных учреждений

В главе 10 мы обсуждали три основные цели банковского регулирования: обеспечение платежеспособности, ликвидности и эффективности. Кроме того, мы обращали внимание на тот факт, что при таком регулировании возникают различные альтернативы этих целей, но не пытались найти ответ на резонный вопрос: как же объяснить акцент на той или иной задаче органов регулирования банковской деятельности?

КОНЦЕПЦИИ РЕГУЛИРОВАНИЯ

Существует три основные концепции поведения органов регулирования банковской деятельности. Это теория общественных интересов, теория «срастания» и теория общественного выбора.

Теория общественных интересов Одной из первых концепций регулирования была **теория общественных интересов** (*public-interest theory*). В соответствии с ней регулирующие органы действуют на благо всего общества, т. е. их чиновники назначаются легитимно избранными законодателями и регулирующие органы принимают решения, руководствуясь *интересами общества*. Именно эта теория выступает в поддержку основания независимых регулирующих органов, таких, как различные комиссии, следящие за соблюдением общественных интересов. Если рыночные механизмы не работают, то, как утверждают сторонники этой теории, регулирующие органы вмешиваются и делают то, что лучше всего удовлетворяет интересам и потребителей, и фирм. FPC и FDIC беспристрастно изучают ситуацию в банковской сфере и среди потребителей их финансовых услуг, тщательно рассматривают все возможные инструменты регулирования и их воздействие на благосостояние общества, применяют лишь инструменты, максимизирующие общее благосостояние. Интересы отдельных регулирующих органов не играют роли при принятии решений.

Теория «срастания» Практика показала, что часто регулирующие органы скорее преследовали свои интересы вместо интересов общества в целом. Сторонники этой точки зрения, называемой обычно **теорией «срастания»** (*capture theory*), автором которой считается лауреат Нобелевской премии Джордж Стиглер (Stigler), утверждают, что обществу в целом не выгодно такое регулирование. Вместо этого выгоду получают объекты регулирования. Убытки же обычно несут потребители их продукции. Неудивительно, что в соответствии с этой теорией фирмы даже стремятся попасть под такое регулирование.

Эта концепция основывается на несколько циничном взгляде на деятельность правительства. Ее сторонники рассматривают регулирующие органы, такие, как ФРС или FDIC, как группы индивидов, на которые фирмы (банки) пытаются оказать воздействие для нужной им степени надзора; т. е. регулируемые фирмы пытаются «*срастись*» с органами надзора для получения выгоды от контрольных мер. Они могут делать это неофициальными путями, «лоббируя» регулирующие органы посредством оказания «услуг» (что в данном случае означает взятки) или давая понять, что возьмут на работу членов органов надзора по истечении их срока службы в правительстве.

Естественно, хотя некоторые экономисты ФРС и FDIC продолжали исследовательскую работу в области экономической теории (можем вас заверить, далеко не прибыльную) после завершения карьеры в Вашингтоне, многие из этих чиновников до выхода на пенсию занимали посты в различных финансовых учреждениях. В соответствии с теорией «срастания» экономисты ФРС или FDIC в настоящее время могут осознавать, что в конце концов им, возможно, придется работать на депозитные учреждения, регулированием которых они занимаются в данный момент. Следовательно, меньше всего им хочется делать это слишком жестко; позже они попросту могут остаться без работы.

Теория общественного выбора Сторонники **теории общественного выбора** (*public-choice theory*) рассматривают концепции общественных интересов и «срастания» в качестве крайних случаев. Как они считают, перед регулирующими органами возникают альтернативы. При прочих равных условиях, может, они бы и делали то, что лучше всего для общества в целом. Но, к сожалению, допущение «при прочих равных условиях» не применимо к реальному миру. С другой стороны, регулирующие органы будут склонны сохранять цены, предлагаемые регулируемыми фирмами, на достаточно низком уровне для выгоды потребителей данной продукции, которые будут довольны, что скажется на их отношении к регулирующим органам и политикам. Последние, в свою очередь, имеют возможность повторно назначать членов органов надзора и повышать им заработную плату. Вместе с тем невысокие цены могут означать низкую прибыль для фирм, поставляющих данный вид продукции на рынок. Это в конце концов может привести к уходу с рынка данных фирм, так что услуги членов регулирующих органов могут не понадобиться в будущем. Следовательно, они не в состоянии сделать так, чтобы «и волки оказались сыты, и овцы целы». В любом случае регулирующие органы что-то приобретают и что-то теряют.

В результате органы надзора обычно регулируют рынок таким образом, чтобы позволить фирмам получать прибыль несколько выше уровня рынка совершенной конкуренции, но несколько ниже уровня, обеспечиваемого установлением монопольных цен. Следовательно, органы надзора не будут отдавать предпочтение ни рынку совершенной конкуренции, ни рынку чистой монополии. Однако, таким образом, регулирующие органы позволяют фирмам обладать, по крайней мере частично, монопольной властью, т. е. возможностью устанавливать монопольные цены.

Конкуренция или монополия в банковской сфере?

Если теория общественного выбора применима к банковской сфере, то в соответствии с ней регулирующие органы предпочли бы не допускать свободной конкуренции в банковском секторе. Если это справедливо, то вряд ли можно ожидать создания условий совершенной конкуренции в регулируемой банковской системе, существующей в настоящее время. Что при этом теряет общество? Именно этот вопрос мы и рассмотрим ниже.

ОБЩИЕ ЧЕРТЫ КОНКУРЕНТНОГО РЫНКА БАНКОВСКИХ УСЛУГ

Предположим, что органы банковского надзора действуют только из интересов потребителей, так что их целью является создание банковской системы с совершенной конкуренцией. Какими с точки зрения общества будут важные черты такого банковского рынка? Для рассмотрения этого вопроса нужно обратиться к теории поведения банков, которую мы обсуждали в главе 8.

Как отмечалось в главе 8, краткосрочные предельные издержки банка (MC) состоят из трех компонентов: процентной ставки по депозитам (r_D); предельных факторных затрат на хранение депозитов (MC_D); предельных факторных затрат на ссудные операции (MC_L). Напомним, что каждый из этих элементов выражается в долларах в расчете на 1 долл., т. е. как определенная доля (процент).

В дальнейшем изложении мы упростим ситуацию, допустив, что каждый из этих элементов не изменяется. Более того, поскольку мы примем MC_L и MC_D за постоянные, это означает, что предельные издержки не меняются в краткосрочном периоде с изменением объема депозитов и ссуд банка. К тому же мы допустим, что банк не несет постоянных издержек. И последнее допущение, что издержки всех банков равны. Мы используем эти допущения для упрощения анализа; основные положения будут справедливы при отсутствии этих допущений.

Таким образом, в соответствии с нашими допущениями, графики предельных банковских издержек идентичны и представляют собой горизонтальные прямые, как график MC на рис. 11-1. Более того, поскольку предельные издержки одни и те же в расчете на каждый доллар, ссужаемый банком, они будут равны средним общим издержкам (ATC).

Напомним, что в конкурентном банковском секторе график предельных издержек является графиком предложения кредита каждого банка. К тому же совокупность таких графиков является графиком совокупного рыночного предложения банковского кредита. В соответствии с нашими упрощениями у каждого банка один и тот же горизонтальный график предельных издержек, так что графиком предложения банковского кредита в конкурентной банковской системе является тот же самый график предельных издержек.

На рис. 11-1 показано равновесие при соблюдении вышеназванных условий, представленное точкой C. В ней спрос равен предложению кредита. Равновесная процентная ставка по ссудам равна r_L^C, и равновесный объем кредитования составляет L_C.

Аллокационная эффективность Тот факт, что рыночная равновесная ставка по ссудам, r_L^C на рис. 11-1, равна предельным издержкам, является одной из основных характеристик конкурентной банковской системы. Это означает, что ставка по ссудам, которую платят клиенты банка, лишь покрывает те затраты, которые несет банк при выдаче последнего доллара в виде ссуды. Как отмечалось в главе 2, экономисты называют это свойство конкурентного рынка *аллокационной эффективностью*.

Большинство экономистов считает, что достижение аллокационной эффективности является положительной чертой совершенной конкуренции. Если цена на товары такова,

что компенсируются только издержки производителя, то общество распределяет ресурсы максимально эффективно. Это важное положение экономической теории применимо к рынку ссудных капиталов так же, как и к рынкам любых других товаров или услуг.

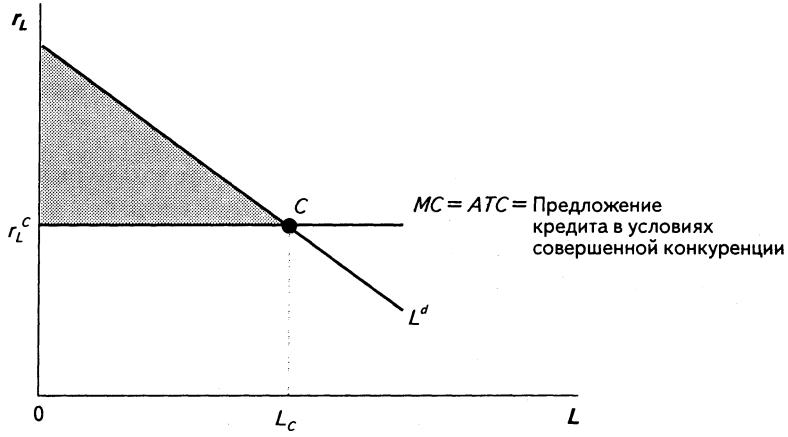


Рис. 11-1

Равновесный объем банковского кредитования и излишек для потребителя при конкурентной банковской системе. Этот график предполагает, что предельные издержки постоянны и равны для всех банков. Точка *C* соответствует точке рыночного равновесия. В данной точке спрос на кредит равен его предложению, равновесная процентная ставка по ссудам равна r_L^C и равновесный объем банковского кредитования составляет L_C.

Рыночная равновесная ставка по ссудам равна предельным издержкам, так что та процентная ставка, которую платят клиенты банка, покрывает лишь издержки, которые несет банк при выдаче каждого последующего доллара ссуды, при этом достигается максимально эффективное распределение ресурсов.

Валовой доход банков на рынке ссудных капиталов равен площади прямоугольника $r_L^C \times L_C$, который также представляет общие издержки кредитования. Следовательно, банки получают нулевую экономическую прибыль.

Площадь заштрихованного треугольника представляет собой излишек для потребителя, который является общей величиной процентных выплат по банковским ссудам, которую потребители не должны платить, но которую им бы пришлось заплатить в иных обстоятельствах.

Излишек для потребителя На рис. 11-1 общая выручка банков на рынке ссудных капиталов равна произведению процентной ставки по ссудам на объем кредитования, или $r_L^C \times L_C$, что представляет собой площадь прямоугольника, показанную на рисунке. Поскольку предельные издержки постоянны и, следовательно, равны средним издержкам, данная область также представляет общие издержки кредитования. Следовательно, банки на конкурентном рынке ссудных капиталов не получают экономической прибыли, это означает, что они получают достаточную прибыль за расчетный период, чтобы возместить альтернативные издержки работы в банковском бизнесе.

Экономисты называют площадь заштрихованного треугольника на рис. 11-1 общей суммой *излишка для потребителя* (*дополнительной выгоды*). Вспомните из главы 4, что для отдельного заемщика дополнительная выгода является величиной, на которую ставка процента, которую готовы заплатить клиенты, превышает фактическую ставку. Площадь заштрихованного треугольника (рис. 11-1) является показателем совокупной дополнительной выгоды для всех клиентов банков. Дело в том, что график спроса на кредит проходит выше графика предложения кредита. Это говорит о том, что заемщики были бы согласны выплачивать бо́льшие процентные ставки, чем им приходится платить фактически, (r_L^C). В частности, они были бы согласны платить

всю долларовую сумму, соответствующую площади треугольника и прямоугольника, но на самом деле им приходится платить только сумму, эквивалентную площади прямоугольника. Следовательно, площадь треугольника представляет собой совокупную величину, которую им нет необходимости выплачивать в условиях совершенной конкуренции в банковской отрасли.

ПОТЕРЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ И ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЕ В МОНОПОЛЬНОЙ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЕ

Экономисты обычно считают, что монопольные рынки имеют нежелательные свойства, а именно: *потеря эффективности, эффект перераспределения и чистые потери.*

Для пояснения этих категорий рассмотрим случай, когда орган банковского надзора принимает и начинает применять положение, которое ограничивает появление новых депозитных учреждений в банковской сфере, так что существующие депозитные институты могут действовать вместе как одна монопольная структура, или картель. В этом случае ситуация на рынке ссудных капиталов описывается рис. 11-2.

На рис. 11-2 банки вместе максимизируют прибыль за счет кредитования до той точки, где предельный доход равен предельным издержкам. Следовательно, в виде ссуд они выдадут L_M. При данном объеме кредитования, который соответствует точке M на графике спроса на кредит, потребители желают и могут платить процентную ставку r_L^M. Валовой доход банков равен произведению $r_L^M \times L_M$, и общие издержки равны $ATC \times L_M$, так что экономическая прибыль, полученная банками, составит $(r_L^M - ATC) \times L_M$, что представляет собой площадь прямоугольника, отмеченную на рис. 11-2.

Потеря эффективности Рисунок 11-2 показывает, что в монопольной банковской системе процентная ставка по банковским ссудам больше предельных издержек кредитования. Следовательно, при этом не достигается аллокационная эффективность, так что имеет место **потеря эффективности вследствие банковской монополии** (*efficiency loss due to bank monopoly*). Последний доллар, выданный в виде ссуды, не отражает должным образом фактические (социальные альтернативные) издержки. Это означает, что ресурсы, используемые для банковского кредитования, не распределяются с наименьшими издержками. От такого неправильного распределения теряет общество в целом, так как ресурсы могли быть использованы для других целей и с меньшими издержками.

Важным последствием потери эффективности вследствие банковской монополии является сокращение банковского кредитования относительно того объема, который имел бы место в условиях совершенной конкуренции. Это хорошо видно на рис. 11-2. При совершенной конкуренции объем кредитования будет соответствовать точке C и равняться L_C. В условиях монополии эта величина упадет до L_M.

Эффект перераспределения и чистые потери от монополизма Напомним из предыдущего изложения, что на конкурентном рынке площадь треугольника ниже графика спроса на кредит, но выше графика предельных издержек представляет собой излишек для потребителя. На монопольном банковском рынке заемщики продолжают пользоваться таким преимуществом, поскольку они были бы готовы платить процентные ставки до уровня r_L^M за объем ссуд L_M, но у них нет такой необходимости. Общий излишек для потребителя, полученный заемщиками, представлен площадью верхнего заштрихованного треугольника на рис. 11-2.

Часть излишка для потребителя, которую заемщики получили бы на конкурентном рынке, теперь равна прибыли, полученной банками-монополистами, и показана как

площадь верхнего прямоугольника на рис. 11-2. Это означает, что часть излишка для потребителя, которая возникла бы при совершенной конкуренции, *перераспределяется* и переходит владельцам банков в монопольной банковской системе. Экономисты называют такую ситуацию **эффектом перераспределения вследствие банковской монополии** (*redistribution effect due to bank monopoly*).

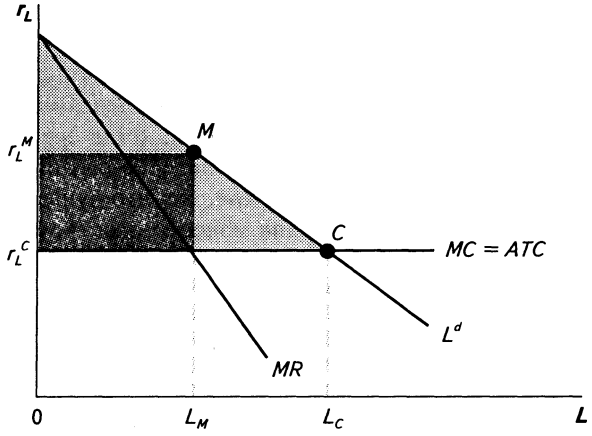


Рис. 11-2

Потеря эффективности, эффект перераспределения и чистые потери от банковского монополизма. Если регулирующий орган принимает и проводит на практике инструкцию, которая дает банкам возможность совместных действий как монополии, или картелю, то они могут максимизировать общую прибыль за счет выдачи ссуд до того момента, когда предельный доход равен предельным издержкам. Следовательно, они кредитуют на сумму L_M. При данном объеме кредитования, который соответствует точке *M* на графике спроса на кредит, процентная ставка равна r_L^M. Валовой доход банков равен $r_L^M \times L_M$, и общие издержки равны $ATC \times L_M$, так что экономическая прибыль, полученная банками, равна площади прямоугольника $(r_L^M - ATC) \times L_M$.

Поскольку процентная ставка по банковским ссудам превышает предельные издержки кредитования, аллокационная эффективность не достигается, так что имеет место ее потеря. В результате происходит сокращение объема банковского кредитования до L_M, по сравнению с объемом кредитования, который существовал бы при конкуренции между банками (L_C) в точке *C*.

Общий излишек для потребителя, полученный заемщиками, представлен площадью верхнего заштрихованного треугольника. Часть дополнительной выгоды для потребителя, которую иначе получили бы заемщики на конкурентном рынке, теперь перераспределяется и переходит банкам в виде прибыли: это площадь верхнего прямоугольника на рисунке.

Другая часть дополнительной выгоды, которую теперь не получают заемщики вследствие банковской монополии, представлена площадью нижнего заштрихованного треугольника. Поскольку и заемщики, и сами банки остаются вне этой области на графике при банковской монополии, то это чистые потери для общества в целом.

Оставшаяся часть излишка для потребителя, которая иначе была бы получена заемщиками, представлена площадью нижнего заштрихованного треугольника на рис. 11-2. Эта сумма не достается потребителям на монопольном банковском рынке, но и не переходит банкам. Никто не получает эту часть при монопольной структуре банковского сектора; поэтому экономисты называют эту сумму **чистыми потерями от банковского монополизма** (*dead-weight loss due to bank monopoly*), которую несет общество в целом.

Оценка потерь от банковского монополизма и эффект перераспределения Насколько же велики были фактические потери от банковского монополизма и эффект перераспределения в США? Одно из исследований, опубликованное в 1982 г. и проведенное Стивеном Роудсом (Rhoades) из Совета управляющих Федеральной резерв-

ной системы, выявило значительную степень монополизации рынков ссудных капиталов в 1970-е годы[1].

С. Роудс подсчитал, что в 1978 г. общий объем банковского кредитования был намного меньше величины, которая имела бы место в условиях совершенной конкуренции. При этом объем кредитования был бы на 16% больше фактического за этот год. По его мнению, это свидетельство аллокационной неэффективности в банковской сфере.

С. Роудс нашел, что дополнительная прибыль, полученная банками в результате монополизации банковской системы — эффекта перераспределения, — также была внушительной. В частности, он обнаружил, что банковская прибыль в условиях монополии равнялась 1,3 млрд. долл. в ценах 1978 г., т. е. выше на 13%, чем если бы в банковской сфере господствовала совершенная конкуренция. Это означает, в соответствии с его расчетами, что почти 1 долл. из каждых 7—8 долл. банковской прибыли был результатом монополизации банковского сектора.

Чистые потери от монополизма были гораздо меньше, чем величина эффекта перераспределения: около 12 млн. долл. в ценах 1978 г. В последующем исследовании, однако, два экономиста утверждали, что данная величина была приблизительно в 15—45 раз занижена, и объяснялось это другим подходом, используемым при перерасчете оценки, полученной С. Роудсом[2]. Следовательно, не существует единого мнения относительно примерного размера чистых потерь, причиной которых явился монополизм банковской системы в 1970-е годы; их величина могла быть весьма незначительной или же довольно внушительной.

Как отмечалось в главе 10, Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г. и Закон Гарна—Сент-Жермена 1982 г. были направлены на оживление конкуренции среди депозитных учреждений. Поводом для применения таких мер послужило общественное мнение, что рынки банковских услуг подвергались чересчур жесткому надзору, что было в определенной степени также проявлением монополизации. В исследованиях, таких, как работа С. Роудса и др., в 1980-е годы делался вывод, что банковская сфера не функционировала эффективно, способствовала присвоению банками излишка для потребителя и вела к чистым социальным потерям, что и послужило дальнейшим стимулом для регулирования деятельности банков и других депозитных учреждений.

Эффект от масштаба и диверсификации депозитных учреждений: верно ли, что крупный банк — это «плохой» банк?

Выигрывает или проигрывает общество от существования крупных банков? В основном данный вопрос, который мы обсудим ниже, касается того, уменьшаются ли издержки банков по мере увеличения их размера. Другой вопрос, касающийся данной темы и который мы также обсудим ниже, заключается в том, насколько присутствие на рынке нескольких крупных депозитных учреждений влияет на уровень конкуренции.

ЭФФЕКТ ОТ МАСШТАБА

Предварительно, для максимального упрощения анализа, мы допустили, что в банковской сфере существуют постоянные краткосрочные предельные и средние издержки. В действительности же предельные и средние издержки будут меняться вместе с

[1] *Rhoades Stephen*, Welfare Loss, Redistribution Effect, and Restriction of Output Due to Monopoly in Banking. — Journal of Monetary Economics, 9 (1), January 1982, pp. 375—387.

[2] *Craven B. M., Thompson R. S.*, Monopoly Welfare Losses in U.S. Banking: Comment. — Journal of Monetary Economics, 14 (1), July 1984, pp. 123—126.

объемом банковского кредитования. На рис. 11-3 в общем виде показаны графики краткосрочных средних и предельных издержек типичного банка определенного размера. Как и для любой другой фирмы, кривая средних общих издержек типичного банка в краткосрочном периоде имеет *U*-образную форму. График краткосрочных предельных издержек на большей части области определения имеет положительный наклон, пересекая график краткосрочных общих средних издержек в точке минимума последнего.

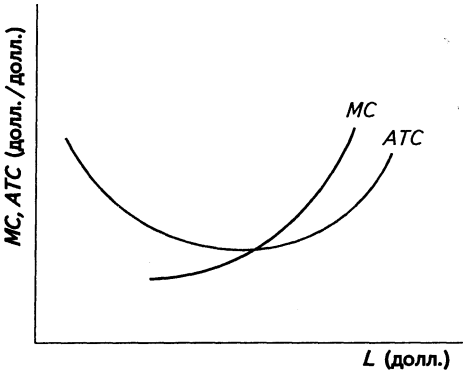


Рис. 11-3
Типичные графики краткосрочных издержек банка. Здесь в общем виде показаны кривые средних и предельных издержек типичного банка данного размера. Кривая средних общих издержек типичного банка имеет *U*-образную форму. График предельных издержек, который в основном имеет положительный наклон, пересекает график средних общих издержек в точке его минимума.

Эти кривые краткосрочных издержек показывают, как предельные и средние издержки меняются вместе с изменением объема кредитования при данном размере банка. Под последним понимается размер головного офиса и отделений банка на данный момент. Этот размер при построении графиков является фиксированным.

Кривые издержек, представленные на рис. 11-3, называются графиками *краткосрочных издержек* (*short-run costs*), поскольку они показывают, как меняются предельные и средние издержки банка с изменением объема кредитования при данном **размере банка** (*scale*). Под последним понимается размер головного офиса банка и его отделений на данный момент. Этот размер при построении графиков на рис. 11-3 является фиксированным.

График долгосрочных средних общих издержек В течение достаточно большого промежутка времени, называемого экономистами *долгосрочным периодом* (*long run*), у банка будет возможность изменить все производственные факторы, включая факторы, определяющие его общий размер, такие, как число отделений. К примеру, если банк увеличит число отделений, то он сможет выдавать больше ссуд, чем в данный момент. И наоборот, если ему придется закрыть большинство отделений, то объем кредитования резко снизится.

Естественно, издержки будут разными в зависимости от размера банка. Экономисты называют показатели издержек, которые учитывают изменение абсолютного размера банка, *долгосрочными издержками* (*long-run costs*) банка. Особенно экономистов интересует **график долгосрочных средних общих издержек** (*long-run average total cost schedule, LRATC schedule*). Рисунок 11-4 служит для иллюстрации данной концепции. Здесь представлены графики краткосрочных предельных и средних общих издержек для трех банков разного размера, где *s* означает относительно небольшой банк, *m* — банк среднего размера и *l* — сравнительно крупный банк. Эти графики выступают грубым прообразом графика долгосрочных средних общих издержек банка.

Эффект и отрицательный эффект от масштаба Обычно можно ожидать, что по мере увеличения размера банка — скажем, за счет открытия новых отделений и банкоматов — его средние издержки будут иметь тенденцию к уменьшению до опреде-

ленной степени. Например, вместо раздельного обучения выпускников университетов на курсах менеджеров отделений банк может создать специальный класс для нескольких сотрудников банка, недавно окончивших университет, и обучать их вместе, таким образом уменьшая средние издержки в расчете на каждого менеджера, повышающего квалификацию. Этот банк также мог бы распределить общие издержки содержания компьютерной системы, обслуживающей его отделения и банкоматы, между большим числом отделений и банкоматов, что также уменьшит банковские средние издержки, связанные с выдачей ссуд и оказанием других банковских услуг. Экономисты говорят, что когда средние издержки падают вместе с увеличением размера банка, то банк достигает **эффекта от масштаба** (*economies of scale, or scale economies*). Следовательно, когда банк увеличивает свой капитал и из небольшого банка превращается в банк среднего размера (рис. 11-4), его долгосрочные средние общие издержки уменьшаются, в чем и проявляется эффект от масштаба.

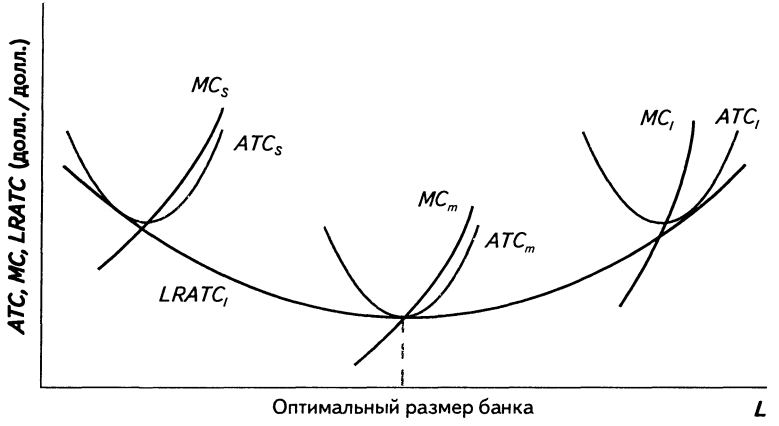


Рис. 11-4

График долгосрочных средних общих издержек банка. На данном рисунке показаны краткосрочные предельные и средние общие издержки для трех банков разного размера, где *s* означает относительно небольшой банк, *m* — банк среднего размера и *l* — сравнительно крупный банк. Эти графики позволяют построить приблизительный график долгосрочных средних общих издержек банка.

Обычно с увеличением размера банка средние издержки будут до определенного момента падать, так как при этом банк может уменьшить затраты. Следовательно, когда банк увеличит свой капитал и из разряда малых перейдет в категорию средних, его долгосрочные средние общие издержки уменьшатся; при этом имеет место эффект от масштаба.

С дальнейшим увеличением размера банка может возникнуть неэффективность, что ведет к росту долгосрочных средних общих издержек. Это отражается положительным наклоном графика *LRATC* при увеличении размеров банка до крупного. Следовательно, при этом имеет место отрицательный эффект от масштаба.

Долгосрочные средние издержки являются минимальными для банка среднего размера, так что именно этот размер является оптимальным и наиболее эффективным для банка.

Тем не менее при дальнейшем увеличении размера банка может возникнуть неэффективность. Банк может открыть слишком большое число отделений и банкоматов, которые существующая компьютерная система не сможет обслуживать на прежнем уровне, что приведет к большему количеству коммуникационных сбоев и задержек. Обучение работников может усложниться, так как их число значительно возрастет и увеличится текучесть кадров. Увеличение масштаба также может привести к повышению издержек за счет роста бюрократического аппарата. Все эти аспекты дальнейшего увеличения размера банка могут повлечь за собой повышение долгосрочных сред-

них общих издержек, что подразумевает положительный наклон графика этих издержек после того, как банк из категории средних переходит в разряд крупных (рис. 11-4). Экономисты называют рост долгосрочных средних общих издержек вследствие увеличения размера банка ситуацией, в которой банк достигает **отрицательного эффекта от масштаба** (*diseconomies of scale*).

Оптимальный размер банка Как показано на рис. 11-4, долгосрочные средние издержки банка будут минимальными для банка среднего размера по сравнению с другими альтернативами. В этом случае экономисты говорят, что средний размер банка является его **оптимальным размером** (*minimum efficient scale*). Они имеют в виду, что при данном размере банка долгосрочные средние общие издержки будут минимальными, а следовательно, будет обеспечена наибольшая эффективность для данного банка. Эта будет наилучший размер банка как с точки зрения владельцев, стремящихся получить максимальную прибыль, так и для общества в целом, которое стремится к наиболее эффективному распределению ресурсов в экономике. Банки, функционирующие при минимальных долгосрочных средних издержках, достигают **технической эффективности** (*technical efficiency*).

Если размер банка больше или меньше его оптимальной величины, то экономисты считают такой банк **технически неэффективным** (*technically inefficient*); в такой ситуации банк не использует доступные технические средства (свои программы повышения квалификации, компьютерную технику и т. д.) с наименьшими издержками. При оптимальном размере банк имеет максимальную техническую эффективность, что отвечает интересам и владельцев банка, и общества в целом.

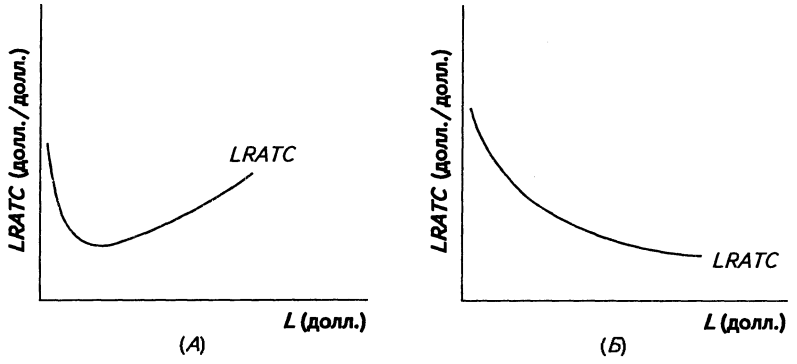


Рис. 11-5

Графики долгосрочных средних общих издержек (экстремальные варианты формы кривой). Если кривая издержек банка совпадает с графиком долгосрочных средних общих издержек, изображенным на рис. *А*, то эффект от масштаба исчерпывается достаточно быстро. Следовательно, оптимальный размер банка будет небольшим, так что в банковской системе будет множество мелких банков. В варианте, представленном на рис. *Б*, банк будет пользоваться эффектом от масштаба с увеличением его размера. Следовательно, в банковской системе будет существовать несколько крупных банков либо банковская отрасль будет представлена естественной монополией, в которой долгосрочные средние издержки уменьшаются до бесконечности по мере увеличения размера банка.

В ситуации, представленной на рис. 11-4, мы исходили из *допущения*, что график долгосрочных средних общих издержек имеет *U*-образную форму, так что средний размер банка является его оптимальным размером. В действительности данный график для банков может иметь несколько другую форму. На рис. 11-5 изображены две другие возможные формы этого графика. На рис. 11-5*А* точка экстремума графика, которая и

будет соответствовать оптимальному размеру банка, достигается достаточно скоро с увеличением размера банка; это означает, что эффект от масштаба быстро исчерпывается при увеличении размера банка. Дальнейшее увеличение приведет к значительному отрицательному эффекту от масштаба, так что оптимальный размер банка будет достаточно небольшим. На рис. 11-5*Б*, наоборот, представлен график долгосрочных средних общих издержек, на котором значения функции продолжают уменьшаться даже с ростом размера банка, так что даже крупный банк пользуется эффектом от масштаба.

Если технология, используемая банками, отвечает условиям графика долгосрочных средних общих издержек (рис. 11-5*А*), то можно ожидать, что в банковской системе будет большое число небольших банков. И наоборот, если этот график имеет форму как на рис. 11-5*Б*, то можно ожидать наличие ограниченного числа крупных банков. Естественно, если долгосрочные средние издержки уменьшаются до бесконечности по мере увеличения размера банка, то можно сделать вывод, что наиболее эффективным будет наличие одного-единственного банка. Иными словами, потребители банковских услуг, так же как и воды и энергии, будут стремиться к использованию услуг единственной фирмы. Такую ситуацию экономисты называют **естественной монополией** (*natural monopoly*).

Как мы увидим далее, существует мало доказательств того, что банковская отрасль является естественной монополией. Однако по вопросу оптимального размера банка существуют значительные разногласия.

Другой важный фактор, который влияет на размер банка, — это снижение издержек, которое банк может достигнуть посредством **диверсификации** (*scope*). К примеру, банк, специализировавшийся ранее только на выдаче торгово-промышленных ссуд, может прийти к решению, что его специалисты также могут использовать свои профессиональные знания и для выдачи потребительских ссуд. В результате один банк сможет достичь данного объема кредитования с меньшими издержками, чем два банка, специализировавшихся на предоставлении только одного вида ссуд. Следовательно, банк может осуществлять диверсификацию, таким образом, расширяя номенклатуру своих операций. При этом он может уменьшить средние общие издержки, становясь более крупным банком за счет расширения номенклатуры предоставляемых услуг. Он может увеличить свой масштаб не только посредством открытия новых отделений и установки новых банкоматов, но также за счет диверсификации деятельности в данном географическом районе.

Если банк может уменьшать издержки за счет диверсификации своих операций, экономисты называют такую ситуацию **эффектом от диверсификации** (*economies of scope*). Важно осознать, что эффект от диверсификации и эффект от масштаба — разные понятия. Первое относится к сокращению издержек за счет диверсификации деятельности, расширения номенклатуры операций, а последнее означает уменьшение издержек путем расширения общего объема банковских операций, оставляя неизменной номенклатуру операций. В банке могут иметь место оба вида эффектов одновременно либо какой-то один их вид.

ОЦЕНКА ЭФФЕКТА ОТ МАСШТАБА И ДИВЕРСИФИКАЦИИ

В последнее время экономисты провели большое число исследований эффекта от масштаба и диверсификации в банковской сфере. Здесь было много сложностей, поскольку развивать теоретические концепции оказалось гораздо проще, чем подтверждать их на практике.

Прежде чем перейти к оценке эффекта от масштаба и диверсификации, обсудим некоторые сложные проблемы, которые имеют значение для измерения этих эффектов. Существует несколько таких проблем, к которым вынуждены обращаться исследователи и которые мы сейчас рассмотрим.

Какие издержки имеют значение при оценке эффекта от масштаба и диверсификации? Первые работы по изучению эффекта от масштаба, подготовленные в 1960—70-е годы, были склонны выделять значимость банковских факторных, или операционных, затрат при определении относительной эффективности различных банков. Следовательно, при оценке эффекта от масштаба они не учитывали расходы на выплату процентов. Практика показала, что данные расходы являются важной частью общих издержек банка (это и неудивительно, поскольку, как уже отмечалось в главе 8, оба типа издержек играют важную роль). Поэтому в настоящее время при изучении эффектов от масштаба и диверсификации в расчет принимаются все статьи банковских издержек.

Что же в действительности производят банки? Если немного поразмыслить над этим вопросом, то ответить на него не так просто. На первый взгляд ответ кажется довольно очевидным. В конце концов фирма продает ту продукцию, что выпускает. Очевидно, что при этом различные виды ссуд, предоставляемых банками, можно считать банковским продуктом. Тем не менее банки также предоставляют услуги владельцам текущих и других счетов с возможностью выписки чеков, что приносит банку определенную прибыль. Можно ли при этом включать эти чековые депозиты в банковский продукт?

На этот вопрос нельзя ответить однозначно. Экономисты используют три основных подхода к определению и измерению банковского продукта. Первый подход, называемый **оценкой на основе активов** (*asset approach*), рассматривает банковские пассивы, такие, как депозиты, в качестве «сырья», или долларовых «материалов», для выдачи ссуд, которые приносят доход банку в виде процентов. Ссуды и другие активы, приносящие проценты, следовательно, рассматриваются как соответствующие показатели банковского продукта. Второй подход — это **оценка на основе издержек использования** (*user-cost approach*), при которой определенный финансовый продукт относится к банковскому продукту, если чистый вклад в банковскую прибыль выше нуля. Если этот вклад отрицателен, то его рассматривают как затраты. Третий подход — это **оценка на основе добавленной стоимости** (*value-added approach*). Как и вытекает из его названия, этот подход рассматривает банковский продукт как те финансовые продукты, на которые приходится наибольшая стоимость банковских операций.

Каждая из этих методик измерения банковского продукта имеет свои преимущества и недостатки. Оценка на основе активов выглядит наиболее объективной с научной точки зрения, но она не учитывает характеристики других банковских услуг, которые тоже можно рассматривать как банковский продукт. Оценка на основе издержек использования допускает возможность того, что некоторые депозитные услуги могут иметь форму продукта, предлагаемого банками, но поскольку банковская сфера является достаточно жестко регулируемой отраслью, трудно выделить точные показатели издержек использования. Оценка на основе добавленной стоимости не страдает от этого недостатка, так что в последние годы она стала более популярной.

На первый взгляд может показаться, что если экономисты не придут к согласию даже по вопросу оценки банковского продукта, то вряд ли будет возможно единство мнений по вопросу оценки эффектов от масштаба и диверсификации, связанных с оказанием банковских услуг. Тем не менее скоро мы убедимся, что по некоторым аспектам проблемы эффектов от масштаба и диверсификации существуют общие подходы, разделяемые всеми экономистами.

Эффект от масштаба на уровне банка и его отделения При рассмотрении эффекта от масштаба важно учитывать, различают ли исследователи оптимальный размер банка и его отделения. Первые исследователи в этой области не учитывали такой разницы; в начале 1980-х годов практически все труды, касавшиеся данной темы, утверждали, что

эффект от масштаба существовал для банков с объемом депозитов 25—40 млн. долл. Вне данного диапазона долгосрочные средние издержки возрастали. Очевидно, банкам было не выгодно выходить за эти рамки.

Хотя сумма 25—40 млн. долл. может показаться значительной для среднего индивида, такой объем депозитов может соответствовать относительно небольшому банку. Напрашивается очевидный вывод, что оптимальный размер банка вступал в противоречие с тем фактом, что большое число банков имело *миллиарды* долларов на депозитных счетах. Теперь общепризнано, что эти исследования в действительности дали оценку оптимального размера *отделения банка*, но не дали ответа на глобальный вопрос, касающийся оптимального масштаба для всей банковской системы.

Некоторые предварительные выводы об эффекте масштаба и диверсификации в банковской сфере Последние исследования привели к некоторым предварительным выводам об эффектах от масштаба и диверсификации в банковской системе. При этом очевидно, что большинство исследователей приходят к сходным результатам, независимо от того, как они измеряют банковский продукт. В некоторых исследованиях использовались индивидуальные показатели, такие, как общие активы; в других — прибегали к помощи синтетических показателей продукта в соответствии с методикой оценки на основе издержек использования и добавленной стоимости; в третьих — базировались на *индексных* показателях банковского продукта, например, средневзвешенных активов и пассивов, пытаясь найти золотую середину между двумя крайностями. Что удивительно, в результате использования разных подходов были получены очень похожие результаты.

Первый общий вывод заключается в том, что для банка в целом эффект от масштаба наблюдается до определенного уровня, соответствующего объему депозитов в размере 100 млн. долл. Однако отсюда нельзя сделать вывод, что это и есть оптимальный масштаб банка. Дело в том, что, как показывает практика, график долгосрочных средних общих издержек практически ровный (хотя имеет слегка U-образную форму) при объеме депозитов банка свыше 100 млн. долл. График долгосрочных средних общих издержек начинает возрастать только для крупнейших банков (при наличии миллиардов долларов на их депозитных счетах). Это, возможно, доказывает, что не существует одного-единственного оптимального размера банка. Следовательно, в банковской системе может быть значительное число вариантов размера банка (начиная с нескольких сотен миллионов долларов до нескольких миллиардов), которые обеспечивают достаточную эффективность.

Во-вторых, существует мало доказательств того, что эффект от масштаба представляет собой особенно важную категорию в банковской системе. Исключением можно считать некоторые исследования, показавшие, что возможно получение прибыли от одновременного оказания определенных дополняющих друг друга банковских услуг, к примеру, предоставления потребительских и ипотечных ссуд.

В общем, данные, приведенные в экономических исследованиях эффекта от масштаба и диверсификации, не свидетельствуют о том, что банки при наличии возможностей стремятся быть особенно крупными или малыми, просто основываясь на технологической эффективности. Большинство экономистов рассматривают эти выводы как свидетельства того, что банковская сфера далека от естественной монополии и что в принципе не существует причин, мешающих эффективному функционированию значительного числа банков в нерегулируемой среде.

Ограничения деятельности банковских филиалов в отдельных штатах Ограничения деятельности банковских филиалов имеет большое значение в США. Несколько экономистов исследовали эффекты от масштаба и диверсификации в отдельных бан-

ках в штатах, где закон не ограничивает создание отделений банков, и в штатах, где открытие филиалов в значительной мере ограничено или запрещено (такие штаты экономисты называют штатами с системой бесфилиальных банков — unit banking states). Данные исследования показали, что банки, которым закон не позволяет открытие филиалов, подвержены *отрицательному эффекту от масштаба*. Это означает, что этим банкам приходится иметь слишком большой офис, поскольку они не могут осуществлять банковские операции через свои отделения.

И наоборот, исследования выявили мало доказательств того, что банки, расположенные в штатах с менее жесткими ограничениями деятельности банковских филиалов, испытывают отрицательный эффект от масштаба. В общем, это означает, что ограничения на открытие отделений может привести к завышению издержек, связанных с оказанием банковских услуг. Более того, большинство исследований показало, что открытие новых филиалов — не просто дорогостоящая попытка банков ублажить своих клиентов; до определенной степени увеличение числа филиалов уменьшает средние банковские издержки. Именно поэтому многие экономисты считают, что ограничения на открытие филиалов зачастую чреваты дополнительными издержками в социальном плане и что таких ограничений должно быть меньше или они вовсе должны быть сняты.

Концентрация на банковских рынках и эффективность рынка

Банковские издержки — только часть общей картины. Банки и органы, осуществляющие надзор над ними, принимают во внимание и валовой доход и прибыль. Их размер, в свою очередь, зависит от того, насколько монополизированы или конкурентны рынки ссудных капиталов и депозитов.

При такой оценке рынка крайне важно определить степень воздействия **рыночной концентрации** (*market concentration*) — доли в совокупном объеме ссуд и депозитов, которая обеспечивает нескольким крупнейшим банкам доминирующие позиции на банковских рынках, — на **эффективность рынка** (*market performance*), при которой достигается техническая и аллокационная эффективность на рынках банковских услуг. Экономисты часто называют такое положение вещей зависимостью «концетрация—эффективность», которую они пытаются объяснить, чтобы помочь органам, осуществляющим регулирование банковской сферы, определить приемлемый уровень рыночной концентрации.

По этому вопросу существуют две основные точки зрения. Первая — модель «структура—поведение—эффективность», рассматривает рынки с высоким уровнем концентрации (где присутствует несколько банков) как нежелательное явление. Вторая — теория эффективной структуры, рассматривает рынки с высоким уровнем концентрации как естественный результат конкуренции среди банков, которая приводит к формированию банковской системы с наименьшими издержками. Мы последовательно рассмотрим каждую из этих теорий.

МОДЕЛЬ «СТРУКТУРА—ПОВЕДЕНИЕ—ЭФФЕКТИВНОСТЬ»

Обычно экономисты основывали свои расчеты взаимосвязи между концентрацией банков и их эффективностью на **модели «структура—поведение—эффективность»** (*structure-conduct-performance model, SCP model*). В соответствии с концепцией этой модели *структура* рынка банковских услуг определяется как числом фирм на рынке, так и их размером. Рыночная структура воздействует на *поведение* банков на рынке. Поведение банков в свою очередь определяет *эффективность* рынка.

Модель «структура—поведение—эффективность» показывает, что чем выше уровень концентрации на рынке банковских услуг (т. е. чем меньше число банков, конкурирующих на рынке, и чем больше доля рынка, принадлежащая нескольким банкам), тем выше вероятность того, что поведение банков будет близким к поведению монополистов. Это означает, что банки будут вести бизнес с учетом своих монопольных преимуществ, в результате чего будут иметь место аллокационная неэффективность и потери для общества в целом. Эффективность рынка банковских услуг будет низкой. И наоборот, рынки банковских услуг с низким уровнем концентрации (рынки с относительно большим числом банков, каждый из которых владеет довольно незначительной долей рынка) будут ближе к условиям совершенной конкуренции. В результате банки будут вести себя в соответствии с теорией совершенной конкуренции, а эффективность функционирования данного рынка будет высокой.

В модели «структура—поведение—эффективность» существует несколько прогнозов. Во-первых, с увеличением уровня концентрации на рынках банковских услуг прибыль банков должна расти. К тому же банки будут взимать более высокие процентные ставки по ссудам, выплачивая меньшие ставки по депозитам и выдавать меньшие объемы ссуд, чем если бы уровень концентрации на рынке был ниже. Следовательно, большинство исследователей модели «структура—поведение—эффективность» особенно выделяли возможную зависимость между рыночной концентрацией и прибылью банков. Выводы этих исследователей различны. Многие из них пришли к выводу, что высокая степень концентрации приводит к росту банковской прибыли, как и предсказывает указанная модель. Другие же не поддерживают эту точку зрения. Таким образом, не существует единства мнений об адекватности модели «структура—поведение—эффективность». Тем не менее большинство экономистов соглашаются, что результаты исследований в основном поддерживают точку зрения, что распределение банков по числу и размеру влияет на величину процентных ставок, которые банки взимают по ссудам и выплачивают по депозитам.

ТЕОРИЯ ЭФФЕКТИВНОЙ СТРУКТУРЫ

Однако, как часто и происходит, экономисты не могут прийти к согласию по поводу того, *почему* распределение фирм по числу и размеру влияет на прибыль и процентные ставки банка. Другая теория, призванная объяснить эту зависимость, — **теория эффективной структуры** (*efficient structure theory*), прямо противоречит модели «структура—поведение—эффективность». В соответствии с ней несколько банков могут обладать значительной долей рынка, потому что такие банки более эффективны. Следовательно, тот факт, что банки с большей долей рынка более прибыльны, действительно имеет смысл: их издержки меньше, так что прибыльность выше.

Эта теория проводится в нескольких исследованиях, осуществленных в 1980-е годы. Авторы этих исследований обнаружили, что концентрация на рынке банковских услуг не была «главным вкладом» в прибыль фирм. На самом деле, было доказано, что сама по себе рыночная концентрация не имела отношения к прибыли. Что действительно было важно, так это доля рынка каждой фирмы. В свою очередь доли рынка банковских услуг отражали относительную эффективность банковской конкуренции на рынке. Таким образом, авторы этих работ пришли к выводу, что теория эффективной структуры предпочтительнее модели «структура—поведение—эффективность».

Сторонники модели «структура—поведение—эффективность» не сдавались. Авторы последних исследований в этой области пришли к выводу, что теория эффективной структуры *также* предсказывает, что если издержки банков с большой долей рынка ниже, то им следует уменьшить процентные ставки по ссудам и выплачивать большие

проценты по депозитам. И поскольку банки должны обладать способностью предоставлять свои услуги с меньшими издержками, их клиенты могут получить некоторые из преимуществ эффективности конкурентного рынка. В действительности же нельзя сказать, что этот довод является доказательством прогноза теории эффективной структуры.

К каким выводам можно прийти? К сожалению, полемика по этому поводу продолжается. Более того, практически неразрешимой кажется проблема определения «победителя» в данном споре. Все упирается в точное определение «банковских рынков».

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РЫНКОВ ДЕПОЗИТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ

По определению, банки и другие депозитные учреждения осуществляют торговлю финансовыми инструментами одновременно на нескольких рынках — рынках ссуд под залог недвижимости, коммерческих и потребительских ссуд, ссуд федеральных фондов. Однако географический охват таких рынков может быть различным. Рассмотрим, например, банк в небольшом городке в провинции. Его рынки ссуд под залог недвижимости, коммерческих и потребительских ссуд, естественно, ограничены рамками данной местности, но он может продавать федеральные фонды нью-йоркскому банку. Крупный региональный банк может выдавать ипотечные и потребительские ссуды компаниям, расположенным в сотнях миль от центрального офиса банка (он даже может составить конкуренцию небольшому провинциальному банку, который мы только что обсуждали), но он также может ссужать средства компаниям в радиусе 20 миль от своей штаб-квартиры.

Определение составных частей «рынка» для данного банка, таким образом, является в общем важной, но противоречивой проблемой. Это важно, поскольку измерение таких факторов, как «рыночная концентрация», зависит в основном от определения рынка. Эта проблема противоречива и сложна, поскольку среди экономистов не существует единства относительно лучшего определения рынка.

Экономисты обычно определяют **рынок** (*market*) как *группу покупателей и продавцов, чьи действия оказывают значительное влияние на производство, качество и цену определенной продукции или услуг*. Следовательно, **географический рынок** (*geographic market*) банка — это регион, который охватывает практически всех покупателей и продавцов. Для финансовых инструментов (например, государственных займов) географический рынок является национальным, в то время как для некоторых типов ипотечных ссуд рынок может ограничиваться небольшой областью. И наоборот, банки могут выдавать ссуды на рынках, чьи географические рамки охватывают почти весь мир.

Очевидно, что любое определение «банковского рынка» может быть компромиссным при условии, что банки могут одновременно конкурировать на региональных, национальных и международных рынках. В качестве компромисса большинство экономистов, изучающих банковские рынки, используют концепцию **зоны основных услуг** (*primary service area*). Под этим экономисты понимают географическую область, которая охватывает значительную часть покупателей и продавцов банковских услуг. Например, если большая часть, скажем 75%, банковских ссуд выдается в пределах официальных границ города, то этот город можно назвать зоной основных услуг данного банка, и экономисты рассматривают этот банк как конкурирующий на рынке ссудных капиталов с другими банками, основная часть клиентов которых также находится в городе.

Тем не менее даже такое компромиссное определение банковских рынков иногда трудно применить на практике. Во-первых, часто мнения экономистов расходятся по поводу того, как нужно определять зону основных услуг; к примеру, определять ли ее на основе географического расположения заемщиков 75% общей суммы банковских

ссуд или владельцев 75% общего объема депозитов? К тому же может быть недостаточно информации о том, как оценить основную массу услуг банка, даже если существует определенный стандарт определения этого показателя.

Вследствие наличия этих проблем существует способ определения географических рынков посредством допущения, что они соответствуют *стандартным статистическим городским районам* (*standard metropolitan statistical areas*), используемым статистиками и экономистами в Бюро переписи населения и в Министерстве торговли. Такие районы представляют собой районы, которые статистики определяют как «городские» в соответствии с установленными критериями. Другой широко используемый подход заключается в применении еще более грубых показателей географических рынков, таких, как официальные границы города, границы штата или группировки штатов по регионам.

БАНКОВСКИЕ ОПЕРАЦИИ НА УРОВНЕ ШТАТОВ

Определение географических рынков, поиск решения проблемы оценки эффекта от масштаба и диверсификации и подведение итогов дискуссии между сторонниками моделей «структура—поведение—эффективность» и эффективной структуры — все это важные вехи для экономистов, которые пытаются понять сущность функционирования банковских рынков. Причина в том, что выгода для общества от снятия ограничений на развитие банков на уровне штатов зависит от выводов, к которым придут экономисты по этим вопросам.

Против развития банков на уровне штатов обычно приводились доводы, что открытие местных рынков для внешних конкурентов позволит крупным банкам из других штатов и далее увеличиваться в размере. Более того, как утверждают противники такого развития банков, менее крупные банки внутри штатов не смогут составить конкуренцию этим крупным банкам. В результате местные банки разорятся, а крупные банки получат большую долю местных рынков ссудных капиталов или депозитов. Со временем лишь несколько банков будет доминировать на этих рынках в национальном масштабе. Это приведет к ослаблению конкуренции между банками и, в конце концов, к уменьшению экономической эффективности банковской отрасли.

И наоборот, сторонники развития банков на уровне штатов утверждают, что на самом деле 12 000 банков — это число, которое слишком велико для 50 штатов с населением менее 300 млн. человек. Они соглашаются, что если разрешить открытие банковских филиалов по всей стране, то банки других штатов из высокоурбанизированных районов, таких, как Нью-Йорк, Чикаго или Лос-Анджелес, станут выдавать кредиты в местных районах, таких, как Рашвилл (штат Индиана), Уинслоу (штат Аризона) или Клантон (штат Алабама). Тем не менее они считают, что это только увеличит банковскую конкуренцию в таких местах. Если банки других штатов завладеют долей рынка местных банков, то только потому, что они более эффективны. В результате банковская система станет более эффективной, а общество более богатым.

Логическое обоснование этих аргументов заключается в вопросах, которые мы только что рассмотрели. Противники развития банков на уровне штатов согласны, что существует естественная тенденция к увеличению размера банков. Следовательно, они считают, что эффекты от масштаба и диверсификации имеют важное значение в банковской сфере. Более того, они полагают, что развитие крупных банков, обладающих значительной долей рынка, служит средством обеспечения эффективного функционирования отрасли. Поэтому они также согласны с моделью «структура—поведение—эффективность».

И наоборот, сторонники снятия или ослабления ограничений на развитие банков на уровне штатов не столь уверены, что эффекты от масштаба и диверсификации играют

важную роль в банковском деле. Они считают, что такие эффекты могут привести к образованию крупных банков с относительно большой долей рынка. Тем не менее конкуренция между меньшим, но более эффективным числом банков приведет к повышению эффективности всей отрасли, как утверждает теория эффективной структуры.

Как видите, эти вопросы имеют довольно важное значение в настоящее время. В 1990-е годы Конгресс примет решения, которые либо оставят ограничения на развитие банков на уровне штатов так как есть, либо значительно их ослабят. Какая альтернатива принесет обществу больше пользы, зависит от разрешения этих споров.

В настоящее время существует тенденция к увеличению размера банков на уровне штатов. В 1979 г. 30 из 50 штатов не разрешали свободное открытие банковских филиалов. В 1992 г. таких штатов осталось только 14 и, более того, только в четырех штатах не было законов, разрешающих какую-либо форму деятельности банков на уровне штатов. Единственный вопрос, остающийся нерешенным, — это будет ли развитие банков на уровне штатов одобрено на федеральном уровне Конгрессом США.

Обеспечат ли требования к размеру капитала большую безопасность банков?

Несомненно, некоторые депозитные учреждения, по мере расширения своей деятельности за границы штата, будут увеличиваться в размере. Но когда их активы возрастут, органы, регулирующие банковскую деятельность, будут обеспокоены тем, что их капитал может не соответствовать такому росту. Как отмечалось в главе 10, это заставило регулирующие органы ввести требования к размеру капитала банка в начале 1980-х годов. В конце 1980-х — начале 1990-х годов большинство таких показателей стали более жесткими. Цель введения требований к размеру капитала заключалась в стремлении сделать банки более устойчивыми. Однако многие ставят под сомнение выполнение этой задачи.

ЦЕЛЬ ВВЕДЕНИЯ ТРЕБОВАНИЙ К РАЗМЕРУ КАПИТАЛА

Регулирующие органы устанавливают требования к размеру капитала в надежде решить три взаимосвязанные задачи, что сделает банковскую систему более стабильной. Первая цель, которая уже упоминалась в главе 10, заключается в усилении защиты интересов вкладчиков (и более конкретно — в деятельности федерального фонда страхования депозитов) от убытков в случае банкротства банка.

В действительности, это не главная задача ужесточения требований к размеру капитала. Регулирующие органы не гонятся за показателями; банкротство крупного банка будет означать значительные потери застрахованных депозитов независимо от того, составляет ли отношение собственного капитала к активам 5 или 8%. Более важная цель введения таких требований — стимулировать управляющих банками предпринимать менее рискованные операции. Как мы более подробно обсудим в главе 12, федеральное страхование депозитов может побудить банки выдавать более рискованные ссуды, и органы банковского надзора надеются, что установление более высокого минимального размера капитала снизит этот стимул. Суть в том, что, если владельцы банка вложат в него больший капитал, их убытки в случае банкротства увеличатся. Поэтому они будут внимательнее относиться к менеджерам, которых берут на работу. Следовательно, если более высокие требования к размеру капитала будут «работать», банки сами будут снижать свой риск, в результате чего число банкротств станет меньше.

Третья цель введения более высокого минимального размера капитала состоит в том, чтобы увеличить доверие населения к банковской системе. Регулирующие органы наде-

ются, что если они налагают на банки более высокие требования к размеру капитала, то большее число вкладчиков будет считать банковскую систему устойчивой и непредрасположенной к банкротству. Если достаточно большое число вкладчиков будет разделять это мнение, то вероятность оттока слишком крупных средств из банков станет меньше.

ЯВЛЯЮТСЯ ЛИ НОРМАТИВЫ КАПИТАЛА ПОВОДОМ ДЛЯ ОБМАНЧИВОГО ОЩУЩЕНИЯ БЕЗОПАСНОСТИ БАНКОВ?

Не все экономисты согласны, что более высокие требования к размеру капитала несомненно служат цели обеспечения большей безопасности банков. Некоторые из них утверждают, что более высокий минимальный размер капитала оказывает обратный эффект.

Часто эти аргументы основываются на довольно сложных моделях управления портфелями активов и пассивов, но основную идею можно понять, не вдаваясь в подробности. Рассмотрим следующие примеры. Один из них — с законами защиты прав потребителей. Эти законы часто требуют от компаний—производителей лекарств, чтобы те помещали опасные в больших дозах препараты в специальную упаковку, защищенную от детей. Обычно компании делают это посредством изготовления упаковок для таблеток или бутылок, которые ребенку трудно открыть. Другой пример касается законов о безопасности автомобильного транспорта. Существует несколько законов, одни из которых обязывают производителей придерживаться определенных стандартов безопасности при проверке автомобиля в аварийных ситуациях, другие, как, например, требования использования ремней безопасности, относятся к тем условиям, при которых люди могут водить автомобиль.

Некоторые экономисты утверждают, что, хотя эти законы направлены только на улучшение ситуации, их последствия необязательно будут положительными. Например, если упаковка таблеток или бутылка с лекарством не защищена от детей, то родители будут держать их вне досягаемости детей. Но если родители считают, что лекарства надежно защищены от детского любопытства, то можно быть менее осторожными. Тогда у детей будет больший доступ к опасным лекарствам, чем если бы отсутствовал закон защиты потребителей. Подобным образом, если водители автомобилей считают, что их машины достаточно прочные и что они хорошо защищены ремнем безопасности, то и водить автомобиль они будут менее осторожно.

Таким образом, как утверждают критики введения требований к минимальному размеру банковского капитала, эти требования могут дать владельцам, правлению и вкладчикам банка обманчивое ощущение безопасности. Это может побудить их принимать более высокие риски. В то время как требования к размеру капитала в общем могут уменьшить банковские риски, снижение риска будет значительно меньше, чем могли ожидать органы банковского регулирования.

МОГУТ ЛИ БАНКИ СООТВЕТСТВОВАТЬ НОРМАТИВАМ КАПИТАЛА?

Одним из основных вопросов, с которыми приходилось сталкиваться банкам в связи с более жесткими экономическими нормативами, установленными с 1980-х годов, смогут ли они повысить размер собственного капитала для соответствия нормативам. Особенно сложная дилемма стояла перед банками в 1989 и 1990 гг. Им приходилось достаточно оперативно приводить свои активы в соответствие установленным нормативам. В результате банкам пришлось выпускать новые акции, цены на акции стали падать, что еще более затруднило задачу наращивания собственного капитала за счет предлагаемых к продаже акций. Очевидно, что увеличение предложения акций при прочих равных условиях еще более уменьшило цены на них.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Явилось ли регулирование банковской деятельности причиной «сжатия кредита» в начале 1990-х годов?

В конце 1990 г. многие индивиды, фирмы и политики стали жаловаться, что банки не желали выдавать ссуды. В том году обзорные отчеты ФРС показали, что около 30—40% всех банков в последние три месяца ужесточили свою кредитную политику. Многие банки повысили критерии по выдаче ипотечных ссуд. Потенциальные заемщики почувствовали на себе эти изменения, поскольку уменьшился доступ к заемным средствам. Это послужило сигналом того, что имело место «*сжатие кредита*», и появились обращения к правительству сделать что-нибудь в связи с этим. Президент Джордж Буш (Bush), например, присоединился к этому спору, сказав в своем обращении к нации в 1991 г., что «солидные банки теперь должны выдавать больше солидных кредитов».

Экономические нормативы и «сжатие кредита»

Многие наблюдатели отмечали, что в 1991 г. именно более жесткое регулирование государства для большей стабильности банковской системы привело к «сжатию кредита». «До определенной степени некоторые слишком усердные сотрудники регулирующих органов просто отбили желание у банков выдавать новые ссуды», — сказал Майкл Боскин (Boskin), глава Совета экономических консультантов при президенте. Другие, в особенности банкиры, указывали более конкретную причину: новые, более высокие нормативы, введенные в США и нескольких других странах в период с 1989 по 1991 г. Как утверждал вице-президент *Chase Manhattan Bank*: «Было бы гораздо практичнее снизить уровень капитала или отсрочить полное соответствие новым нормативам». Аналитик, работающий на *Salomon Brothers*, согласился с этим, сказав: «Регулирующие органы просто обязаны снизить экономические нормативы для банков».

Эта проблема была характерна не только для США. Поскольку органы банковского надзора в США, большинства стран Европы и Японии координировали введение новых нормативов, банкам всех этих стран пришлось столкнуться с новыми, более жесткими стандартами. Почти все крупные японские банки, например, сократили активы, в основном за счет снижения объема кредитования в финансовом году, закончившемся в марте 1991 г. Это было первое сокращение активов японских банков за последние 50 лет. Правления многих банков, как и их коллеги в США, указывали на более высокие экономические нормативы для банков, как на причину снижения объема кредитования. Такое снижение в Японии повлияло не только на японских заемщиков; в начале 1991 г. в США около 21,5% всех банковских активов принадлежало иностранным банкам, а половиной этих активов владели японские банки.

Политики были так озабочены, что они несколько снизили нормативы в 1991 г. На время ФРС даже рассматривала вариант покупки коммерческих ссуд непосредственно у банков, чтобы освободить больше банковских средств для выдачи новых ссуд. Как вы узнаете в главе 17, это был беспрецедентный случай для ФРС, которая в основном занимается только сделками с ценными бумагами Казначейства США. Даже слух о вероятности таких действий ФРС послужил поводом для волнений в финансовых кругах.

Из мухи сделали слона?

В *Wall Street Journal*, вышедшей во вторую неделю февраля 1991 г., на полосе, полной заголовков о «сжатии кредита», была помещена статья Аллана Мелцера (Meltzer), экономиста из университета Карнеги Меллон, в которой говорилось, что «сжатия кредита» не существует. По мнению А. Мелцера, все разговоры о «сжатии кредита» — «полная чепуха. Разговоры о существовании «сжатия кредита» не сделали и не сделают из этого факт. Разговоры просто распространяют дезинформацию». По его мнению, выход из этого положения, если бы он был нужен, довольно прост. Если ФРС станет проводить экспансионистскую денежно-кредитную политику для уменьшения процентных ставок, то ставки по банковским ссудам упадут. Тогда, как утверждал А. Мелцер, «спрос на кредит возрастет. Банки будут выдавать

больше ссуд, и пустой разговор о «сжатии кредита» прекратится».

Кто же был прав? В ретроспективе очевидно, что А. Мелцер. В течение 1991 г. ФРС действительно различными способами воздействовала на уменьшение процентных ставок (более подробно мы обсудим это в частях V и VI). К июню 1991 г. банкиры стали жаловаться на слишком низкую прибыль по ссудам, но кредитование расширилось. Клиенты были довольны, поскольку рыночные процентные ставки, которые нужно было платить за получение банковского кредита, упали. Если «сжатие кредита» и существовало, то к 1992 г. его почти уже не было, причем без отмены или существенного сокращения новых экономических нормативов для банков.

Источники: Wessel David, Anatomy of a Credit Crunch: How It Started, What Might Be Done to End It. — Wall Street Journal, February 11, 1991, p. A2; Bank Readiness to Make Loans Fading, Fed Says. — Wall Street Journal, February 11, 1991, p. A2; *Brauchli Marcus W.,* Japan's Big Banks Slash Assets in Rush To Comply with New Capital-Ratio Rule. — Wall Street Journal, May 29, 1991, p. A5; *Duke Paul, Jr.,* Fed Weighted Buying Commercial Loans from Banks to Help Ease Credit Crunch. — Wall Street Journal, February 22, 1991, p. A2; *Meltzer Allan H.,* There is No Credit Crunch. — Wall Street Journal, February 8, 1991, p. A12.

Некоторые банки решили, что одним из способов соответствия экономическим нормативам было сокращение объема кредитования вместо выпуска новых акций. Другие прибегали к обоим средствам, третьи только эмитировали новые акции. Этому способствовал рост цен на акции банков в начале 1991 г. Тем не менее многие банки, испытывая значительные трудности с увеличением собственного капитала, считали, что введение новых экономических нормативов было преждевременным.

Следует ли разделять банковское дело и другие виды коммерческой деятельности?

Один из основных вопросов, которые Конгрессу пришлось рассматривать в 1990-е годы, касался Закона Гласса—Стиголла, который отделил банковское дело от других видов коммерческой деятельности. В соответствии с ним банкам было запрещено хранить акции: более того, коммерческим организациям было запрещено держать акции банков. Как отмечалось в главе 10, структура банковского холдинга допускала косвенные формы перекрестного владения, но законы о банковских холдингах 1956 и 1970 гг. прямо наложили ограничения на возможность «смешения» банковских и небанковских капиталов.

Это отделение банковских операций от других видов коммерческой деятельности в последнее время ставилось под сомнение. Вспомните из главы 10, что основным доводом в оправдание введения Закона Гласса—Стиголла была обеспокоенность о потенциальных конфликтах интересов и централизации экономической мощи. Уменьшение влияния американских банков в мире по сравнению с банками других стран, особенно европейских и японских (см. раздел «Международный обзор» в главе 10), способствовало тому, что усилилось давление на регулирующие органы с целью отмены этих официальных ограничений. Во-первых, европейские и японские банки успешно проникали в другие формы бизнеса, возможно используя пассивность американских банков. Сторонники отмены ограничений утверждали, что при этом теряется часть эффектов от диверсификации и масштаба. Во-вторых, по мере глобализации банковских рынков, по их мнению, обеспокоенность слишком большой концентрацией экономической мощи в руках нескольких американских банков стала не так актуальна, как это было в 1930-е годы. Более того, многие из тех, кто ратовал за отмену ограничений в Законе Гласса—Стиголла, утверждали, что если и далее оставить их в силе, то американских банков, способных успешно конкурировать на мировом рынке, останется слишком мало.

МЕЖДУНАРОДНЫЙ ОБЗОР

Универсальная банковская деятельность и финансовая интеграция в Европе в 1990-е годы

США — не единственная страна, банки которой должны соответствовать большому числу предписаний регулирующих органов. Несмотря на ее огромные масштабы и влияние на мировых кредитных рынках, японская банковская система тоже сталкивается со многими государственными ограничениями. Предписания регулирующих органов в Японии существенно ограничивают многие формы бизнеса, в которых могут участвовать банки, даже для банков—гарантов размещения ценных бумаг. Это одна из черт, характерных для банков США и Японии, и основное отличие от европейских банков.

Как уже отмечалось в данной главе, большинство европейских стран разрешает ограниченные или неограниченные формы **универсальной банковской деятельности** (*universal banking*) — способности банков предоставлять весь набор услуг, относимых к банковским, и владеть акциями других компаний. К началу 1980-х годов все основные европейские страны (Германия, Великобритания, Франция, Бельгия, Дания и Нидерланды) разрешили банкам осуществлять подписку на ценные бумаги. Три государства (Германия, Великобритания и Нидерланды) вообще никак не ограничивали те сферы бизнеса, в которых мог участвовать банковский капитал.

С конца 1980-х и в 1990-е годы Европейское сообщество сделало шаг к политике всеобъемлющей (хотя и с известными ограничениями) универсальной банковской деятельности депозитных учреждений в границах стран ЕС. В соответствии с положениями «Второй банковской координационной директивы» ЕС, выпущенной в 1988 г., все страны ЕС были призваны ввести в действие эту политику не позднее 1993 г.

Частью координируемой банковской политики ЕС стало введение «единой банковской лицензии». Эта лицензия, похожая на банковский чартер, автоматически позволяла банку, штаб-квартира которого находилась в стране ЕС, открывать свои филиалы в других странах ЕС. При условии, что законодательство страны, резидентом которой признавался банк, позволяло это, банк мог предоставлять многие финансовые услуги, включая операции с акциями.

Это правило означает, что банки, действующие за пределами данного государства (например, Великобритании и Германии), которое разрешает универсальную банковскую деятельность, смогут продавать и покупать акции и облигации в любой другой стране ЕС, включая страны, запрещающие такую деятельность. Естественно, это значит, что если другие страны ЕС не уменьшат ограничения для своих банков, то эти банки окажутся в весьма невыгодном конкурентном положении по сравнению с банками Великобритании и Германии. В результате большинство европейских правительств поспешили ослабить ограничения для своих банков. Как предсказывают многие наблюдатели, результатом явится свободная конкуренция между банками по всей Европе.

Будут ли американские банки нести убытки в связи с тенденцией к ослаблению ограничений на банковскую деятельность в Европе? Многие наблюдатели считают, что да. Некоторые американские политики соглашаются с ними. На самом деле частично именно такие изменения в Европе стали поводом для предложения Министерства финансов США 1991 г. о введении более универсальных банковских ограничений. Универсальная банковская деятельность представляется как будущее для большинства стран вне зависимости от того, какую позицию по этому вопросу займут США.

Источники: Langohr Herwig, Santomero Anthony M., The Extent of Equity Investment by European Banks. — Journal of Money, Credit, and Banking, 17 (2), May 1985, pp. 243—252; *Dixon Rob*, Banking in Europe: The Single Market. — London: Routledge, 1991; *Frankel Allen B., Montgomery John D.*, Financial Structure: An International Perspective. — Working Paper, Division of International Finance, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 1991.

Некоторые экономисты годами выступали за то, чтобы Конгресс разрешил смешение банковских и небанковских капиталов. Они соглашались, что если бы небанковским организациям было разрешено владеть и управлять банками, то выход на рынок банковских услуг стал бы проще. В результате конкуренция на банковском рынке усилится, что принесет только выгоду потребителям. К тому же, как они считают, объединение банковских и других капиталов сделает возможным внедрение в банках новых технологических и управленческих решений, используемых в других отраслях. И последнее, усиление проникновения банковского капитала в другие отрасли будет способствовать общему сокращению банковского риска и уменьшению числа банкротств банков.

Критики этой точки зрения утверждают, что это слишком оптимистично. Многие из таких критиков считают, что на самом деле другие страны испытывали значительные трудности при попытке объединить банковский бизнес с другими видами бизнеса. Они полагают, что значительная концентрация банковского капитала, которую мы наблюдаем в Японии и некоторых европейских странах, что, по их мнению, вредно для потребителей, усилилась за счет разрешения небанковским организациям владеть банками, и наоборот.

До определенной степени некоторые события в последние годы вывели этот вопрос на первый план. Среди них были и проблемы, которые банки испытывали при увеличении нормативов капитала в последние годы, которые мы изучили в последнем разделе. Очевидно, некоторые люди в Конгрессе пришли к выводу, что если банки не могут собрать достаточный капитал, возможно, другим фирмам, которые владеют капиталом, стоит разрешить участвовать в банковском капитале. Эта прагматичная точка зрения послужила мотивом, по крайней мере отчасти, предложения Министерства финансов в начале 1990-х годов по ликвидации отделения банковских операций от других форм коммерческой деятельности, введенного Законом Гласса—Стиголла.

Даже принципиальные сторонники такой формы дерегулирования принимают ее с некоторыми оговорками. Они утверждают, что объединение банковского и других форм капитала не может быть разрешено до тех пор, пока страхование депозитов не будет доступно для всех фирм, которые предлагают открытие текущих и срочных счетов. Эти аналитики, следовательно, полагают, что фундаментальные изменения в банковской политике не будут иметь успеха до тех пор, пока они не станут сопровождаться соответствующим улучшением системы федерального страхования депозитов. Этот вопрос и будет темой следующей главы.

Краткое содержание

1. В соответствии с теорией общественных интересов регулирующие банковскую деятельность органы действуют в интересах общества в целом. Другая теория — теория «срастания» — утверждает, что часто регулирующие органы устанавливают правила, которые полностью устраивают фирмы, так что последним действительно выгодно государственное регулирование.
2. По теории общественного выбора органы банковского регулирования принимают решения в собственных интересах. При этом у них есть альтернатива между банковской структурой, которая будет: а) конкурентной и выгодной для потребителей; б) монополистической и выгодной для владельцев банков. Данная теория приходит к выводу, что регулирующие органы обычно предпочитают структуру банковской отрасли где-то посередине между этими двумя крайностями.
3. Положительная черта совершенной конкуренции заключается в эффективном распределении ресурсов. И наоборот, монопольная банковская система не распределяет ресурсы оптимальным образом; это приводит к повышению процентных ставок по ссудам и

уменьшению объема кредитования по сравнению с условиями конкуренции. Более того, монополизация банковского сектора приводит к перераспределению потребительского излишка в пользу банков в виде их более высокой прибыли. Из этого вытекает, что общество в целом несет чистые потери.

4. Банк достигает эффекта от масштаба, когда его долгосрочные средние общие издержки уменьшаются с увеличением абсолютного размера банка. Банк испытывает эффект от диверсификации, когда дешевле становится оказывать два вида услуг, например, предоставлять два разных вида ссуд одновременно, а не в разные периоды времени, уменьшая таким образом издержки за счет диверсификации деятельности, проникновения в другие отрасли. Являются ли крупные банки более эффективными в техническом плане по сравнению с мелкими банками, зависит от достигаемых банком эффектов от масштаба и диверсификации.

5. Существуют две основные теории воздействия структуры банковского рынка на эффективность банковской отрасли, оцениваемую с точки зрения общества в целом. Первая концепция — модель «структура—поведение—эффективность», в соответствии с которой концентрация на рынках банковских услуг прямо или косвенно приведет к монополизму; в результате — низкая эффективность банковской системы, что отразится в более высоких банковских прибылях. Вторая концепция — теория эффективной структуры, которая утверждает, что некоторые банки владеют большей долей рынка и могут получать высокие прибыли за счет большей эффективности операций.

6. Усилия экономистов по измерению эффектов от масштаба и диверсификации и оценки теорий рыночной структуры и эффективности банковской системы усложняются техническими проблемами. Одна из них касается соответствующего определения банковского продукта. Другая заключается в том, что в банковской сфере трудно дать определение географическим рынкам.

7. Хотя существует общее мнение, что экономические нормативы для банков являются дополнительным страхованием вкладов от банкротства банка, некоторые экономисты утверждают, что ужесточение таких нормативов может привести к тому, что правления банков могут осуществлять более рискованные операции.

8. В последнее время одна из проблем банков заключалась в том, что им было необходимо увеличить собственный капитал для соответствия новым экономическим нормативам без сокращения объема кредитования. Некоторые наблюдатели считают, что более высокие нормативы могли стать одной из причин «сжатия кредита» в начале 1990-х годов. В последние годы ставилась под сомнение необходимость в ограничениях на объединение банковского капитала и капиталов других отраслей, введенных Законом Гласса—Стиголла. В настоящее время такие ограничения предлагается отменить или ослабить.

Словарь терминов

Географический рынок (*geographic market*) — территория, которая охватывает почти всех покупателей и продавцов данного товара или услуги.

График долгосрочных средних общих издержек (*long-run average total cost schedule, LRATC schedule*) — график средних издержек, понесенных банком при разных объемах оказанных услуг, если изменяется комбинация факторов производства.

Диверсификация (*scope*) — весь диапазон операций данной компании, т. е. различные виды производимых ею товаров и оказываемых услуг.

Естественная монополия (*natural monopoly*) — ситуация, в которой технология производства определенного товара или услуги обеспечивает эффект от масштаба при любом уровне производства, так что наиболее эффективной структурой рынка будет рынок одной крупной фирмы.

Зона основных услуг (*primary service area*) — географический район, который охватывает определенный процент покупателей и продавцов банковских услуг.

Модель «структура—поведение—эффективность» (*structure-conduct-performance model, SCP model*) — теория, в соответствии с которой структура рынка (в которую входит определенное число фирм с учетом их размеров) оказывает воздействие на поведение банков на рынке и в свою очередь поведение банков определяет эффективность рынка.

Оптимальный размер банка (*minimum efficient scale*) — размер банка, при котором его долгосрочные средние общие издержки минимальны.

Отрицательный эффект от масштаба (*diseconomies of scale, or scale diseconomies*) — рост средних издержек с увеличением размера банка.

Оценка на основе активов (*asset approach*) — подход к оценке банковского продукта, при котором в качестве этого показателя используются ссуды и другие активы, приносящие проценты.

Оценка на основе добавленной стоимости (*value-added approach*) — подход к оценке банковского продукта, при котором рассматриваются те категории финансовых продуктов, которые характеризуются наибольшей стоимостью банковских операций.

Оценка на основе издержек использования (*user-cost approach*) — подход к оценке банковского продукта, который рассматривает финансовые услуги как «продукт», если их чистый вклад в прибыль положителен, и как «затраты», если их чистый вклад в прибыль отрицателен.

Потеря эффективности вследствие банковской монополии (*efficiency loss due to bank monopoly*) — недостижение эффективности распределения ресурсов, возникающее при монопольной банковской системе, в которой последний доллар банковских ссуд не отражает фактических издержек, связанных с выдачей этого доллара в качестве ссуды. Означает, что ресурсы, используемые для кредитования, не распределяются с наименьшими издержками.

Размер банка (*scale*) — показатель общего размера банка, который может меняться за счет изменения комбинации факторов производства.

Рынок (*market*) — группа покупателей и продавцов, чье поведение оказывает значительное воздействие на производство, качество и цену определенных товаров и услуг.

Рыночная концентрация (*market concentration*) — доля в общем объеме ссуд и депозитов, которая обеспечивает нескольким крупным банкам доминирующие позиции на банковских рынках.

Теория общественного выбора (*public-choice theory*) — теория регулирования, предполагающая, что органы надзора устанавливают ограничения, которые позволяют фирмам получать прибыль выше уровня, обеспечиваемого при совершенной конкуренции, но ниже уровня, обеспечиваемого установлением монопольных цен.

Теория общественных интересов (*public-interest theory*) — теория регулирования, которая предполагает, что органы надзора применяют политику, максимизирующую экономическое благосостояние общества в целом.

Теория эффективной структуры (*efficient structure theory*) — теория, предполагающая, что банки, работающие с высокой эффективностью, захватывают большую долю рынка и являются более прибыльными.

Теория «срастания» (*capture theory*) — теория, предполагающая, что объекты регулирования (а не общество в целом) получают выгоду от регулирования. При этом органы надзора частично «срастаются» с регулируемым бизнесом.

Техническая неэффективность (*technical inefficiency*) — производство товара или услуги при долгосрочных средних общих издержках, превышающих минимальный уровень.

Техническая эффективность (*technical efficiency*) — производство товара или услуги при минимальных долгосрочных средних общих издержках.

Универсальная банковская деятельность (*universal banking*) — способность банков предлагать практически неограниченное число услуг финансового характера.

Чистые потери от банковского монополизма (*deadweight loss due to bank monopoly*) — излишек (дополнительная выгода) для потребителя, который имеет место в условиях

конкуренции. При монопольном банковском рынке потребители не получают дополнительных доходов, которые не перераспределяются между вкладчиками банков.

Эффект от диверсификации (*economies of scope, or scope economies*) — ситуация, в которой банк способен снизить издержки за счет диверсификации портфеля ценных бумаг, предлагаемых к продаже, и предоставляемых им услуг.

Эффект от масштаба (*economies of scale, or scale economies*) — уменьшение средних издержек с ростом размера банка.

Эффект перераспределения вследствие банковской монополии (*redistribution effect due to bank monopoly*) — в монопольной банковской системе потребительский излишек, который получали бы потребители при совершенной конкуренции, присваивается банками в виде их прибыли.

Эффективность рынка (*market performance*) — степень достижения эффективности распределения ресурсов и технической эффективности на рынках банковских услуг.

Вопросы для самопроверки

1. Если мы оцениваем услуги банка как общий объем выданных банком ссуд, то какую методику оценки будем использовать? Допустим, что мы используем данный подход для оценки услуг двух банков, один из которых имеет 500 млн. долл. в ссудах, а другой — 750 млн. долл. В свете последних фактов по данному вопросу, смогут ли оба банка достигнуть эффекта от масштаба? Ответ объясните.
2. Будет ли возможным отрицательный эффект от масштаба для банка, учитывая лишь его общий размер, даже если его отдельные филиалы достигли оптимального размера? Почему да или нет?
3. Предположим, что органы регулирования банковской деятельности разрешают слияние двух банков в целях повышения эффективности рынка. Они видят, что, хотя спрос на кредит на рынке остается неизменным, объем банковского кредитования уменьшается, рыночная процентная ставка растет и долгосрочные средние общие издержки нового банка ниже, чем у банков до слияния. Достигли ли регулирующие органы своей цели?
4. Сравните и отметьте основные положения двух теорий — модели «структуры—поведения—эффективности» и теории эффективной структуры — о зависимости между структурой банка и его эффективностью. Какая из них уделяет большее внимание аллокационной эффективности, чем технической, и наоборот? Аргументируйте свой ответ.
5. Как могут более высокие требования к размеру капитала банка увеличить риск его банкротства?

Задачи

11-1. Рассмотрим следующую ситуацию. Недавно в результате слияния двух банков в городе Мидуэст-Джанкшен образовался единственный банк, выдающий ссуды. До и после слияния банков постоянные предельные банковские издержки равнялись 0,06 на доллар ссуды. До слияния рыночная процентная ставка по ссудам была 6% и равновесный объем кредитования составлял 200 млн. долл. После слияния банков ставка возросла до 9% и объем ссуд кредитования образованного банка стал 100 млн. долл. Графики рыночного спроса на кредит и предельного дохода в Мидуэст-Джанкшен представлены прямыми и после слияния банков остались неизменными. Используйте эту информацию для ответа на следующие вопросы.

а) Какую экономическую прибыль получили два банка в Мидуэст-Джанкшен до их слияния?

б) Какого размера был излишек для потребителя до слияния банков? (*Подсказка*: У вас достаточно информации для нахождения отрезка на вертикальной оси, отсекаемого гра-

фиком рыночного спроса на кредит, и тот факт, что график спроса на кредит является прямой, означает, что величина излишка для потребителя будет представлена площадью треугольника.)

в) Какую экономическую прибыль получает каждый банк после слияния?

г) Явилось ли слияние банков причиной чистого убытка для города Мидуэст-Джанкшен? Если да, то каков размер убытка? (*Подсказка*: Поскольку графики спроса на кредит и предельного дохода являются прямыми, то чистый убыток представлен площадью треугольника.)

д) Какого размера излишек для потребителя получают заемщики из Мидуэст-Джанкшен после слияния банков?

11-2. Предположим, что график долгосрочных средних общих издержек для каждого банка в банковской системе с общим объемом кредитования 100 млрд. долл. равномерно растет при объеме выданных ссуд от 0 до 50 млн. долл., но резко «взлетает» вверх при большем объеме ссуд. Допуская, что общий объем кредитования в банковской системе постоянен, каково *минимальное число* банков будет в данной отрасли при условии, что каждый банк достигает эффекта от масштаба?

11-3. Банк-монополист несет постоянные предельные издержки в 0,10 долл. на доллар выданных ссуд. Когда предельный доход, получаемый им от кредитования, равен 0,10 долл. в расчете на доллар ссуд, то банк выдает ссуды на сумму в 200 млн. долл. и устанавливает процентную ставку в размере 20%. Если бы он должен был установить процентную ставку на уровне 10%, то он смог бы ссудить 400 млн. долл. График спроса на кредит и график предельного дохода банка представлены прямыми.

а) Какую экономическую прибыль получает банк?

б) Каков размер чистых потерь от монополизации данного рынка? (*Подсказка*: Используйте тот факт, что график спроса на кредит имеет форму прямой, так что чистый убыток равен площади треугольника.)

11-4. Предположим, что в соответствии с новыми нормативами отношение собственного капитала к общим активам банка должно составлять 0,05. В настоящее время собственный капитал банка равен 10 млн. долл. и сумма активов — 250 млн. долл. Каким образом банк может добиться соответствия новым нормативам капитала? (Приведите конкретные изменения на балансовом отчете.)

11-5. Органы регулирования банковской деятельности создали условия, при которых *Southeastern Township Bank* становится монополистом на местном рынке ссудных капиталов. Банк обнаруживает, что если он установит процентную ставку по ссудам в размере 10%, то кредиты у него никто брать не будет. Чтобы максимизировать прибыль от кредитования, в виде ссуд он предоставит 20 млн. долл. и установит процентную ставку в 6%. График спроса на кредит и график предельного дохода представлены прямыми, и предельные издержки банка постоянны и равны 0,02 долл. в расчете на доллар выданных ссуд.

а) Какова максимально возможная прибыль *Southeastern Township Bank*?

б) Если *Southeastern Township Bank* максимизирует прибыль, то каков размер излишка для потребителя на местном рынке ссудных капиталов?

в) Если *Southeastern Township Bank* максимизирует прибыль, то каковы будут чистые потери от монопольного положения банка на местном рынке ссудных капиталов?

г) Предположим теперь, что органы регулирования банковской деятельности потребовали от *Southeastern Township Bank*, чтобы банк выдавал ссуды на условиях, соответствующих условиям кредитования при совершенной конкуренции. Насколько в таком случае увеличился бы объем банковского кредитования в стоимостном выражении?

д) Используя ситуацию, описанную в пункте (г) задачи, ответьте, какой будет величина излишка для потребителей на данном рынке?

Рекомендуемая литература

Berger Allen, Humphrey David, Measurement and Efficiency Issues in Commercial Banking, Finance and Discussion Series no. 151. — Board of Governors of the Federal Reserve System, December 1990.

Clark Jeffrey, Economies of Scale and Scope at Depository Financial Institutions: A Review of the Literature. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 73 (8), September/October 1988, pp. 16—33.

Craven B. M., Thompson R. S., Monopoly Welfare Losses in U.S. Banking: Comment. — Journal of Monetary Economics, 14 (1), July 1984, pp. 123—126.

Dixon Rob, Banking in Europe: The Single Market. — London: Routledge, 1991.

Evanoff Douglas, Branch Banking and Service Accessibility. — Journal of Money, Credit, and Banking, 20 (2), May 1988, pp. 191—202.

Gilbert R. Alton, Bank Market Structure and Competition: A Survey. — Journal of Money, Credit, and Banking, 16 (4), November 1984, part 2, pp. 617—644.

Huertas Thomas, Can Banking and Commerce Mix. — Cato Journal, 7 (3), Winter 1988, pp. 743—769.

Humphrey David, Why Do Estimates of Bank Scale Economies Differ? — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 76 (5), September/October 1990, pp. 38—50.

Keeley Michael, Furlong Frederick, A Reexamination of Mean-Variance Analysis of Bank Capital Regulation. — Journal of Banking and Finance, 14 (1), March 1990, pp. 69—84.

Koehn Michael, Santomero Anthony, Regulation of Bank Capital and Portfolio Risk. — Journal of Finance, 35 (5), December 1980, pp. 1235—1250.

Langohr Herwig, Santomero Anthony, The Extent of Equity Investment by European Banks. — Journal of Money, Credit, and Banking, 17 (3), May 1985, pp. 243—252.

Mengle David, The Case for Interstate Branch Banking. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 76 (6), November/December 1990, pp. 3—17.

Morris Charles, The Competitive Effects of Interstate Banking. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review* 69 (9), November 1984, pp. 3—16.

Peltzman Sam, Towards a More General Theory of Regulation. — Journal of Law and Economics, 19 (2), August 1976, pp. 211—240.

Posner Richard A., Theories of Economic Regulation. — Bell Journal of Economics, 5 (2), Autumn 1974, pp. 335—358.

Rhoades Stephen, Structure-Performance Studies in Banking: An Updated Summary and Evaluation, Staff Study no. 119. — Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington (D.C.), August 1982.

Rhoades Stephen, Welfare Loss, Redistribution Effect, and Restriction of Output Due to Monopoly in Banking. — Journal of Monetary Economics, 9 (1), January 1982, pp. 375—387.

Santomero Anthony, European Banking Post-1992: Lessons from the United States", in: European Banking in the 1990s, ed. Jean Dermine. — Oxford: Basil Blackwell, 1990.

Smirlock Michael, Evidence on the (Non) Relationship between Concentration and Profitability in Banking. — Journal of Money, Credit, and Banking, 17 (1), February 1985, pp. 69—83.

Stigler George, Theory of Regulation. — Bell Journal of Economics, 2 (1), Spring 1971, pp. 3—21.

Wolken John, Geographic Market Delineation: A Review of the Literature, Staff Study no. 140. — Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington (D.C.), October 1984.

Глава 12

Страхование депозитов: прошлое, настоящее и будущее

Основные проблемы

1. Каковы цели федерального страхования депозитов?
2. Какова структура системы федерального страхования депозитов в США?
3. Какие преимущества дает обществу страхование депозитов на федеральном уровне?
4. Почему у современных финансовых учреждений существует стимул для повышения уровня риска операций?
5. Как правление банка может увеличить рискованность его операций?
6. Каковы ключевые проблемы современной системы федерального страхования депозитов?
7. Каким образом система федерального страхования депозитов может быть реформирована в ближайшем будущем?

Дерегулирование банковской деятельности в 1980-е годы было выгодно и депозитным учреждениям, и их клиентам. С одной стороны, такое дерегулирование усилило конкуренцию и американские финансовые учреждения стали больше беспокоиться о снижении издержек, связанных с оказанием финансовых услуг. С другой стороны, ослабление ограничений деятельности финансовых учреждений сделало возможность их банкротства более реальной, с чем и столкнулись многие из них.

Сберегательная отрасль находится в кризисном состоянии с середины 1980-х годов, и возможно, что кризис продлится и в дальнейшем, как мы увидим из следующей главы. К тому же число банкротств коммерческих банков возросло критически, т. е. настолько, что многие наблюдатели спрашивают, не время ли заново пересмотреть систему регулирования деятельности финансовых учреждений и обеспечение более высокой эффективности заменить достижением большей устойчивости. В данной главе мы исследуем систему, призванную обеспечить устойчивость финансовых учреждений, — федеральное страхование депозитов.

Цели и структура системы федерального страхования депозитов

В США традиционно опасаются большого бизнеса в общем и крупных банков в частности. Это опасение однажды выразил Томас Джефферсон в письме Элбриджу Герри (Gerry): «Банки опаснее, чем готовые к бою армии». Именно с этой точки зрения лучше всего можно понять функции регулирующих органов, которые были рассмотрены в главе 10.

Поскольку многие американцы всегда относились к банкам с недоверием, Конгресс ввел большое число ограничений на их деятельность, которые мы обсуждали в главах 10 и 11. К тому же Конгресс установил другие гаранты стабильности финансовой системы. Возможно, наиболее важным из них является современная система федерального страхования депозитов.

ИСТОРИЯ РАЗВИТИЯ ФЕДЕРАЛЬНОГО СТРАХОВАНИЯ ДЕПОЗИТОВ

Государство уже достаточно длительное время участвовало в страховании депозитов в США. Первоначально государственное страхование депозитов проводилось на уровне штатов, и восходит оно к началу XIX в. Роль федерального правительства в качестве страховщика депозитов имеет довольно недолгую историю.

В различные периоды истории государство учреждало страховые фонды для уменьшения вероятности того, что в условиях кризиса ликвидности банков их вкладчики поддадутся панике и начнут масштабные изъятия средств из банков, а также для предотвращения массовых банкротств банков. Часто, однако, страховые фонды штатов страдали от ситуации, которую экономисты назвали **проблемой неблагоприятного выбора** (*adverse selection problem*). В некоторых штатах система страхования депозитов была построена на добровольной основе и банкам разрешалось выйти из нее в любое время и изъять свои вклады из страхового фонда. К сожалению, в результате этого в страховых фондах участвовали только банки, близкие к банкротству. Поскольку вероятность банкротства этих банков была велика, они принимали решение об участии в страховых фондах (их выбор был неблагоприятным с точки зрения интересов указанных фондов), пытаясь поправить свое бедственное положение. Устойчивые банки, наоборот, не имели причин для участия в страховых фондах. В то время как отдельные страховые фонды штатов смогли избежать проблемы неблагоприятного выбора, большинство из них потерпели крах и были неспособны остановить «набеги» вкладчиков на банки.

В 1933 г. в связи с самыми масштабными «набегами» вкладчиков на банки за всю историю США федеральное правительство впервые вмешалось в систему страхования депозитов, когда Конгресс создал Федеральную корпорацию страхования депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC) для страхования депозитов коммерческих банков. Год спустя, в 1934 г., Конгресс уполномочил создание Федеральной корпорации страхования ссудо-сберегательных ассоциаций (Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC) для страхования депозитов в ссудо-сберегательных ассоциациях и взаимно-сберегательных банках (mutual savings banks). В 1971 г. был создан Национальный фонд страхования паевых счетов кредитных союзов (National Credit Union Share Insurance Fund, NCUSIF) для страхования счетов в кредитных союзах.

Как отмечалось в главе 10, Конгресс внес основные изменения организационной структуры системы федерального страхования депозитов в Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении 1989 г. Среди важнейших из них было упразднение FSLIC и переход всей полноты ответственности за систему федерального страхования депозитов к FDIC. Возможность дальнейших изменений системы страхования депозитов не исключается и в 1990-е годы.

ЦЕЛИ ФЕДЕРАЛЬНОГО СТРАХОВАНИЯ ДЕПОЗИТОВ

Основные цели федерального страхования депозитов: 1) защита сберегательных и трансакционных счетов мелких вкладчиков; 2) стабилизация банковской системы.

Традиционно сторонники федерального страхования депозитов утверждали (и Конгресс с ними соглашался), что предоставление гарантий возврата депозитов мелким вкладчикам является справедливым, так как расходы на информацию о платежеспособности финансового учреждения у мелких вкладчиков гораздо выше, чем у крупных. Обладая недостаточной информацией, мелкие вкладчики стремятся побыстрее вернуть свои банковские вклады, порой независимо от финансового состояния последних. Таким образом, считают сторонники федерального страхования депозитов, государственное страхование мелких вкладчиков выгодно в социальном плане, поскольку оно уменьшает вероятность дестабилизирующих банковскую систему «набегов» вкладчиков на банки.

Сходство паники 33 г. н. э. и 1907 г.

Одни из самых масштабных «набегов» вкладчиков на банки имели место в США в конце XIX — начале XX в. и в 1930-е годы, они дали толчок созданию федерального страхования депозитов. Самым известным банковским кризисом в США является паника 1907 г. Однако такие ситуации возникали и тогда, когда сами банки только появились.

Действительно «классический» банковский кризис

В 33 году н. э. в Римской империи произошла массовая банковская паника. В Риме ходили слухи, что александрийская фирма *Seuthes and Son*, потерявшая три корабля со специями из-за урагана в Красном море и понесшая значительные убытки в караванной торговле в Эфиопии, была на грани банкротства. Вскоре после этого хорошо известная фирма *Malchus and Co* из Тира, отделения которой также были расположены в Антиохии и Эфесе, стала банкротом вследствие забастовки ее финикийских служащих и обмана управляющего, пользовавшегося доверием владельцев фирмы. Затем римлянам стало известно, что банковский дом Квинта Максима и Люция Вибо участвовал в кредитовании обеих фирм. Вкладчики устремились в этот банк за своими деньгами. Затем паника перекинулась на более крупный банк братьев Петти, когда его вкладчики узнали, что он заключил несколько крупных сделок с банком Максима и Вибо.

Целый ряд совпадений привел к тому, что этот отдельный инцидент приобрел серьезный характер. Банк братьев Петти совершенно случайно оказался без достаточной суммы наличности, поскольку он обладал довольно большим количеством ценных бумаг, выпущенных Бельгией, чьи полуцивилизованные граждане взбунтовались незадолго до описываемых событий. Хотя банк Максима и Вибо закрылся первым, банк братьев Петти прекратил функционировать в тот же день. К тому же недавно римский сенат принял закон, за неисполнение которого предусматривались большие штрафы, требовавший, чтобы каждый сенатор треть своего капитала инвестировал в землю Италии. В результате сенаторы были вынуждены потребовать возвращения выданных ими ссуд и снять средства со счетов в римских банках как раз в тот момент, когда банки Максима и Вибо и братьев Петти терпели крах. В это время из Коринфа и Карфагена пришли вести о случаях банкротства банков в тех местах. Паника охватила римскую улицу Виа-Сакра — римский эквивалент Уолл-стрит. В конце концов все банковские дома Рима закрылись.

Вскоре паника могла захлестнуть всю империю. Гракх — претор Рима (главное должностное лицо) обратился к римскому сенату за помощью, а тот послал быстрого гонца к императору Тиберию, который отдыхал на Капри. Спустя четыре дня гонца встречала толпа римских сенаторов, граждан и рабов, которые все как один собрались в римском Форуме, дабы заслушать письмо императора. Тиберий приказал выделить 100 млн. сестерциев (римская денежная единица) из имперской казны надежным банкирам, которые должны были ссужать средства нуждающимся должникам без выплаты процентов в течение трех лет. Он также отменил указ, принуждающий сенаторов вкладывать деньги в землю Италии. Через несколько дней паника в Риме, Карфагене и Коринфе закончилась и деловая деятельность на Виа-Сакра возобновилась, как обычно.

1907 г. или повторный виток истории

Как и банковская паника в Риме в 33 г. н. э. у банковской паники октября 1907 г. была не одна причина. Тем не менее основным фактором явилась чрезмерная спекуляция акциями меднодобывающих, горнодобывающих и железнодорожных компаний трастами с Уолл-стрит, т. е. объединениями, которые занимались не вполне профессионально совершением сделок в коммерческой и финансовой сферах. В частности, *Knickerbocker Trust* попытался скупить с целью спекуляции акции *United Copper*, но этот план провалился, поскольку его собственные акции упали на 35 пунктов всего лишь за два часа. Крах акций *Knickerbocker Trust* зародил опасения, что вслед за

ним могут последовать другие трасты, оправдывая прогноз, который привел к «обрушению» цен на акции на Уолл-стрит. Ситуацию ухудшило недавнее выступление президента Теодора Рузвельта, в котором он атаковал «преступников, аккумулировавших огромные средства», и в котором содержался недвусмысленный намек о нежелании Вашингтона прийти на помощь трастам в случае возможной паники, которая как раз набирала обороты.

Срочные телеграммы со свежими новостями о степени распространения кризиса приходили на Уолл-стрит, 23, в центр банковской империи Дж. Пирпонта Моргана. Семидесятилетний Дж. П. Морган, как и император Тиберий, отсутствовал в это время — главный «преступник, аккумулировавший огромные средства», был светским делегатом, посещавшим епископский съезд в Ричмонде (штат Вирджиния). Главный офис быстро сообщил ему о происходящем, и он поспешил назад в Нью-Йорк, где встретился с другими банкирами и министром финансов США Джорджем Б. Кортелю (Cortelyou) в манхэттенском отеле. Спустя сутки Дж. Кортелю, следуя примеру Тиберия, доверил Дж. П. Моргану 25 млн. долл. федеральных средств для предоставления ссуд трастам.

В отличие от ситуации в Древнем Риме это не приостановило панику. После того как Дж. П. Морган отказался принять управляющего *Knickerbocker Trust*, тот застрелился, что послужило причиной ряда самоубийств среди вкладчиков этого траста. В течение двух недель вкладчики стояли лагерем на Уолл-стрит, ожидая повторного открытия банков. Полиция Нью-Йорка распределяла номера между людьми, некоторые вкладчики платили, чтобы сохранить место в очереди. В то время как более 50 брокерских фирм были на грани банкротства, Дж. П. Морган, в распоряжении которого было лишь несколько минут, собрал с президентов банков по всему Нью-Йорку еще 25 млн. долл. Дж. П. Морган немедленно послал курьеров в операционный зал биржи, где огромная толпа, напоминающая Виа-Сакра 33 г. н. э., выжидала. После объявления раздался гром оваций в честь Дж. П. Моргана, который он мог слышать в здании своего банка напротив.

Но усилия Дж. П. Моргана не были исчерпаны. На следующей неделе он нашел еще 30 млн. долл. для Нью-Йорка, который не мог получить обещанные средства от европейских инвесторов, не уверенных, что паника уже закончилась. Личный доктор Дж. П. Моргана беспокоился о его здоровье, заставляя его курить *всего лишь* 20 сигар в день. В перерывах между встречами, ставкой которых были миллионы долларов, Дж. П. Морган с полчаса дремал и, находясь в самом центре кризиса, умудрился выйти из него богаче, чем когда-либо. В качестве платы за спасение американской финансовой системы от полного краха Дж. П. Морган получил одобрение Теодора Рузвельта на поглощение *Tennessee Steel* своей дочерней компанией и создание *U.S. Steel*. Рузвельт согласился на это, смотря сквозь пальцы на очевидное нарушение положений его собственного детища — нового антитрестовского законодательства США.

Источники: Calomiris Charles, Deposit Insurance: Lessons from the Record. —Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspective*, 13 (3), May/June 1989, pp. 10—30; *Chernow Ron*, The House of Morgan. — New York: Atlantic Monthly Press, 1990, chap. 7.

К тому же расходы на информацию единого федерального страхового агентства, вероятно, будут меньше, чем общие расходы множества мелких вкладчиков. Следовательно, рынки депозитов становятся более эффективными в силу федерального страхования депозитов, как полагают его сторонники, так как уменьшаются расходы общества на информацию.

Таким образом, завершая данный ряд аргументов, отметим, что федеральное страхование депозитов приводит к общественной выгоде, уменьшая вероятность «набегов» вкладчиков на банки. При этом банки могут выполнять функции хранения депозитов, финансового посредничества и осуществления платежей.

СТРУКТУРА СИСТЕМЫ ФЕДЕРАЛЬНОГО СТРАХОВАНИЯ ДЕПОЗИТОВ

Несмотря на некоторые организационные перемены в 1989 г., структура системы федерального страхования депозитов в основном не претерпела значительных измене-

ний со времени ее создания в 1930-е годы. Банки и большинство сберегательных учреждений платят страховые премии страхующим их агентствам. Эти премии идут в страховые фонды FDIC. В настоящее время коммерческие банки, ссудо-сберегательные ассоциации и сберегательные банки платят FDIC по ставке 0,23% за каждый доллар страхуемых депозитов.

Федеральные кредитные союзы страхуются Национальным фондом страхования паевых счетов кредитных союзов, надзор за которым осуществляет Национальное управление кредитных союзов (National Credit Union Administration, NCUA). Схема деятельности этого фонда отлична от других страховых фондов. Вместо ежегодной выплаты страховых премий NCUA обязало кредитные союзы депонировать 1% их депозитов в этом фонде.

Успехи и недостатки федерального страхования депозитов

В последнее время экономисты, регулирующие органы и конгрессмены выражали свое недовольство неадекватностью системы федерального страхования депозитов. Однако два десятилетия все они называли страхование депозитов ключевым элементом финансовой системы США. Действительно, Конгресс был настолько уверен в полезности страхования депозитов, что увеличил лимит страхования (coverage limit) с 40 000 до 100 000 долл. Что было причиной недавнего оптимизма? Каковы мотивы пессимизма последнего времени? Мы попытаемся поочередно найти ответы на эти вопросы.

УСПЕХИ СИСТЕМЫ ФЕДЕРАЛЬНОГО СТРАХОВАНИЯ ДЕПОЗИТОВ

С 1934 г. и до конца 1970-х годов наблюдатели в основном отмечали успехи системы федерального страхования депозитов. Банковские паники в США имели место в 1837, 1857, 1893, 1907 гг. и в период 1929—1933 гг., но с введением федерального страхования депозитов казалось, что такие ситуации остались лишь плохим воспоминанием, которое вряд ли может повториться. Действительно, в период с 1943 по 1975 г. число банкротств застрахованных коммерческих банков каждый год редко достигало двухзначной цифры, даже когда количество застрахованных коммерческих банков постоянно превышало 13 000. Подобным образом, число банкротств застрахованных сберегательных учреждений редко превышало десять случаев в год, при том что общее количество застрахованных учреждений колебалось в диапазоне от 2500 до приблизительно 4000.

В течение первых двух десятилетий убытки, которые несли федеральные страховые фонды, были чрезвычайно низкими. Ежегодные убытки FDIC составляли не более 0,01 цента на доллар депозитов всех застрахованных банков в период с 1940 по 1980 г., а FSLIC не теряла более 0,02 цента на доллар (за исключением одного года) в период с 1942 по 1980 г. Фактически в течение многих лет убытки были настолько мизерными, что FDIC и FSLIC предоставляли скидки по страховым премиям, которые платили банки и сберегательные учреждения, подобно тому, как это делают частные страховые компании, когда убытки меньше ожидаемых.

Короче говоря, вплоть до начала 1980-х годов система федерального страхования депозитов казалась большим успехом в социально-экономическом инжиниринге. Введение страхования депозитов прекратило «набеги» вкладчиков на банки и, как казалось многим, вместе с разумным государственным регулированием уменьшило даже саму вероятность значительного числа банкротств отдельных депозитных учреждений.

НЕДОСТАТКИ СИСТЕМЫ ФЕДЕРАЛЬНОГО СТРАХОВАНИЯ ДЕПОЗИТОВ

К сожалению, сама организационная структура агентств, занимающихся страхованием депозитов, имела значительные недостатки. Во-первых, Конгресс установил относитель-

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Кто фактически выплачивает премию по страхованию депозитов?

Премии по страхованию депозитов FDIC устанавливаются относительно страхуемых депозитов в банках и сберегательных учреждениях. FDIC использует эти премии для пополнения своего Фонда банковского страхования (Bank Insurance Fund, BIF) и Фонда страхования сберегательных ассоциаций (Savings Association Insurance Fund, SAIF). В соответствии с положениями Закона о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении 1989 г. в начале 1990-х годов FDIC значительно увеличила ставки страховой премии, выплачиваемой банками и сберегательными учреждениями по страхованию депозитов на федеральном уровне.

Естественно, сами банки и сберегательные учреждения выписывают чеки на выплату страховой премии, но важный экономический вопрос заключается в том, какую долю этой премии фактически выплачивают депозитные учреждения. С точки зрения депозитных учреждений и их клиентов страховая премия, в сущности, представляет собой *налог*, который используется FDIC для предоставления государственных услуг, т. е. депозитного страхования. Следовательно, повышение премии по страхованию депозитов аналогично, по сути, увеличению налога на продукт (товар или услугу), производимый данной отраслью.

Экономическое содержание премии по страхованию депозитов

Чтобы наглядно проиллюстрировать вышесказанное, рассмотрим рис. 12-1, на котором представлены альтернативные состояния равновесия на рынке банковских чековых депозитов, и используем теорию, развитую в главе 8. Напомним, что для каждого депозитного учреждения чистый предельный доход по депозитам в основной модели конкурентной банковской системы был равен $r_L - MC_D - MC_L$, где r_L предоставляет превалирующую рыночную процентную ставку по банковским ссудам, MC_D — предельные факторные затраты на хранение депозитов и MC_L — предельные факторные затраты на кредитование. Для каждого депозитного учреждения график чистого предельного дохода можно представить в виде имеющего отрицательный наклон графика *спроса на депозиты*. Напомним из главы 8, что можно суммировать эти графики по горизонтали для всех депозитных учреждений на рынке для получения исходных графиков рыночного спроса на депозиты, обозначенных на рис. 12-1*А* и 12-1*Б* как D_0^d. Альтернативные графики рыночного предложения депозитов для небанковского сектора обозначены D_0^s, и на обоих рисунках показаны одинаковые равновесная ставка по депозитам (r_D^0) и равновесный объем депозитов (D_0). Основная разница между рис. *А* и *Б*, на которой мы остановимся ниже, — это наклон графика предложения депозитов небанковским сектором.

Если FDIC устанавливает, что помимо несения нормальных предельных факторных затрат на хранение депозитов и кредитование банкам и сберегательным учреждениям также необходимо платить премию по страхованию депозитов, обозначенную p и измеряемую в расчете на каждый доллар депозитов, тогда чистый предельный доход каждого депозитного учреждения по вкладам уменьшается на эту величину p, т. е. новый чистый предельный доход равен $r_L - MC_D - MC_L - p$ для каждого депозитного учреждения. Это значит, что график спроса на депозиты каждого депозитного учреждения *смещается вниз* на расстояние p по вертикали, которое представляет собой величину премии по страхованию депозитов. Поскольку график рыночного спроса на депозиты является суммой по горизонтали графиков совокупного спроса банков и сберегательных учреждений, он должен сместиться вниз на ту же самую величину p (рис. 12-1).

Кто является плательщиком премии по страхованию депозитов?

Отметим, что график предложения депозитов небанковским сектором на рис. 12-1*А* имеет больший угол наклона, чем на рис. 12-1*Б*. Хотя *эластичность предложения депозитов по проценту* (*interest elasticity of deposit supply*) различна вдоль графика предложения депозитов, можно сделать вывод, что на рис. 12-1*А* предложение депозитов менее эластично, чем на рис. 12-1*Б* для рассматриваемых процентных ставок.

На рис. 12-1*А* мы видим, что требование к депозитным учреждениям выплатить

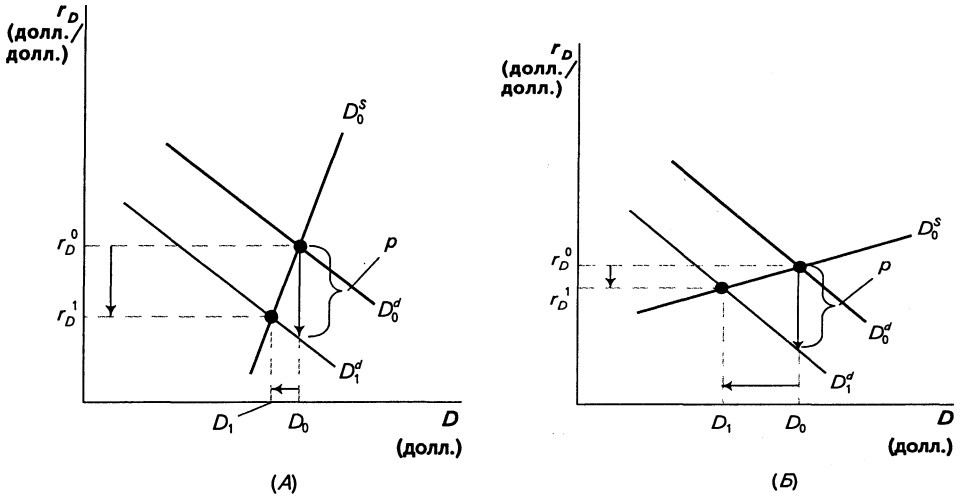


Рис. 12-1

Возможные эффекты от повышения премии по страхованию депозитов. На рис. *А* и *Б* исходное состояние равновесия возникает при процентной ставке по депозитам r_D^0 и при равновесном объеме депозитов D_0. На рис. *А*, однако, график предложения депозитов небанковским сектором имеет больший угол наклона в окрестностях точки равновесия, чем на рис. *Б*. Это означает, что для процентных ставок по депозитам в окрестностях точки равновесия предложение депозитов на рис. *А* сравнительно более эластично по проценту, чем на рис. *Б*.

Когда страховая премия увеличивается на *p*, то спрос на депозиты смещается вниз на данную величину. Поскольку предложение депозитов на рис. *А* сравнительно неэластично по проценту, равновесная процентная ставка по депозитам уменьшается приблизительно на ту же величину *p*; это значит, что домашние хозяйства и фирмы, в сущности, оплачивают большую долю повышения ставки страховой премии за счет снижения процентов, начисляемых по вкладам. В данном случае, однако, в результате повышения страховой премии имеет место небольшой отток средств.

Когда предложение депозитов небанковским сектором сравнительно эластично по проценту, как показано на рис. *Б*, равновесная процентная ставка сокращается на гораздо меньшую величину. Следовательно, практически весь прирост страховой премии придется выплачивать депозитным учреждениям. В этом случае равновесный объем депозитов сокращается гораздо в большей степени и отток средств будет более значительным.

премию по страхованию депозитов *p* приводит к падению процентной ставки как раз примерно на эту величину *p*. Следовательно, если предложение депозитов небанковским сектором сравнительно неэластично по проценту, то небанковскому сектору приходится платить львиную долю страховой премии, поскольку теперь банки начисляют им меньшие проценты по вкладам. Как и в случае введения налога государством на определенный товар, спрос на который неэластичен по цене, издержки, связанные с выплатой страховой премии, банки *переносят* на своих вкладчиков, которые несут на себе это бремя.

И наоборот, на рис. 12-1*Б* мы видим, что если предложение депозитов небанковским сектором сравнительно эластично по проценту (так, что относительно небольшие изменения начисляемых по вкладам процентов приводят к достаточно значительным изменениям объема депозитов банков и сберегательных учреждений), введение премии по страхованию депозитов *p* оказывает незначительное воздействие на равновесную процентную ставку по депозитам. В этом случае небанковский сектор выплатит довольно незначительную часть страховой премии, большую часть которой придется выплачивать депозитным учреждениям.

Значимость того, кто же платит основную часть страховой премии

Из рис. 12-1 ясно, что в общем и депозитным учреждениям, и их клиентам приходится участвовать в выплате страховой премии. Депозитные учреждения платят часть премии, относя ее на издержки, и небанковский сектор выплачивает часть премии за счет получения меньших процентов по вкладам.

К тому же из рис. 12-1 следует, что изменение равновесного *объема* депозитов на рынке с D_0 до D_1 также имеет отношение к вопросу, кто выплачивает страховую премию. На рис. 12-1*А* (поскольку небанковский сектор незначительно изменяет объем своих вкладов даже при относительно больших изменениях процентной ставки) снижение ставки по депозитам, приблизительно равное величине страховой премии, приводит к довольно небольшому уменьшению объема вкладов в банках и сберегательных учреждениях. И наоборот, на рис. 12-1*Б*, отражающем ситуацию, когда объем предложения депозитов небанковским сектором очень чувствителен к изменениям процентной ставки по вкладам, произойдет существенное сокращение равновесного объема депозитов, которые небанковский сектор готов хранить в депозитных учреждениях. Причиной этого стало снижение ставок по депозитам вследствие установления повышенного размера страховой премии.

Если бы графики на рис. 12-1*Б* были более приближены к реальной ситуации, чем на рис. 12-1*А*, то напрашивался вывод, что при установлении FDIC более высокого размера страховой премии небанковский сектор, скорее всего, не стал бы хранить свои средства в банках и сберегательных учреждениях. Для отрасли, которая и без того находится в неустойчивом положении (что мы обсудим ниже и в следующей главе), последствия такого оттока средств воистину могут стать разрушительными.

Что же произошло в результате значительного повышения FDIC размера страховой премии? Пока, кажется, общество оплачивает, по крайней мере, часть такого повышения. Действительно, когда FDIC увеличил размер страховой премии для коммерческих банков в 1990 и 1991 гг., некоторые банки установили специальные дополнительные сборы по депозитному страхованию, что в сущности привело к значительному сокращению чистого процентного дохода по вкладам. В общем просто были снижены процентные ставки по вкладам и увеличена плата за услуги. При этом наблюдался довольно значительный отток средств. Следовательно, существует мало доказательств того, что банки и сберегательные учреждения возьмут на себя все издержки, связанные с повышением страховой премии.

Источник: Raghavan Anita, Banks Pass Along U.S. Insurance Costs. — Wall Street Journal, May 13, 1991, p. B5B.

но низкие ставки страховой премии для отдельных депозитных учреждений. С 1933 по 1989 г. размер премии по страхованию депозитов составлял 0,083%. Банки и сберегательные учреждения обнаружили, что это была довольно небольшая цена за возможность использовать федеральное страхование в рекламных целях для привлечения вкладчиков. На самом деле утверждают, что некоторые депозитные учреждения, в сущности, субсидировались федеральными страховщиками.

Во-вторых, страховая премия одинакова для всех депозитных учреждений, независимо от рискованности их портфелей. Начиная с 1950-х годов страховые агентства (в соответствии с законодательством) взимали одинаковые премии со всех страхуемых депозитных учреждений независимо от типа учреждения и уровня риска.

К примеру, каждый застрахованный коммерческий банк или сберегательное учреждение вносит одинаковую сумму за страховую гарантию FDIC первых 100 000 долл. каждого срочного вклада в банке. Следовательно, банк в Фарго (штат Южная Дакота), который выдает практически все ссуды в данной местности, платит ту же ставку, что и крупнейший банк в Нью-Йорке, у которого миллиарды долларов вложены в неликвидные займы латиноамериканских стран. Подобным образом устойчивый сберегательный банк в Бостоне (штат Массачусетс) платит ту же страховую премию, что

и ссудо-сберегательная ассоциация в Хьюстоне (штат Техас), которая выдала многомиллионные кредиты строительным организациям, чьи проекты рухнули. Недостаток этой модели ценообразования в том, что страховая премия отдельного депозитного учреждения устанавливается, не взирая на вероятность его банкротства, рискованность его портфеля и возможных издержек для страховщика в случае банкротства.

Стимулы повышения уровня риска В силу этих двух недостатков (низкий уровень и одинаковый размер ставок страховой премии) в схеме страхования депозитов у правлений банков появляется стимул держать более доходные и, следовательно, более рискованные активы. Таким образом, ставка страховой премии искусственно занижена, что позволяет менеджерам учреждений привлекать вклады по цене ниже рыночной (поскольку вкладчики согласны и на меньшие проценты по застрахованным депозитам). Даже если портфель учреждения станет более рискованным, то размер страховой премии все равно не повысится. Следовательно, менеджеры депозитных учреждений могут повысить чистый процентный доход за счет использования застрахованных депозитов, привлекаемых по ценам ниже рыночных, для приобретения высокодоходных и рискованных активов. Прибыль от рискованных вложений получат менеджеры и акционеры депозитных учреждений, убытки ложатся на плечи страховщика.

Экономисты называют такую ситуацию **проблемой морального риска** (*moral hazard problem*) страхования депозитов. Государство, страхуя банковские депозиты, оказывает доверие управляющим банков. Оно исходит из соблюдения ими морально-этических норм, таким образом подвергая себя риску, что последние предпримут рискованные или даже мошеннические действия. При неэтичном поведении многих банков система федерального страхования депозитов подвергалась большому риску.

Регулирование как ответ на проблемы, связанные со страхованием депозитовДля преодоления недостатков, присущих отраслям финансовой деятельности и страхованию депозитов, в 1933 г. Конгресс действовал крайне осторожно при введении системы федерального страхования депозитов. Во избежание возникновения проблемы неблагоприятного выбора Конгресс не разрешил учреждениям, присоединившимся к этой системе, покидать ее в любое время. Конгресс также создал разветвленный федеральный аппарат регулирования. Он наделил FDIC и FSLIC значительными правами, возможностями воздействия на менеджеров депозитных учреждений, чтобы предотвратить возникновение проблемы морального риска. Кроме того, они получили право устанавливать более высокие требования к размеру капитала, вводить ограничения, проводить проверки, осуществлять надзор и принудительные меры.

Вскоре Конгресс создал структуру, которая предохраняла финансовую сферу от всех превратностей ожесточенной конкуренции. На смену рыночной дисциплине пришла дисциплина, основанная на контроле. Во многих отношениях эта система работала прекрасно. Практически ни один мелкий вкладчик не потерял ни цента застрахованных средств с зарождения федерального страхования депозитов. Тем не менее в последние годы число закрытых и обанкротившихся депозитных учреждений возросло до высот периода после Великой депрессии.

Банкротство депозитных учреждений и федеральное страхование депозитов

Возможно, за всю 60-летнюю историю своего существования система федерального страхования депозитов не подвергалась такому испытанию, как в середине 1980-х годов. Одни считают, что она успешно выдержала испытание, другие же полагают,

что это был просто провал. Давайте начнем с описания проблем, которые испытывала система страхования депозитов. Затем мы проанализируем, как она работает и насколько успешно.

РЕЗКИЙ РОСТ ЧИСЛА БАНКРОТСТВ ДЕПОЗИТНЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ

В 1941 г. банкротами оказались 13 сберегательных учреждений; с того времени и до 1980 г. ежегодное число банкротств достигало десяти всего лишь дважды. После 1980 г. сберегательная отрасль практически рухнула. В период с 1934 по 1983 г. из 890 банкротств организаций, застрахованных FSLIC, более половины произошло между 1980 и 1983 г. Темпы роста числа банкротств сохранились и в 1990-е годы. Вполне понятно, что кризис существенно повлиял на систему федерального страхования депозитов. В следующей главе мы остановимся на крахе сберегательной системы более подробно.

Положение коммерческих банков тоже было довольно шатким, особенно в конце 1980-х годов. Число банкротств банков значительно возросло в конце 1980-х — начале 1990-х годов. Рассмотрим следующие данные. С 1934 до 1942 г. были признаны банкротами 393 банка, т. е. примерно 44 банка в каждом году. Затем с 1943 по 1984 г. обанкротилось 362 банка, т. е. в среднем менее 9 банков в год — отсюда и широко приветствуемый «успех» программы федерального страхования депозитов. Затем с 1985 по 1991 г. обанкротилось 1065 коммерческих банков — в среднем 163 банка в год. Этот средний показатель за 1985—1991 гг. практически в *12 раз выше, чем аналогичный показатель за все предыдущие годы.*

В свете этих цифр в последнее время появилось много статей, в которых система депозитных учреждений сравнивалась с динозавром — гигантом на грани вымирания. Хотя существует много факторов, послуживших причиной такой ситуации, проблемы федерального страхования депозитов действительно носят фундаментальный характер. Сможет ли система федерального страхования депозитов справиться с возникшим кризисом? Или наоборот, именно она была одной из его причин? Стоит ли преобразовывать систему страхования или же следует вообще ее отменить? Эти вопросы мы рассмотрим в оставшихся разделах главы.

АНАЛИЗ СТРАХОВАНИЯ ДЕПОЗИТОВ

Здесь мы подойдем к страхованию депозитов критически. Сначала мы проанализируем основные проблемы, решению которых и должно служить страхование депозитов: проблемы ликвидности активов и недостатка информации о финансовом положении домашних хозяйств и фирм. Затем мы перечислим преимущества, которые приносит обществу страхование депозитов, и проблемы, возникающие для страховщика депозитов.

Основная проблема депозитных учреждений Депозитные учреждения принимают депозиты, обладающие большой степенью ликвидности, т. е. по требованию вкладчиков они обязаны вернуть в полном объеме суммы, находящиеся на текущих и других чековых счетах. Активы, которые приобретают депозитные учреждения, менее ликвидны. В такой ситуации они подвергаются определенному риску, а именно, что большое число вкладчиков требуют свои средства в одно и то же время, так что депозитное учреждение не сможет удовлетворить все требования.

Почему же депозитные учреждения сознательно готовы подвергаться такому риску ликвидности? Ответ состоит в том, что традиционная функция депозитных учреждений — брать на себя риск ликвидности от домашних хозяйств и фирм, естественно, за определенную плату.

Другими словами, основная причина проблемы ликвидности берет начало в самих домашних хозяйствах и фирмах. Рассмотрим модель, в которой:

1. Домашние хозяйства и фирмы подвергаются риску ликвидности.
2. Существует недостаток информации относительно риска определенных домашних хозяйств и фирм.
3. Вследствие пункта *2* риск ликвидности нельзя застраховать, т. е. частных страховых компаний, покрывающих такого рода риск, просто-напросто не существует: при отсутствии достаточной информации страховщики могут установить премии по страхованию депозитов на таком уровне, что у домашних хозяйств и фирм будет стимул принимать на себя риск ликвидности.

В такой системе домашние хозяйства и фирмы будут предпринимать меньше долгосрочных, неликвидных инвестиционных проектов, поскольку им придется нести дополнительный, незастрахованный риск. Здесь и появляются депозитные учреждения. Они предлагают договоры по вкладам, которые должны быть возвращены в полном объеме по требованию вкладчика; депозитные учреждения берут на себя риск ликвидности фирм, не занимающихся финансами, и делают они это за определенное вознаграждение. Хотя каждый от этого только выигрывает и, кроме того, обеспечивается экономический рост, здесь есть определенные недостатки. Иногда в банк поступает слишком много платежных требований, и депозитные учреждения становятся банкротами — вместе с домашними хозяйствами и фирмами.

Преимущества страхования депозитов для общества Мы установили, что при принятии таких высоколиквидных обязательств, как депозиты до востребования и сберегательные депозиты, банки и сберегательные учреждения берут на себя дополнительный риск ликвидности домашних хозяйств и фирм в надежде получить определенную прибыль. Но это просто переносит свойственную системе проблему недостатка информации о финансовой устойчивости с индивидов и фирм на депозитные учреждения. У индивидуальных вкладчиков отсутствует полная информация о том: 1) какова рискованность и ликвидность портфеля активов депозитного учреждения; 2) когда и в каком объеме другие вкладчики захотят вернуть свои вклады. Более того, депозитные учреждения обычно используют правило «кто первый пришел, того первым и обслужили» при выплате средств по депозитам.

Поскольку вкладчики знают, что не все из них вернут свои средства, большое значение имеет место, занятое в очереди, и «набеги» вкладчиков на банки вполне возможны. Отметим, что такие ситуации с точки зрения отдельного вкладчика выглядят вполне рационально. Однако существуют и социальные издержки: наплыв вкладчиков в неплатежеспособные организации может привести к подобной ситуации с платежеспособными учреждениями. И если обанкротится большое число банков, то общий объем кредитования — и, соответственно, денежная масса, так как депозиты до востребования и другие чековые депозиты являются частью денежной массы — значительно сократится. Это отрицательно скажется на экономической активности, таких ее показателях, как национальный доход, валовой национальный продукт и уровень занятости. И совсем иная ситуация складывается при введении системы федерального страхования депозитов.

Теперь проблемы возникают у страховщика Тем не менее проблема недостатка информации о конкретном учреждении остается. Теперь платежеспособность страхуемых учреждений будет волновать агентство федерального страхования депозитов. Поэтому расходы на сбор и оценку информации о положении депозитного учреждения ложатся на страховщика; эти расходы существуют независимо от того, обанкротится ли данное учреждение или нет. Если же это действительно произошло, то федеральное агентство по страхованию депозитов несет дополнительные расходы по погашению обязательств застрахованных вкладчиков.

Напомним вывод, сделанный ранее в этой главе: если страховщик депозитов не устанавливает цены на свои услуги в соответствии с риском, то у депозитных учреждений возникает стимул увеличить прибыли за счет принятия на себя дополнительного риска. Но на практике чрезвычайно сложно даже для федерального страховщика депозитов оценить рискованность страхуемых банков. Уровень риска застрахованного банка в принципе зависит от изменений потока будущих доходов банка, но нельзя с уверенностью определить последствия принятых банком управленческих решений. На практике агентства по страхованию депозитов оценивают рискованность банка на основе уровня колебаний его доходов прошлых периодов.

Структурные недостатки федерального страхования депозитов

Как мы показали в ретроспективе возникновения федерального страхования депозитов, Конгресс признавал необходимость создания структуры, регулирующей проблему морального риска, источником которой является страхование депозитов. Однако, несмотря на все усилия, Конгресс создал систему страхования депозитов с двумя основными структурными недостатками. Во-первых, настоящая система показала довольно плохую адаптацию к действиям депозитных учреждений (умышленных или неумышленных), связанных с повышением рискованности их операций. Во-вторых, система дала значительные полномочия регулирующим органам без гарантий того, что сами эти органы не будут принимать неверные решения.

КАК ДЕПОЗИТНЫЕ УЧРЕЖДЕНИЯ МОГУТ ПОВЫСИТЬ УРОВЕНЬ РИСКА

Напомним, что одинаковая для всех страховая премия служит стимулом для депозитных учреждений для проведения более рискованных операций. С одной стороны, если более высокий риск связан с более высокими доходами, учреждение может избежать включения в список «неблагополучных», что означает большее ограничение деятельности. С другой стороны, если учреждение неплатежеспособно и вскоре будет объявлено банкротом либо практически неплатежеспособно, у его правления появляется соблазн воспользоваться последней возможностью заработать и избежать банкротства. Если агентства по страхованию депозитов не объявляют неплатежеспособное учреждение банкротом, следовательно, они способствуют принятию более рискованных решений. Каким образом могут депозитные учреждения брать на себя больший риск?

Увеличение заемных средств Один из основных способов повышения риска заключается в росте заемных средств посредством уменьшения отношения собственного капитала к активам. Увеличить размер учреждения можно за счет привлечения заемных средств; кроме этого, рост можно финансировать посредством выпуска новых ценных бумаг и часть прибыли платить держателям акций в виде дивидендов вместо приобретения новых активов. Вдобавок существует так называемый **филиальный риск** (*affiliated-institution risk*). Такой риск имеет место, когда депозитное учреждение эмитирует долговые обязательства, гарантом которых служит капитал аффилиированных учреждений, которые обычно являются дочерними компаниями банковского холдинга. Это, по сути, позволяет депозитному учреждению расти без увеличения собственного капитала, но одновременно повышает риск, которому подвергается данное депозитное учреждение, поскольку от устойчивости дочерних компаний теперь будет зависеть финансовое положение всей компании.

Изменение структуры активов или пассивов Еще один способ, посредством которого фирма может подвергаться дополнительному риску (без изменения отношения собственного капитала к заемным средствам), — это повышение общего портфельного риска.

Это можно сделать, изменив структуру активов учреждения или структуру пассивов, используемых для финансирования активов. В главе 6 (рис. 6-1) показано, что начиная с 1960-х годов коммерческие банки изменили структуру своих активов, увеличив объем ссуд по отношению к ценным бумагам. В сущности, процент банковских средств, инвестированных в активы с высоким уровнем риска (ссуды), увеличился за счет активов с низким уровнем риска. В начале 1980-х годов доля активов коммерческих банков в виде наличности и ценных бумаг приблизительно составляла 36% от всех активов. К концу десятилетия эта величина была всего лишь 27%. Для сравнения: доля общих активов, используемых для предоставления ссуд, возросла с 54 до 61%.

Портфельный риск, кроме того, может возрасти за счет повышения кредитного риска для активов с высоким уровнем кредитного риска: банкиры могут заменить менее рискованные ссуды на более рискованные. Органы банковского надзора, действительно, в последнее время жалуются, что качество активов многих сберегательных учреждений и банков значительно ухудшилось. Особенно беспокоил рост ипотечных ссуд за счет сокращения объема торгово-промышленных ссуд. Торгово-промышленные ссуды традиционно были основными статьями банковских доходов, их объем значительно уменьшился в 1980-х — начале 1990-х годов, а объем ипотечных ссуд, наоборот, относительно вырос.

Уменьшение диверсификации портфеля Банкиры могут увеличить портфельный риск за счет уменьшения степени диверсификации портфеля. Считается, что банкротство *Continental Illinois Bank* в 1984 г. отчасти произошло вследствие того, что этот банк слишком сильно зависел от заимствований под высокий процент в качестве источника средств (вместо привлечения депозитов, которые обычно влекут меньшие издержки); в сущности, общий риск был увеличен за счет увеличения риска со стороны пассивов балансового отчета.

И последнее, общий портфельный риск может быть увеличен за счет несоответствия сроков погашения активов и пассивов — или несоответствия чувствительности активов и пассивов к изменениям процентных ставок. В настоящее время у учреждений, занимающихся привлечением депозитов, существуют стимулы по увеличению заемных средств в структуре активов, повышению портфельного риска или и того и другого, поскольку такая деятельность субсидируется страховщиками депозитов: FDIC, федеральным правительством и — в итоге — налогоплательщиками. Такое субсидирование тем не менее:

1. Придает застрахованным учреждениям большую конкурентоспособность по сравнению с незастрахованными учреждениями;
2. Стимулирует более высокие риски, чем в отсутствие таких субсидий.

Отметим, что если бы цены на страхование депозитов были установлены «соответственным» образом (т. е. отражали бы риск отдельных учреждений), то факторов *1* и *2* просто не существовало бы.

КАК РЕГУЛИРУЮЩИЕ ОРГАНЫ МОГУТ СПОСОБСТВОВАТЬ ОБОСТРЕНИЮ ПРОБЛЕМ

Когда Конгресс создал систему страхования депозитов и федеральный аппарат регулирования, он признавал, что не способен как крупный политический орган управлять созданной системой на микроуровне. Следовательно, большую часть этих полномочий Конгресс оставил органам, регулирующим деятельность банков и сберегательных учреждений. В соответствии с законом регулирующие органы обладают довольно большой степенью независимости, хотя действовать они должны в рамках закона.

Следовательно, органы, регулирующие деятельность депозитных учреждений, обладают правами — и соответствующей ответственностью — по оказанию воздействия на развитие ситуации в банковской и сберегательной отрасли. Это значит, что Конгресс

подвергает общество **нормативному риску** (*regulatory risk*), т. е. риску того, что регулирующие органы могут принимать неверные, как оказывается впоследствии, решения.

Для понимания значимости нормативного риска необходимо рассмотреть природу того огромного числа альтернатив, из которых регулирующие органы должны сделать выбор, повседневно принимая многие решения. Например, что делать, когда депозитное учреждение становится банкротом. Другой пример: как предотвратить депозитные учреждения от скатывания до той точки, когда банкротство становится неизбежным. Если такого рода случаи носят единичный характер, то это не так уж и страшно, но если решения должны приниматься в ситуации, когда число подобных случаев велико, то эти решения действительно важны.

Реакция регулирующих органов на банкротство депозитного учреждения Когда случается банкротство депозитного учреждения, у FDIC есть несколько альтернатив:

1. *Прямые выплаты вкладов.* В случае **прямых выплат вкладов** (*direct deposit payoff*) FDIC объявляет, что депозитное учреждение неплатежеспособно, выплачивает все долги вкладчикам и распродает активы депозитного учреждения. Если FDIC может продать активы на сумму, превышающую обязательства депозитного учреждения (*крайне* редкий случай), то она не несет убытков. В противном случае ей придется привлекать свои средства для покрытия убытков.
2. *Покупка и принятие на себя обязательств.* В случае **покупки и принятия на себя обязательств** (*purchase and assumption*) вместо закрытия и ликвидации депозитного учреждения FDIC осуществляет поглощение учреждения-банкрота другим учреждением, имеющим устойчивое положение. Последнее покупает большую часть активов обанкротившегося учреждения и принимает на себя ответственность по большинству непогашенных обязательств. Доля приобретаемых активов и обязательств устанавливается на переговорах с FDIC. Основное преимущество данного метода над прямой выплатой вкладов заключается в том, что он часто экономит FDIC много усилий, времени и денег. К тому же при этом учреждение-банкрот имеет возможность оставаться открытым, так что оно и в дальнейшем может предоставлять услуги своим вкладчикам.
3. *Косвенные выплаты.* Если принято решение о **косвенных выплатах** (*indirect payoff*), то FDIC устраивает так, что другое депозитное учреждение принимает только застрахованные вклады обанкротившегося учреждения. Незастрахованные вкладчики получают прямые выплаты своих средств от FDIC в сумме, которая, как считает FDIC, может быть получена от реализации активов учреждения. Данное решение, которое впервые было принято в 1984 г., позволяет учреждению-банкроту оставаться открытым, но обычно для FDIC обходится дороже, чем покупка и принятие на себя обязательств. Иногда оно используется, когда нет учреждения, готового пойти на слияние с учреждением-банкротом.
4. *Прямое финансирование.* FDIC обладает полномочиями в некоторых случаях осуществлять **прямое финансирование** (*direct assistance*) — выдавать прямые ссуды (часто совместно с Федеральной резервной системой) обанкротившемуся депозитному учреждению. В соответствии с законом FDIC может делать это только в случае, если учреждение-банкрот предоставляет «существенные» услуги обществу. На практике, однако, FDIC несколько расширила эти рамки, когда очень крупные банки, считающиеся «слишком крупными, чтобы обанкротиться», существуют на грани неплатежеспособности и закрытия. Такие банки обычно настолько крупные, что осуществить покупку и принятие на себя обязательств будет довольно сложно, а прямые или косвенные выплаты будут слишком дорогостоящими для страхового фонда FDIC.

В последнее время FDIC предпочитала не делать прямых выплат вкладов. Во многих случаях страховщики депозитов предпочитали рутину покупки и принятия на себя обязательств, косвенных выплат или прямого финансирования. В ретроспективе, как утверждают многие критики, решения о неосуществлении прямых выплат вкладов, хотя и направленные на благо общества, оказались не совсем правильными. Свойственные такой ситуации проблемы, по мнению этих наблюдателей, заключаются в том, что органы, осуществляющие страхование депозитов, могут быть слишком погружены в решение текущих проблем и не обращать должного внимания на долгосрочные последствия предпринятых действий.

К примеру, FDIC может прийти к решению, что наименее дорогим способом будет закрытие небольших банков при их банкротстве либо же предоставление прямого финансирования крупным банкам, поскольку они считаются «слишком крупными, чтобы обанкротиться». Помогая крупным банкам, позволяя им остаться на плаву и таким образом сберегая застрахованным вкладчикам время и нервы, которые им пришлось бы потратить в случае временного закрытия банка, FDIC может дать понять застрахованным вкладчикам небольших банков, что им следует перевести свои средства в более крупные депозитные учреждения. Более того, такие действия будут способствовать защите интересов незастрахованных вкладчиков, поощряя отдельные фирмы или индивидов хранить средства в крупных банках в ущерб их средним и мелким конкурентам. Долгосрочные последствия такого дифференцированного отношения к обанкротившимся банкам, как утверждают критики FDIC, может очень дорого стоить в будущем для банковской системы в целом, даже если они уменьшают краткосрочные убытки FDIC.

Недостатки системы учета и регулирования безопасности и надежности Регулирующие органы неумышленно могут не выполнять должным образом те обязанности, которые возложил на них Конгресс, т. е. осуществление аудита и общего надзора над деятельностью депозитных учреждений, и на первом месте стоит предотвращение их банкротств. Это комплексная задача известна как **регулирование безопасности и надежности** (*safety and soundness regulation*). Эта область в основном является прерогативой бухгалтеров и аудиторов, но также имеет важное значение для обеспечения жизнеспособности депозитных учреждений и устойчивости федеральной системы страхования депозитов.

Компетентность в регулировании безопасности и надежности органов надзора над деятельностью депозитных учреждений особенно часто подвергалась критике. С одной стороны, утверждают, что регулирующие органы неправильно оценивают стоимость активов и пассивов депозитных учреждений, страхуемых на федеральном уровне. Ошибочная оценка активов и пассивов, естественно, приводит к неправильным выводам о платежеспособности депозитных учреждений.

В защиту регулирующих органов следует заметить, что обычно трудно оценить состояние *любого* делового предприятия — независимо от того, является ли оно депозитным учреждением или нет, — поскольку система **общепринятых принципов бухгалтерского учета** (*generally accepted accounting principles, GAAP*) оценивает активы и пассивы по их исторической, а не текущей рыночной стоимости. Часто это приводит к переоценке текущей стоимости банковских активов — или капитала банка. К примеру, в начале 1991 г. рыночная стоимость акций 20 из 25 крупнейших коммерческих банков США была в два раза меньше соответствующей оценки на основе GAAP.

Критики утверждают, что регулирующие органы в прошлом только усложнили себе задачу, применив систему **регулируемых принципов учета** (*regulatory accounting principles, RAP*) для банков и сберегательных учреждений. Система RAP также использовала оценку по исторической, а не рыночной стоимости и предоставляла еще

меньше информации (для данного анализа), чем GAAP. Система RAP более либеральна при определении дохода и активов, т. е. она относила к доходам и активам некоторые статьи, которые GAAP не включала. Вследствие этого доходы и активы финансовых учреждений построены так, чтобы нарисовать менее мрачную картину финансовой ситуации, чем реальное положение дел. Например, в 1982 г., до определения природы кризиса сберегательных учреждений, чистые активы сберегательной отрасли по RAP составляли 3,69%, чистые активы по GAAP — всего лишь 2,9%, а чистые активы, рассчитанные в рыночных ценах, — *минус* 12,03% от общих активов!

Предложения по спасению системы страхования депозитов

Система страхования депозитов в США столкнулась с большими проблемами. Фонд банковского страхования FDIC в начале 1990-х годов испытывал недостаток кассовых резервов и к концу 1991 г. был практически истощен. В свете прогнозов о дефиците бюджета этого фонда в размере 20 млрд. долл. к 1995 г. Конгресс был вынужден изменить целевое назначение 70 млрд. долл. из средств государственного бюджета и направить их FDIC в 1992 г.

В силу сложностей, которые испытывает FDIC, практически все соглашаются, что федеральная система страхования депозитов нуждается в исправлении. Более того, в предложении различных выходов из сложившейся ситуации недостатка нет. Они делятся на четыре основные категории. Первый подход заключается в том, чтобы полностью отменить страхование депозитов на государственном уровне и заменить его частной программой. Другой подход основывается на сохранении роли государства в страховании депозитов, но при значительном ее изменении. Третий подход является объединением двух предыдущих подходов. И четвертый подход требует от банков осуществлять свою деятельность как отдельных застрахованных и незастрахованных структурных единиц. Поочередно рассмотрим каждое из этих предложений.

ЧАСТНОЕ СТРАХОВАНИЕ ДЕПОЗИТОВ

Поскольку федеральные страховщики депозитов либо не могут, либо не хотят устанавливать страховые премии с учетом портфельного риска отдельных учреждений, эта схема страхования могла бы сработать при частном страховании депозитов. Некоторые экономисты как раз за это и выступают. Они считают, что существует несколько преимуществ частного страхования депозитов над государственным.

Частное страхование В соответствии с точкой зрения экономистов, выступающих за частную систему страхования депозитов:

1. Частные страховые компании, занимающиеся страхованием депозитов, более гибкие при мониторинге и контроле рисков, которым подвергаются депозитные учреждения.
2. Частные страховщики будут более внимательно выбирать учреждения для страхования.
3. Частные страховщики не подвержены политическому давлению, и, следовательно, больше вероятность того, что они будут устанавливать различные страховые премии для разных учреждений с учетом различных рисков; таким образом, устраняется соблазн для сберегательных учреждений предпринимать более рискованные операции (с точки зрения общества).

Такое рыночное решение проблемы страхования депозитов вполне логично для многих экономистов. Экономическая теория, начиная с Адама Смита, утверждает, что

рынок обычно правильно распределяет и устанавливает цены на товары и услуги, и риски в том числе. В самом деле, одна из главных функций компаний, занимающихся страхованием жизни, имущества и от несчастных случаев, как раз в этом и заключается. При условии, что частные страховые компании смогут справиться с этой задачей — и без государственного аппарата регулирования, стоит отметить, — почему бы страхованием депозитов не заняться и частным компаниям?

Действительно, с начала 1980-х годов частные страховые компании предоставляли некоторые формы страхования депозитов. К примеру, так называемые кассовые счета (счета взаимных фондов денежного рынка) в компаниях, занимающихся торговлей ценными бумагами, таких, как *Merrill Lynch*, нередко частично покрываются частными страховыми компаниями. Некоторые коммерческие банки тоже пользуются услугами частных компаний, страхующих валютные риски, связанные с хранением недолларовых депозитов в отделениях банков за пределами США. Такое страхование, как представляется, защищает финансовые учреждения и их клиентов от риска убытков и не предполагает необходимость прямого государственного вмешательства.

Вероятность «провалов» рынка Конечно, такие программы частного страхования еще не приводили к серьезным убыткам, что делает оценку их долгосрочных перспектив затруднительной. Те, кто сомневается в успешном функционировании такой системы, утверждают, что существует вероятность **«провалов» рынка** (*market failures*). В соответствии с этой точкой зрения участники сделки частного страхования депозитов — частная страховая компания и владелец данного депозитного учреждения — создадут систему, которая будет служить только их интересам в случае кризиса. В такой системе, как заявляют критики частного страхования депозитов, скорее всего, интересы вкладчиков будут не полностью застрахованы. Следовательно, рынок не сможет удовлетворить потребности всего общества, что может привести к «провалу» рынка.

Сторонники частного страхования депозитов отвечают, что данная точка зрения не учитывает вкладчиков, которые могли бы следить за соблюдением своих интересов. В отсутствие федерального страхования депозитов, по их мнению, вкладчикам придется проводить достаточно много времени и прилагать серьезные усилия по оценке рискованности финансового учреждения, в котором находятся их средства. Кроме того, у вкладчиков будет стимул застраховать свои средства в банках и сберегательных учреждениях, так же как они страхуют дома и автомобили.

Критики частного страхования отвечают, что при этом остается нерешенной основная проблема. Некоторые индивиды будут считать, что лучше всего вообще не страховаться; проблема ликвидности у крупного банка может повлечь за собой наплыв вкладчиков, чьи депозиты в этом банке не застрахованы, при этом могут возникнуть проблемы подобного рода и у других банков. Именно угроза «набега» на крупные банки при частном страховании депозитов, как утверждают критики, в конечном счете требует прямого государственного вмешательства в страхование депозитов. В действительности, по их мнению, именно этот фактор вызвал введение программы федерального страхования депозитов.

ПРЕДЛОЖЕНИЯ ПО РЕФОРМЕ СОВРЕМЕННОЙ СИСТЕМЫ ГОСУДАРСТВЕННОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

В свете возможных «провалов» рынка, которые могут возникнуть в системе частного страхования депозитов, большинство экономистов и политиков выступает за реформу существующей системы федерального страхования. Вариантов реформы столько же, сколько экономистов и политиков, заинтересованных в данном вопросе, но мы выделим некоторые из них как наиболее часто предлагаемые.

Усиление рыночной дисциплины Одно из основных преимуществ системы, основанной на рыночном распределении товаров, услуг и рисков, заключается в том, что когда люди совершают ошибки, то в качестве наказания они терпят убытки. Те, кто непосредственно несет убытки, учатся на своих ошибках, а другие, видя, как первые теряют деньги, учатся на их ошибках. Следовательно, индивиды и фирмы подчиняются законам рынка, что улучшает их способность выдерживать отрицательные ситуации в будущем.

Как уже отмечалось в этой главе, разветвленный аппарат надзора и принятие мер, обеспечивающих федеральное страхование депозитов, защищают депозитные учреждения и их клиентов от многих отрицательных последствий их ошибочных действий. Следовательно, по своей природе система страхования депозитов уменьшает степень *рыночной дисциплины* (*market discipline*), которая иначе повлияла бы на решения, принимаемые банками, сберегательными учреждениями и вкладчиками. Один из вариантов реформы страхования депозитов предлагает укрепить рыночную дисциплину при сохранении основной структуры системы федерального страхования депозитов.

Этот вариант предполагает два главных изменения. Первое — уменьшение существующих гарантий по страхованию депозитов. Это можно осуществить за счет уменьшения максимальной суммы вкладов, страхуемых государством, или числа застрахованных счетов, которое данный индивид или домашнее хозяйство могут иметь, либо и то и другое. Второе изменение заключается в прекращении политики поддержки банков, «слишком крупных, чтобы обанкротиться», принятой Управлением контролера денежного обращения в 1984 г. и применяемой FDIC и Федеральной резервной системой. Действительно, Конгресс попытался положить конец этой политике в 1991 г.

Данные изменения, как утверждают их сторонники, позволят усилить дисциплинирующее воздействие рыночных сил, таким образом поощряя депозитные учреждения и их клиентов уделять рискам больше внимания. В результате общий риск сократится, вследствие чего уменьшится число банкротств. Более того, по их мнению, такие реформы приблизят страхование депозитов к его первоначальной цели — защите интересов мелких вкладчиков, которые не обладают полнотой информации и, следовательно, имеют меньшие возможности соблюдать свои интересы в сложном мире финансов.

Использование показателей отчетности в рыночных ценах Другое изменение, предлагаемое экономистами и некоторыми политиками, заключается в исправлении системы регулируемых принципов учета (RAP). Как уже отмечалось, в настоящее время RAP использует показатели оценки депозитных учреждений на основе исторических цен, которые могут недооценить, но чаще всего переоценивают фактический доход, активы и капитальные счета депозитного учреждения. Это дает картину, не отражающую действительность.

В этой связи предлагается такое преобразование RAP, чтобы, во всяком случае, у регулирующих органов была картина, которая представляет депозитное учреждение в худшем свете, чем на самом деле. Именно по такому пути, как считают сторонники данного предложения, и стоит идти регулирующим органам. Лучше всего для RAP использовать показатели дохода, активов и капитальные счета в рыночных ценах. Конечно, если бы такая политика применялась в 1970-е годы, то, как мы увидим в следующей главе, размах сберегательного кризиса был бы намного меньше.

Проблема, конечно, в том, что довольно сложно использовать рыночные цены для оценки банковских активов и пассивов. Такие оценки в лучшем случае должны быть предварительными расчетами, что затруднит применение регулирующими органами показателей отчетности в рыночных ценах. По этой причине вряд ли такой подход будет принят в скором времени.

Усиление надзора и контроля и централизация ответственности регулирующих органов Одной из сторон системы регулирования, существующей с 1930-х годов, является то, что банки и сберегательные учреждения подлежат **проверке на месте** (*field examination*). Такие проверки представляют собой непосредственные посещения депозитных учреждений бухгалтерами и аудиторами регулирующих органов, включая FDIC, Управление контролера денежного обращения и Федеральную резервную систему. В последние годы регулирующие органы использовали проверки банков для присвоения рейтинга от *1* («хорошо») до *5* («плохо») по пяти различным показателям банковской деятельности: капитал, активы, управление, прибыль и ликвидность. Такая рейтинговая система известна под названием **рейтинг CAMEL** (*CAMEL rating*). Беря за основу рейтинг по каждому показателю, регулирующие органы присваивают депозитному учреждению общий рейтинг CAMEL. Рейтинг *1* или *2* означает, что регулирующие органы оценивают положение данного депозитного учреждения как стабильное, при оценке *3* учреждение заносится в «черный список», а *4* или *5* означает, что у учреждения большие проблемы.

Проверки депозитных учреждений являются основой безопасности и надежности, связанных с предоставлением государственной гарантии страхования депозитов. Такие проверки на местах стоят недешево. Ежегодные расходы регулирующих органов на проведение таких проверок превышают сотни миллионов долларов. Тем не менее большинство предложений по реформе страхования депозитов сводится к увеличению объема финансирования таких мер.

Некоторые регулирующие органы проводят более эффективные и достоверные проверки, чем другие. К примеру, в 1992 г. в ФРС было 990 проверяющих на 1000 подотчетных коммерческих банков с чартером правительств штатов (т. е. практически один проверяющий на банк), в то время как в Управлении контролера денежного обращения на более чем 4000 банков приходилось 2350 проверяющих (т. е. почти в два раза меньше в расчете на банк, чем в ФРС). Неудивительно, что последняя могла проводить более частые и тщательные проверки регулируемых банков. Интересно, что 7,1% национальных банков, проверкой которых занималось Управление контролера денежного обращения, обанкротилось в период 1987—1990 гг., когда в этот же период банкротами стали 4,2% банков штатов, регулируемых ФРС. Только в 1990 г. обанкротилось 2,3% национальных банков, среди них был всего лишь 1% банков, регулируемых ФРС.

Некоторые наблюдатели утверждают, что эти различия указывают на существование двух взаимосвязанных проблем. Во-первых, по их мнению, некоторые регулирующие органы лучше выполняют свои функции. Во-вторых, финансирование отдельных регулирующих органов лучше и у них меньше обязанностей, входящих в противоречие друг с другом. Наилучший способ покончить с различиями в возможностях регулирующих органов, как считают эти наблюдатели, заключается в сокращении их числа или даже в создании единого органа. Преимущество сокращения числа регулирующих органов заключается в том, что исчезнут проблемы с дублированием функций надзора, которое возникает, когда ФРС контролирует банковский холдинг, банки которого находятся под юрисдикцией FDIC или Управления контролера денежного обращения. Такое преобразование, по их мнению, позволит повысить эффективность регулирования безопасности и надежности.

Введение премий по страхованию депозитов в соответствии с риском Может быть, наиболее часто упоминаемым проектом реформ в последние годы считается предложение об установлении FDIC премии по страхованию депозитов в соответствии с риском, которому подвергаются застрахованные банки и сберегательные учреждения. С 1951 по 1984 г. FDIC и FSLIC в соответствии с решением Конгресса установили одинаковые для банков и сберегательных учреждений страховые премии. Затем в 1985 г. FSLIC

ввела дополнительный сбор для сберегательных учреждений, таким образом подняв ежегодный размер страховой премии до уровня, превышающего в 2,5 раза показатель для коммерческих банков. (FSLIC увеличила размер премии не для того, чтобы учесть большие риски сберегательных учреждений, хотя такая возможность не исключается; скорее она пыталась пополнить страховой фонд, как мы увидим в главе 13.) FDIC вернулась к одинаковому размеру премий, когда она увеличила страховые премии для коммерческих банков до уровня сберегательных учреждений в 1991 г. Как и ранее, все учреждения опять выплачивали одинаковую фиксированную ставку без учета разницы в рисках.

До недавнего времени основной недостаток проектов установить ставки страховых премий по страхованию депозитов с учетом риска заключался в том, что этот риск было сложно оценить. Действительно, экономисты в общем соглашались, что фактическую вероятность банкротства практически невозможно подсчитать; вместо этого регулирующим органам придется использовать относительные показатели риска. Недавно экономисты, исследующие проблемы финансов, разработали **модели формирования цен на опционы** (*option pricing models*), которые можно использовать для стоимостной оценки показателей сторон, участвующих в финансовой сделке, которая подразумевает разные последствия для них. При этом используется информация о цене исполнения опциона на данный актив, текущей стоимости актива, срока до погашения и изменчивости цены актива, скорректированной с учетом риска, для оценки альтернатив для стороны, владеющей активом.

Систему страхования депозитов можно рассматривать как программу, в которой государство дает право требования, или опцион (гарантию страхования депозитов) двум сторонам — депозитным учреждениями и вкладчикам. В принципе тогда модели формирования цен на опционы должны быть использованы для определения стоимости страхования депозитов для каждого депозитного учреждения. На основе этой стоимости и будет устанавливаться соответствующая ставка страховой премии данного депозитного учреждения.

Тем не менее при данном подходе существуют определенные проблемы. Такие модели подразумевают, что должны существовать четко определенные правила, регулирующие, когда опцион — выплата вкладчикам по страхованию депозитов — должен быть исполнен. А как уже отмечалось, FDIC обладает довольно большой свободой действий относительно того, производить выплату или нет и когда это делать. Более того, модели формирования цен на опционы обычно предполагают, что полная, с учетом последних изменений, информация о финансовом положении банка или сберегательного учреждения доступна при подсчете стоимости гарантии страхования депозитов. На самом деле информация такого рода часто является неполной и нуждается в дополнении более детальными данными бухгалтерского учета, которые не всегда доступны или доступны не в полном объеме.

Сторонники введения ставок премий по страхованию депозитов, основанных на риске, утверждают, что даже такая несовершенная система формирования цен в соответствии с риском предпочтительнее, чем система с одинаковыми для всех ставками, которые Конгресс установил в 1934 г. Более того, по их мнению, регулирующие органы могут больше узнать о применении системы, учитывающей фактор риска, на основе практического опыта. Со временем они улучшат возможности по сбору информации для расчета более точных — и более «справедливых» — ставок премий по страхованию банковских депозитов.

ОБЪЕДИНЕНИЕ ГОСУДАРСТВЕННОГО И ЧАСТНОГО СТРАХОВАНИЯ

Некоторые экономисты считают, что, даже если банкротства, присущие системе частного страхования депозитов, приводят к отрицательным последствиям, все же обще-

ство получает преимущества от конкуренции на рынке страхования депозитов. Эти экономисты выступают за систему, в которой государственное страхование будет существовать бок о бок с частным страхованием депозитов. Депозитные учреждения могут застраховаться у любой страховой компании, но всем депозитным учреждениям придется страховать свои депозиты (во избежание проблемы неблагоприятного выбора, которая обсуждалась ранее). Более того, государство может установить определенные стандарты для частных страховых компаний, чтобы иметь возможность преодолеть серьезный банковский кризис.

Существует несколько доводов в пользу такой системы. Во-первых, хотя государственная программа будет служить в качестве основы всей системы, рыночная конкуренция заставит государство действовать более осторожно. И у государственных, и у частных страховых компаний будет стимул для установления приемлемых, но точных ставок страховых премий: частные страховые компании будут заинтересованы в таких ставках для защиты от убытков при стремлении получить максимальную выгоду, а государственные агентства будут устанавливать такие ставки для сохранения бюрократических привилегий. Более того, частные страховые компании, стремящиеся к извлечению прибыли от операций, скорее всего, будут совершенствовать систему страхования депозитов, что только пойдет на пользу государственной программе.

СИСТЕМА СТРАХОВАНИЯ ДЕПОЗИТОВ С «ЦЕНТРАЛЬНЫМИ АКТИВАМИ»

В 1991 г. в Конгресс был представлен законопроект, который предлагал создание так называемой **системы страхования депозитов с «центральными активами»** (*core banking*). При такой системе банк как бы имеет два отдельных баланса. Одна часть балансового отчета — «центральная» — будет состоять из застрахованных федеральным правительством активов и обязательств по депозитам. Банкам обязательно придется вкладывать средства с депозитных счетов только в активы с высокой степенью надежности, такие, как наличность и казначейские векселя. Банк сможет управлять оставшимися на балансе активами и пассивами так, как считает нужным. Если банк становится банкротом, то застрахованные вкладчики получат возмещение за счет наличных средств и ценных бумаг банка, выступающих в качестве «центральных» активов. Другие вкладчики, держатели долговых обязательств и владельцы банка уже не смогут вернуть свои средства за счет регулирующих органов.

Время покажет, примет ли Конгресс этот проект реформ или любые другие, которые мы обсуждали. Вопрос о том, что следует делать с системой страхования депозитов, является дискуссионным. Однако нет разногласий по поводу того, что делать что-то действительно нужно.

Краткое содержание

1. Основная цель государственного страхования депозитов заключается в предотвращении банковской паники и «набегов» на банки, кроме этого, оно направлено на защиту мелких вкладчиков, которые менее информированы о рисках на финансовых рынках.
2. Депозитным учреждениям присуща проблема ликвидности, с которой связана подверженность их риску массового изъятия депозитов вкладчиками. Они заключают договоры по вкладам, в соответствии с которыми должны выплатить наличные деньги по первому требованию вкладчиков. Следовательно, депозитные учреждения берут на себя риск ликвидности небанковского сектора.
3. С самого начала у страхования депозитов существовали две основные проблемы — неблагоприятного выбора и морального риска. Федеральное страхование депозитов в

основном устранило проблему неблагоприятного выбора за счет обязательного страхования депозитов депозитными учреждениями. Система фиксированных страховых премий, используемая FDIC с момента своего создания, однако, способствует ухудшению проблемы морального риска, когда у управляющих депозитными учреждениями есть стимул для повышения рискованности операций.

4. В последнее время у банков и сберегательных учреждений появились возможности и желание повышения уровня риска за счет роста доли заемного капитала или (при данном отношении собственного капитала к заемному) посредством увеличения общего портфельного риска в силу несовпадения сроков активов и пассивов. В результате уменьшения диверсификации портфеля активов и изменения его структуры возрастает доля рискованных активов.

5. Хотя федеральное страхование депозитов принесло свои плоды в первые 40 лет своего существования, в последующие 20 лет оно подверглось самому суровому экзамену, когда число банкротств коммерческих банков и сберегательных учреждений многократно возросло. Именно вследствие этого многие экономисты и политики полагают, что систему федерального страхования депозитов необходимо реформировать.

6. Теоретически частное страхование может заменить федеральное страхование и быть более эффективным и успешным. Однако под сомнение такую альтернативу ставят «провалы» рынка, потенциально возможные в системе только частного страхования депозитов. Тем не менее многие экономисты продолжают выступать в защиту некоторых форм частного страхования даже при сохранении государственного федерального страхования.

7. Предлагаемые изменения современной федеральной системы страхования депозитов включают в себя: методы повышения рыночной дисциплины за счет ограничения размера страхового покрытия по страхованию депозитов; использование системы принципов бухгалтерского учета, которая оценивает доход, активы и капитал депозитных учреждений в рыночных ценах; централизацию и более интенсивное регулирование депозитных учреждений; установление размера премии по страхованию депозитов с учетом риска.

Словарь терминов

Косвенные выплаты (*indirect payoff*) — ситуация, при которой депозитное учреждение, имеющее устойчивое положение, принимает ответственность только по застрахованным вкладам обанкротившегося учреждения. Незастрахованные вкладчики получают прямые выплаты вкладов от FDIC в сумме, которая, по оценке FDIC, может быть получена от реализации активов учреждения.

Модели формирования цен на опционы (*option pricing models*) — финансовые модели, используемые для оценки стоимостных показателей сторон финансовой сделки, например, при обмене гарантий страхования депозитов, которые подразумевают разные последствия для сторон сделки.

Нормативный риск (*regulatory risk*) — риск того, что регулирующие органы могут принять решения, впоследствии оказавшиеся неверными.

Общепринятые принципы бухгалтерского учета (*generally accepted accounting principles, GAAP*) — система понятий, принципов и процедур бухгалтерского учета, используемая для отражения финансовой отчетности.

Покупка и принятие на себя обязательств (*purchase and assumption*) — ситуация, в которой FDIC осуществляет поглощение учреждения-банкрота другим учреждением, имеющим устойчивое положение. Последнее покупает большую часть активов обанкротившегося учреждения и принимает на себя ответственность по большинству непогашенных обязательств.

Проблема морального риска (*moral hazard problem*) — государство, страхуя депозиты банков, оказывает доверие управляющим банков. Оно исходит из соблюдения ими морально-этических норм, таким образом подвергая себя риску, что последние предпримут рискованные или даже мошеннические действия.

Проблема неблагоприятного выбора (*adverse selection problem*) — ситуация, которая может возникнуть в программе добровольного страхования, когда в ней участвуют лишь рисковые учреждения с целью получения выгоды от участия в этой программе.

«Провал» рынка (*market failure*) — ситуация, в которой частный рынок выгоден только для его непосредственных участников, но не удовлетворяет потребности других членов общества, чье благосостояние зависит от этого рынка.

Проверки на месте (*field examinations*) — непосредственные посещения депозитных учреждений бухгалтерами и аудиторами органов, регулирующих банковскую деятельность.

Прямое финансирование (*direct assistance*) — термин, обозначающий прямые ссуды FDIC депозитному учреждению-банкроту, если считается, что оно предоставляет «существенные» услуги обществу.

Прямые выплаты вкладов (*direct deposit payoff*) — ситуация, в которой FDIC объявляет депозитное учреждение банкротом, выплачивает все долги вкладчикам и распродает активы депозитного учреждения.

Регулирование безопасности и надежности (*safety and soundness regulation*) — цель аудита и других видов надзора за деятельностью депозитных учреждений, которые направлены на предотвращение неплатежеспособности подобных организаций.

Регулируемые принципы учета (*regulatory accounting principles, RAP*) — система бухгалтерских показателей, применяемых для банков и сберегательных учреждений, которая дает более либеральное определение доходу и активам по сравнению с GAAP. Система RAP включает в доходы и активы некоторые статьи, которые GAAP не учитывает.

Рейтинг CAMEL (*CAMEL rating*) — система цифровых рейтингов, которые используют регулирующие органы для оценки капитала, активов, менеджмента, прибыли и ликвидности депозитного учреждения.

Система страхования депозитов с «центральными активами» (*core banking*) — система страхования депозитов, при которой банки обязаны выделять «центральную» часть портфеля активов (которая всегда остается неизменной), включая в нее активы с нулевым риском, например, наличность и казначейские векселя, посредством которых банк может возместить ущерб застрахованным вкладчикам в случае банкротства.

Филиальный риск (*affiliated-institution risk*) — риск, которому подвергается депозитное учреждение при выпуске обязательств, частично обеспеченных стоимостью капитала аффилиированной компании, например дочерней компании банковского холдинга, что позволяет депозитному учреждению расти без расширения собственного капитала.

Вопросы для самопроверки

1. В разделе «Современная дискуссия» данной главы вы узнали, что равновесная процентная ставка по депозитам обычно уменьшается на долю страховой премии, которую платят депозитные учреждения. Объясните, почему этот факт способствовал принятию Конгрессом решения установить одинаковые премии по страхованию депозитов для банков и сберегательных учреждений, которые уже тогда конкурировали между собой за средства вкладчиков.
2. Своими словами объясните природу проблемы неблагоприятного выбора и почему в прошлом она вызывала большие сложности для системы страхования депозитов.
3. Объясните своими словами природу проблемы морального риска. Почему фиксированная премия по страхованию депозитов способствует обострению данной проблемы?

4. Каким образом FDIC могла неумышленно принимать верные для краткосрочного периода решения о дальнейшей судьбе обанкротившихся учреждений, которые в долгосрочном периоде оказались ошибочными?

5. Как вы думаете, какое из перечисленных в данной главе возможных изменений страхования депозитов имеет наибольшие шансы на успех? Наименьшие шансы? Объясните почему.

Задачи

12-1. Предположим, что банк находится на грани банкротства и рассматривает два альтернативных варианта инвестиций с соответствующими доходом и риском:

Инвестиции *A*: 500 000 долл. или 900 000 долл. с вероятностью 0,5 и 0,5.

Инвестиции *B*: 100 000 долл. или 1 200 000 долл. с вероятностью 0,5 и 0,5.

а) Подсчитайте ожидаемый доход от альтернативных вариантов инвестиций.

б) Какой вариант выберет банк, если, чтобы избежать банкротства, нужно получить доход в размере 1 млн. долл.?

12-2. Стоимость банка в текущих рыночных ценах равна 10 млн. долл. В настоящее время вероятность банкротства банка равна 0,5 (следовательно, вероятность того, что банк будет функционировать при стоимости в 10 млн. долл., равна 0,5). Если банк объявляется банкротом в данный момент, то, по расчетам его управляющих, величина страховых выплат FDIC владельцам банка составит 2 млн. долл. Управляющие банком, однако, могут предпринять рискованные капиталовложения, которые поднимут текущую стоимость банка до 20 млн. долл., вместе с этим до 0,75 возрастет и вероятность банкротства (так что вероятность функционирования банка и увеличения его стоимости до 20 млн. долл. равна 0,25). Размер страховых выплат FDIC владельцам банка останется на прежнем уровне.

а) Какова ожидаемая стоимость банка в текущих рыночных ценах?

б) Чему будет равна ожидаемая стоимость банка, если его менеджеры предпримут эти рискованные инвестиции? Сравните эту сумму с ожидаемой стоимостью в пункте (а). Есть ли у управляющих банком стимул для осуществления таких инвестиций?

в) Предположим, что FDIC ввела систему страховых премий, учитывающих уровень риска. По расчетам управляющих банком, стоимость банка, при условии его дальнейшего функционирования, после новых рискованных инвестиций составит 18 млн. долл., так как ему придется уплатить большую сумму страховой премии. Величина страховых выплат FDIC в случае банкротства, которая не меняется, остается на уровне 2 млн. долл. Вероятность банкротства при условии, что управляющие банком предпримут вышеупомянутые рискованные инвестиции, остается 0,75. Какова ожидаемая стоимость банка, если он примет участие в рискованном проекте? Будет ли теперь у управляющих банком стимул для таких рискованных инвестиций?

Рекомендуемая литература

Baer Herbert, Brewer Elijah, Uninsured Deposits as a Source of Market Discipline: Some New Evidence. — Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, 10 (5), September/October 1986, pp. 23—31.

Barth James R., Feid John J., Riedel Gabriel, Tunis M. Hampton, Alternative Federal Deposit Insurance Regimes. — Federal Home Loan Bank Board, Office of Policy and Economic Research, Research Paper no. 152, Washington (D.C.), January 1989.

Benston George J., Eisenbeis Robert A., Horvitz Paul M., Kane Edward J., Kaufman George G., Perspectives on Safe and Sound Banking: Past, Present, and Future. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1986.

Calomiris Charles W., Deposit Insurance: Lessons from the Record. — Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, 13 (3), May/June 1989, pp. 10—30.

Flood Mark D., On the Use of Option Pricing Models to Analyze Deposit Insurance. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 72 (1), January/February 1990, pp. 19—35.

Gilbert R. Alton, Market Discipline of Bank Risk: Theory and Evidence. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 72 (1), January/February 1990, pp. 3—18.

Kane Edward J., The Gathering Crisis in Federal Deposit Insurance. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1985.

Kuester Kathleen A., O'Brien James M., Market-Based Deposit Insurance Premiums: An Evaluation. — Finance and Economics Discussion Series, no. 150, Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington (D. C.), January 1991.

Morris Charles S., Sellon Gordon H., Jr., Market Value Accounting for Banks: Pros and Cons. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 76 (2), March/April 1991, pp. 5—20.

Munn Glenn C., Garcia F. L., Woelfel Charles, Encyclopedia of Banking and Finance. — Rolling Meadows (Ill.): Bankers Publishing Company, 1991.

Pierce James L., The Future of Banking. — New Haven—London: Yale University Press, 1991.

Thomson James B., Using Market Incentives to Reform Bank Regulation and Federal Deposit Insurance. — Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Review*, 26 (1), First Quarter 1990, pp. 28—40.

Глава 13

Сберегательный кризис

Основные проблемы

1. Как развивалась сберегательная отрасль?
2. Каким образом федеральное правительство способствовало недостаточной гибкости портфелей активов сберегательных учреждений?
3. Какие были созданы предпосылки для сберегательного кризиса 1980—90-х годов?
4. Как протекал сберегательный кризис в 1980-е годы?
5. Что предпринял Конгресс в ответ на сберегательный кризис?
6. В какую сумму обошелся кризис? Кто оплачивает все расходы?
7. Существовала ли опасность того, что кризис мог перекинуться на другие финансовые учреждения, например коммерческие банки?

В последнее десятилетие мы стали свидетелями крупнейшего кризиса финансовых учреждений со времен Великой депрессии 1930-х годов. Непосредственно кризис происходил в сберегательной отрасли, но вследствие существования федерального страхования депозитов повлиял на всех нас как налогоплательщиков. Сберегательный кризис, возможно, оказал бесспорное воздействие на экономику в 1980-е годы и, безусловно, является, по крайней мере, одной из основных проблем 1990-х годов. В данной главе мы исследуем природу этого кризиса — как он происходил, каковы его причины, что было сделано для его завершения и каковы возможные последствия для будущего[1].

Сберегательные учреждения с 1816 по 1951 год

В главе 6 мы вкратце рассказали об истории создания сберегательных учреждений — сберегательных банков и ссудо-сберегательных ассоциаций — в США. Как отмечалось, сберегательные банки появились в 1816 г. как кооперативные учреждения, чья деятельность была направлена на предоставление мелким вкладчикам возможности сберегать часть своих средств в виде акций. Ссудо-сберегательные ассоциации появились в 1831 г. Сначала они также выступали как кооперативные учреждения, большинство из них являлось кредитно-строительными ассоциациями. Они занимались объединением средств физических лиц для выдачи своим членам ипотечных ссуд.

СБЛИЖЕНИЕ ССУДО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ АССОЦИАЦИЙ И БОЛЬШИНСТВА СБЕРЕГАТЕЛЬНЫХ БАНКОВ

В данной главе мы не будем отделять сберегательные банки от ссудо-сберегательных ассоциаций. Однако до 1980-х годов разница между ними была более очевидной. Сберегательные банки, в основном расположенные в северо-восточных и северо-западных регионах США, оказывали большой набор финансовых услуг, кроме прочего

[1] Хотя все издания, перечисленные в конце главы, были использованы при ее подготовке, в основном мы опираемся на следующие источники: *Barth James*, The Great Savings and Loan Debacle. — Washington (D.C.): American Enterprise Institute Press, 1991; *White Lawrence J.*, The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation. — New York: Oxford University Press, 1991.

включавших выдачу ипотечных ссуд. Ссудо-сберегательные ассоциации занимались таким кредитованием намного активнее.

К началу 1980-х годов сберегательные банки в основном разделились на две группы. В первую входили банки, больше похожие на коммерческие. Они получили чартер федерального правительства, страховались и регулировались FDIC; непосредственно этим занимался Фонд банковского страхования (Bank Insurance Fund, BIF), управляемый FDIC, который также страховал и коммерческие банки. В другую группу входили сберегательные банки, получившие чартер от FSLIC и страхуемые FSLIC наряду со ссудо-сберегательными ассоциациями. В эту группу входило большинство сберегательных банков, и они стали более походить на ссудо-сберегательные ассоциации. Теперь их страхованием занимается Страховой фонд сберегательных ассоциаций (Savings Association Insurance Fund, SAIF), управляемый FDIC.

Поскольку в последнюю группу входят сберегательные банки, так похожие на ссудо-сберегательные ассоциации, то далее мы будем называть их вместе, как это принято, *сберегательными ассоциациями* (*savings associations, or S&L*). Кроме того, мы будем называть кризис, который разразился среди сберегательных ассоциаций, *сберегательным кризисом* (*thrift crisis*). Важно помнить, однако, что одна важная группа сберегательных учреждений — кредитные союзы до сих пор не испытывали таких проблем.

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ВМЕШАТЕЛЬСТВО: 1932—1950 ГОДЫ

В 1920-е годы произошел стремительный рост числа сберегательных ассоциаций. Резкое падение цен на недвижимость во время Великой депрессии серьезно повредило этой отрасли. Многие заемщики, получившие ипотечные ссуды, не могли их погасить, но даже если сберегательные ассоциации лишали их права выкупа заложенного имущества, рыночная стоимость заложенной недвижимости стала намного меньше по сравнению с суммой кредита. Вместе со снятием сбережений клиентами и крахом коммерческих банков такое падение цен на рынке жилых помещений ускорило банкротство большинства сберегательных ассоциаций. К началу 1930-х годов данная отрасль была близка к состоянию коммерческих банков.

Падение цен на недвижимость и неминуемый крах сберегательной отрасли побудили федеральное правительство кардинально изменить свою роль в данной сфере. В 1932 г. Конгресс принял *Закон о федеральных банках жилищного кредита* (*Federal Home Loan Bank Act*), в соответствии с которым было создано 12 федеральных банков жилищного кредита (Federal Home Loan Banks, FHLB) — получивших название Федеральная система банков жилищного кредита — под надзором Федерального совета банков жилищного кредита, состоящего из трех членов (Federal Home Loan Bank Board, FHLBB). Задача этих банков заключается в предоставлении в случае крайней необходимости средств сберегательным ассоциациям в периоды экономического спада и нехватки кредита, т. е. в ситуациях, подобных началу Великой депрессии.

В 1933 г. Конгресс принял *Закон о кредитовании домовладельцев* (*Home Owner's Loan Act*), который впервые ввел чартер федерального правительства для сберегательных ассоциаций, который выдавался FHLBB. Этот закон потребовал от федеральных сберегательных ассоциаций преобразования в учреждения кооперативного типа, так чтобы они предоставляли услуги только клиентам из данной местности. Как и коммерческим банкам, сберегательным ассоциациям было запрещено открывать свои филиалы за пределами территорий, указанных в законах штатов.

Затем в 1934 г. Конгресс принял *Закон о национальном жилищном строительстве* (*National Housing Act*). Как отмечалось в главе 12, в соответствии с данным

актом была создана Федеральная корпорация по страхованию ссудо-сберегательных ассоциаций (FSLIC). FSLIC, управляемая FHLBB, страховала депозиты сберегательных учреждений. Этот закон потребовал от всех сберегательных ассоциаций с чартером федерального правительства стать членами FSLIC и разрешил сберегательным ассоциациям с чартером правительств штатов присоединиться с условием, что FHLBB будет осуществлять над ними надзор.

Чтобы претендовать на такие услуги и субсидии, предоставляемые в соответствии с Законом о федеральных банках жилищного кредита 1932 г., Законом о кредитовании домовладельцев 1933 г. и Законом о национальном жилищном строительстве 1934 г., многим сберегательным ассоциациям пришлось получить чартер федерального правительства. Более того, было создано много новых сберегательных ассоциаций. К 1955 г. (т. е. практически через два десятилетия после того, как отрасль была на грани краха) сберегательные ассоциации хранили в три раза больше финансовых активов, чем коммерческие банки и другие финансовые учреждения.

Прелюдия кризиса: 1951—1978 годы

Вряд ли простые граждане и политики того времени могли знать, что вмешательство государства в деятельность сберегательных ассоциаций в период с 1930-х и до начала 1950-х годов заложило основу кризиса в 1980—90-е годы. Период 1950—70-х годов можно рассматривать как время, когда набирали силу явления, бесконтрольное соединение которых стало основной причиной сберегательного кризиса.

1950-е годы

Год 1951-й для сберегательных ассоциаций знаменателен тем, что Конгресс принял решение о значительных *изменениях налогообложения*. *Закон о доходах 1951 г.* (*Revenue Act*) отменил налоговые льготы для сберегательных ассоциаций, которые пользовались ими с момента основания, и обложил их дополнительными налогами. Затем в 1962 г. был принят еще один закон, в котором Конгресс сократил максимальный размер просроченных ссуд до 60% налогооблагаемого дохода при условии, что сберегательные ассоциации по крайней мере 82% своих активов держат в форме наличности, государственных ценных бумаг и ипотечных ссуд с низким уровнем риска.

Эти налоговые изменения стимулировали специализацию сберегательных ассоциаций исключительно на ипотечном кредитовании. Естественно, деятельность сберегательных ассоциаций традиционно основывалась на такого рода деятельности, Закон о федеральных банках жилищного кредита и другие акты поощряли дальнейшее развитие этой сферы, и Федеральный совет банков жилищного кредита прямо ограничил объем не связанной с ипотечным кредитованием деятельности сберегательных ассоциаций, имевших чартер федерального правительства. Тем не менее это были первые из тех налоговых изменений, которые позже окажут значительное воздействие на принятие решений менеджерами сберегательных ассоциаций.

1960-е годы

Этот период отмечен началом роста сберегательной отрасли, который два десятилетия спустя вылился в беспрецедентный кризис. Основным отличием 1960-х годов было усиление конкуренции между сберегательными ассоциациями и коммерческими банками. Хотя в части балансового отчета, отражающей активы, их специализация была разной, и те и другие нуждались в средствах вкладчиков для дальнейшего роста. Банки, традиционно основывавшие свою деятельность на депозитах фирм, стали кон-

курировать со сберегательными ассоциациями за вклады домашних хозяйств, которые всегда являлись основным источником финансирования сберегательных ассоциаций.

1960-е годы, когда война США во Вьетнаме была в центре внимания на политической арене, стали свидетелями важных экономических изменений. Одним из них стал постепенный рост краткосрочных рыночных процентных ставок. Ставки по депозитам росли быстрее, чем процентные ставки по закладным, и многие сберегательные учреждения стали испытывать финансовые затруднения, хотя лишь немногие были на грани банкротства.

Конгресс среагировал на уменьшение разницы в процентных ставках сберегательных ассоциаций *Законом о регулировании процентных ставок 1966 г.* (*Interest Rate Adjustment Act of 1966*). Впервые ставки, которые сберегательные ассоциации могли платить по сберегательным вкладам, были законодательно ограничены. В сущности, в этом законе использован потолок в Законе Гласса—Стиголла для ставок по депозитам коммерческих банков применительно к сберегательной отрасли, хотя сберегательным ассоциациям было разрешено платить по вкладам на $^3/_4$% больше, чем коммерческим банкам. Это «компенсировало» тот факт, что сберегательные ассоциации не могли предлагать полный спектр услуг, например чековые счета, потребительские или коммерческие ссуды. Позднее, в 1970 г., Конгресс уменьшил эту разницу до половины процента, а в 1973 г. — до $^1/_4$%.

РАСТУЩЕЕ БЕСПОКОЙСТВО: 1970—1978 ГОДЫ

Конгресс принял Закон о регулировании процентных ставок 1966 г. в надежде устранить проблему «процентного давления» сберегательных ассоциаций. Действительно, эта мера смогла защитить сберегательные ассоциации в течение следующего десятилетия. К тому же в 1970 г. Казначейство увеличило минимальный номинал своих векселей с 1000 до 10 000 долл., что сделало невозможным покупку таких векселей физическими лицами, желавшими сберегать свои средства таким образом вместо обычных вкладов на счета банков или сберегательных организаций.

Когда люди сталкиваются с государственным регулированием, они могут быть удивительно изобретательны. Основным нововведением начала 1970-х годов, которое мы кратко рассмотрели в главе 5, были взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds, MMMF). Такие фонды, впервые появившиеся в 1972 г., сделали возможным *объединение* сбережений физических лиц. Хотя для отдельных индивидов довольно затруднительно приобретение финансовых инструментов крупного номинала, ставка по которым не регулировалась, вместе они могли это делать с помощью таких фондов.

Вплоть до конца 1970-х годов, тем не менее, число фондов MMMF росло довольно медленно, поскольку рыночные процентные ставки до того момента незначительно превышали потолок ставок по депозитам сберегательных ассоциаций и банков и в краткосрочные периоды. К примеру, с 1970 г. до июня 1973 г. максимальная ставка по сберегательным депозитам равнялась 5%, в то время как средняя процентная ставка по 3-месячным казначейским векселям составляла 4,96%. К концу этого периода активы фондов MMMF составляли около 100 млн. долл.

Тем не менее сберегательные учреждения были обеспокоены возможной потерей своих вкладчиков, если тенденция процентных ставок к повышению сохранится. Отчасти решением этой проблемы должны были стать счета NOW — приносящие проценты чековые счета, которые должны были конкурировать с беспроцентными депозитами до востребования коммерческих банков, — впервые использованные сберегательным учреждением из штата Массачусетс в 1972 г. Эту идею взяли на вооружение

сберегательные учреждения в шести других северо-восточных штатах до того момента, когда Конгресс временно запретил использование счетов NOW в других штатах.

В июле 1973 г. потолок по депозитным ставкам сберегательных учреждений вырос до 5,25%; на этом уровне он сохранялся до июня 1979 г. С 1974 по 1978 г., однако, средняя ставка по 3-месячным казначейским векселям составляла 7,80%, т. е. была выше на 2,55%. К концу 1978 г. активы взаимных фондов денежного рынка выросли до 9,5 млрд. долл., и стало очевидно, что если ничего не будет предпринято, то клиенты сберегательных учреждений будут активно переводить свои средства в фонды MMMF и отток средств из сберегательных учреждений может принять лавинообразный характер.

Следовательно, в июне 1978 г. Федеральный совет банков жилищного кредита разрешил сберегательным ассоциациям устанавливать процентные ставки, равные ставкам по 6-месячным депозитным сертификатам Казначейства номиналом более 10 000 долл. (ФРС также разрешила коммерческим банкам предлагать депозитные сертификаты.) Хотя эти сертификаты денежного рынка стали довольно популярны, все же они не могли позволить индивидам, чьи средства были менее 10 000 долл., воспользоваться рыночными процентными ставками. В действительности, средняя величина вклада в сберегательной ассоциации того времени составляла менее 5000 долл., так что «средний» индивид, сберегающий свои средства, не мог получать по своим вкладам рыночную процентную ставку, если только он не переводил средства во взаимные фонды денежного рынка.

Начало сберегательного кризиса: 1979—1982 годы

1979 г. стал началом конца многих сберегательных учреждений, хотя, как мы увидим в дальнейшем, фактическая катастрофа в этой отрасли произошла в начале 1980-х годов. Причина проблем сберегательных учреждений в 1979 г. заключается в том, что тогда резко возросли рыночные процентные ставки. Почему это произошло, мы увидим в главе 25. Здесь важно оценить *последствия* этого увеличения процентных ставок, которое не могло произойти в худшее для сберегательной отрасли время.

РОСТ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК КАК ПРЕЛЮДИЯ КРИЗИСА

В конце 1978 г. процентная ставка по 3-месячным казначейским векселям была чуть выше 9%, к концу 1980 г. она выросла почти до 16%. Сберегательные учреждения, которые в 1978 г. усиленно лоббировали право устанавливать рыночные ставки по сертификатам денежного рынка, внезапно обнаружили, что их ставки по таким сертификатам время от времени превышали рыночные ставки по новым ипотечным ссудам — им пришлось платить вкладчикам больше, чем они получали по новым ипотечным ссудам! Вдобавок к этому сберегательные ассоциации продолжали получать гораздо меньший процент по старым ипотечным ссудам. Такая ситуация для сберегательных учреждений была просто невыносимой.

Продолжающиеся потери вкладчиков только ухудшили ситуацию. С конца 1978 до конца 1980 г. активы взаимных фондов денежного рынка возросли более чем в 4 раза, с 9,5 млрд. до 42,9 млрд. долл. В то время как деятельность фондов MMMF расширялась, сберегательная отрасль была на грани краха. К середине 1980 г. более $^1/_3$ всех сберегательных учреждений, застрахованных FSLIC, активы которых составляли более $^1/_3$ активов сберегательной отрасли, терпели убытки. Было ясно, что необходимы решительные меры.

Предполагаемые реформы 1980-х годов В это время Конгресс тоже не бездействовал. Законодательная деятельность в области регулирования банковского дела и

сберегательной отрасли началась еще в 1976 г., и ее темпы заметно увеличились к началу 1979 г. В конце концов в 1980 г. Конгресс принял *Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением* (*Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*). Мы обсуждали этот закон в общих чертах в главе 10; здесь мы сосредоточимся на том, какие конкретные последствия он имел для сберегательной отрасли.

Во-первых, этот закон разрешил сберегательным учреждениям предлагать ипотечные ссуды с плавающей ставкой, так что в будущем они могли обезопасить себя от того, что им придется платить большие проценты по депозитам, чем проценты, получаемые по ипотечным ссудам. Во-вторых, данный законодательный акт установил график для постепенного устранения всех потолков для процентов по вкладам, что должно было завершиться к началу 1986 г. В-третьих, этот закон делегировал сберегательным учреждениям право оказывать доверительные и другие традиционно банковские услуги. И последнее, сберегательные учреждения получили право на расширение портфеля активов посредством включения в него потребительских ссуд и коммерческих бумаг (не более 20% общих активов).

Вводя эти изменения, Конгресс намеревался придать сберегательным учреждениям большую гибкость и конкурентоспособность по сравнению с коммерческими банками и другими финансовыми учреждениями, такими, как взаимные фонды денежного рынка. Естественно, такие преобразования не могли быть осуществлены Федеральным советом банков жилищного кредита и сберегательными учреждениями за короткий срок. Действительно, к концу 1981 г. около 85% всех организаций, страхованием которых занималась FSLIC и которые владели 90% активов отрасли, терпели убытки. Более того, в период между 1979 и 1981 г. активы взаимных фондов денежного рынка выросли в 6 раз, с 42,9 млрд. до 236,3 млрд. долл.

Понимая, что данный закон не решит всех проблем сберегательных ассоциаций, Конгресс в 1982 г. принял *Закон Гарна—Сент-Жермена* (*Garn-St Germain Act*). В нем содержались четыре хорошо известных положения, которые оказали сильное воздействие на сберегательную отрасль. Впервые сберегательным учреждениям было разрешено выдавать обеспеченные или необеспеченные коммерческие ссуды (включая владение высокодоходными и высокорискованными *«бросовыми облигациями»* (*junk bonds*), выпускаемыми фирмами за право получения кредитов у коммерческих банков) в размере до 11% общих активов. Во-вторых, был увеличен объем потребительского кредитования сберегательных ассоциаций до 30% общих активов. В-третьих, сберегательным ассоциациям было предоставлено право выдавать коммерческие ссуды под недвижимость в размере до 40% общих активов. В-четвертых, закон ввел депозитные счета денежного рынка (money market deposit accounts, MMDA) — депозитные счета с ограниченной величиной перевода для вкладчиков, без потолка процентных ставок и резервных требований.

Вскоре появились свидетельства того, что нововведения в Законе о дерегулировании депозитных учреждений и Законе Гарна—Сент-Жермена возымели немедленное действие. Объем активов взаимных фондов денежного рынка в течение 1983 г. резко упал и к концу 1985 г. был далек от своего максимального уровня. В то время как в 1983 г. вся сберегательная отрасль в целом фиксировала убытки, лишь $^1/_3$ сберегательных ассоциаций действительно их несла. Таким образом, в 1983 г. сберегательная отрасль, казалось, вернулась в равновесное состояние.

Реформы или рецепты для катастрофы? Лишь самые проницательные наблюдатели того времени увидели некоторые скрытые подводные камни в законах 1980 и 1982 гг. До 1980 г. минимальные требования к размеру капитала сберегательных учреждений,

страхуемых FSLIC, были 5%. Закон о дерегулировании депозитных учреждений изменил эту норму и определил ставку в диапазоне 3—6%, оставив Федеральному совету банков жилищного кредита право установления конкретной ставки. Тем не менее, когда Конгресс устанавливает более низкие нормативы по сравнению с текущими, то это означает, что регулирующим органам следует снизить свои стандарты. FHLBB это понял, снизив требования к размеру капитала сберегательных учреждений до 4% в 1980 г. и до 3% в 1982 г.

При этом FHLBB переключился на использование новой системы принципов бухгалтерского учета. Это были менее жесткие *регулируемые принципы учета* (*regulatory accounting principles, RAP*), которые мы обсуждали в главе 12. Естественно, многие сберегательные учреждения воспользовались этими изменениями для уменьшения отношения собственного капитала к общим активам до минимального уровня — и намного ниже требований *общепринятых принципов бухгалтерского учета* (*generally accepted accounting principles, GAAP*) или подходов, использующих рыночные цены при ведении учета.

К тому же Закон Гарна—Сент-Жермена 1982 г. делегировал FHLBB право эмитировать векселя FSLIC для сберегательных учреждений в обмен на **сертификаты на сумму чистых активов** (*net worth certificates*). В соответствии с этой несколько популистской мерой сберегательные учреждения могли учитывать векселя FSLIC как активы, а сертификаты на сумму чистых активов как часть чистых активов. В сущности, FHLBB по настоянию Конгресса передал сберегательным учреждениям гарантии выплаты наличных денег FSLIC без введения каких-либо дополнительных гарантий для фонда страхования депозитов FSLIC.

FHLBB подверг FSLIC еще большему риску, поощряя платежеспособные сберегательные ассоциации приобретать обанкротившиеся учреждения путем сделок *покупки и принятия на себя обязательств*, которые мы обсудили в главе 12. Такие сделки часто обходятся фондам страхования депозитов дешевле, поскольку устойчивые финансовые учреждения могут взять на себя реализацию большей части активов банкрота, иначе государственному страховому агентству пришлось бы нести все расходы по продаже каждого из этих активов в отдельности. Еще одной популистской мерой FHLBB несколько видоизменил стандартные сделки покупки и принятия на себя обязательств, разрешив сберегательным учреждениям, осуществляющим такое приобретение, создавать специальные активы **гудвилл** (*goodwill*). Гудвилл представляет собой оценочную стоимость функционирующего предприятия, которая обычно используется в GAAP, но FHLBB придал более широкое толкование этому понятию. Причем в большинстве случаев возмещается отрицательная разница между активами и пассивами неплатежеспособных сберегательных учреждений, т. е. FHLBB, в сущности, предоставил больше гарантий для хранения активов сберегательных учреждений; причем гарантий, обеспеченных фондом страхования депозитов FSLIC.

Крах сберегательных ассоциаций

К 1983 г. сберегательная отрасль в целом практически восстановила свое финансовое положение, хотя не все сберегательные учреждения смогли вернуть то, что они потеряли за предыдущие пять лет. Предстояли большие изменения, уже набирающие обороты, и никто в сберегательной отрасли не хотел остаться позади.

ПРИЧИНЫ ВОЗРОЖДЕНИЯ, НЕ ИМЕЮЩИЕ ОТНОШЕНИЯ К РЕГУЛИРОВАНИЮ

Хотя члены Конгресса быстро присвоили себе заслугу возрождения сберегательных учреждений, задействованы были и другие силы. Одним из таких факторов был ранее

принятый *Налоговый закон экономического возрождения 1981 г.* (*Economic Recovery Tax Act of 1981*). Этот закон уменьшил сроки амортизации недвижимого имущества, что сделало его более ценным активом после уплаты налогов. Данный законодательный акт способствовал тому, на что и рассчитывал Конгресс — возникновению бума на недвижимость, который в 1983 г. был в самом разгаре. Теперь, когда Конгресс ослабил многие старые ограничения, ссудо-сберегательные ассоциации, как традиционно основные источники ипотечных ссуд, получили наибольшую выгоду от этого бума на офисные и жилые помещения.

В это время в начале 1980-х годов выросли цены на нефть. Это было особенно выгодно сберегательным учреждениям в юго-западной части США. С ростом цен на нефть и повышением привлекательности недвижимости в качестве объекта инвестиций вследствие изменения налогообложения — и роста населения в этой части страны — сберегательная отрасль вдруг стала чрезвычайно привлекательна для всех, у кого были средства для инвестиций.

Активы сберегательной отрасли США только в 1983 г. выросли почти на 18%, по сравнению с 7-процентным ежегодным приростом в предыдущие три года; в 1984 г. сумма активов выросла практически на 20%. В юго-западных штатах рост сберегательных учреждений имел еще большие масштабы. Сумма их активов в Калифорнии в 1983 г. выросла на 28% и в 1984 г. — на 29%; в Техасе за 1983 г. активы увеличились на 33% и в 1984 г. — на 38%; в Аризоне они возросли на более чем 18% в 1983 г. и почти на 47% в 1984 г.

Также возросло и число одобренных Федеральным советом банков жилищного кредита заявлений сберегательных учреждений, желавших быть застрахованными FSLIC. Федеральный совет дал разрешение 47 новым сберегательным организациям в 1983 г. и еще 133 в 1984 г. К 1985 г., впервые с 1966 г., число сберегательных учреждений, страхуемых FSLIC, возросло. Это был действительно сдвиг для отрасли, которая всего лишь несколько лет назад была на грани краха. Не только старые организации расцветали, но и новые хотели вступить в бизнес!

К тому же кое-кто из ветеранов сберегательного бизнеса также хотел играть по новым правилам. В течение 1983—1985 гг. 257 фирм, страхуемых FSLIC, были преобразованы в корпорации, что почти в 3 раза больше, чем число вновь созданных в отрасли корпораций за три предыдущих года. Определенные преобразования касались новичков в сберегательной отрасли, а часть из них, в течение продолжительного времени работавших на этом рынке, желала выгодно вложить капитал. Очевидно, обе группы понимали, что сберегательная отрасль была высокорентабельной и, учитывая страхование депозитов, имела низкий риск инвестиций. Прибыль же при акционерной структуре собственности могла быть получена владельцами акций сберегательных ассоциаций, а не распределена между вкладчиками.

КОНЕЦ ВОЗРОЖДЕНИЯ СБЕРЕГАТЕЛЬНОЙ ОТРАСЛИ И НАЧАЛО КРИЗИСА

Возрождение сберегательной отрасли в 1983—1985 гг. закончилось так же быстро, как и началось. Так или иначе, оно походило на «золотую лихорадку», подобно ситуации на Аляске в конце XIX в. В те времена предприниматели обычно спешили к местонахождению очередной золотой жилы, выжимали из нее все что только возможно и уходили, оставляя за собой лишь пустые города.

Фундамент, заложенный Конгрессом и FHLBB в период 1980—1982 гг., стал основным катализатором завершающей стадии «золотой лихорадки» 1983—1985 гг. Налоговый закон экономического возрождения 1981 г., последующее восстановление сберегательной отрасли от последствий депрессии и одновременный рост цен в начале

1980-х годов стали причиной значительного подъема, наблюдавшегося в отрасли в период 1983—1985 гг.

Как и любая другая «золотая лихорадка», однако, это очевидное оживление деятельности в сберегательной отрасли было делом кратковременным. В 1984 г. Казначейство возобновило применение старых норм амортизации недвижимого имущества, что привело к падению стоимости недвижимости после уплаты налогов. Более того, в 1985—1986 гг. значительно выросли цены на нефть, что, естественно, привело к экономическому кризису в юго-западной части США — как раз в том регионе, где рост сберегательных ассоциаций был самым большим.

До завершающей стадии «золотой лихорадки» в сберегательной отрасли было рукой подать, и для многих сберегательных учреждений образ покинутых городов стал явью. Началось массовое банкротство сберегательных учреждений. Масштабы катастрофы были просто поразительны. Даже при использовании недостаточно строгих стандартов RAP 130 сберегательных учреждений стали неплатежеспособными к концу 1985 г.; к ним присоединились еще 255 — в 1986 г. и 351 фирма — в 1987 г. Принципы RAP, конечно, не могли показать действительного размаха катастрофы. Даже когда вроде бы наблюдался подъем в сберегательной отрасли в 1983—1985 гг., более тысячи сберегательных учреждений могли считаться банкротами при использовании более строгих стандартов учета. После 1985 г. к ним присоединились еще сотни.

Далее, в этой главе, мы обсудим конкретные цифры и суммы более подробно. Сначала же следует рассмотреть причины этого кризиса.

КАКОВЫ ДЕЙСТВИТЕЛЬНЫЕ ПРИЧИНЫ СБЕРЕГАТЕЛЬНОГО КРИЗИСА?

Можно выделить шесть факторов, которые привели к кризису сберегательной отрасли. Обсудим каждый из них по очереди. В следующем разделе попытаемся определить, какие из этих факторов играли важнейшую роль.

Негибкость портфелей активов и неопытность управляющих С момента создания в 1831 г. ссудо-сберегательные ассоциации специализировались на использовании средств, полученных по срочным вкладам, для кредитования под залог жилых помещений. Но если первоначально сберегательные ассоциации прибегали к ипотечному кредитованию от случая к случаю, то начиная с 1930-х годов они использовали этот вид кредитования также под воздействием государственного регулирования или в силу мощных налоговых стимулов.

Более того, сберегательные ассоциации специализировались в выдаче ипотечных ссуд с фиксированной процентной ставкой. Этим они подвергали себя значительному процентному риску. Если процентные ставки по краткосрочным обязательствам — привлекаемым срочным вкладам — уменьшались, то прибыль росла, если же процентные ставки по краткосрочным обязательствам росли (что происходило в 1979—1982 гг.), то они могли нести значительные убытки, что действительно имело место.

Ипотеки с плавающей ставкой позволили бы сберегательным ассоциациям хеджировать процентный риск при ипотечном кредитовании. Это признавалось в 1970-е годы, и FHLBB несколько раз предлагал внести законодательные изменения, которые позволили бы сберегательным ассоциациям предлагать ипотечные ссуды с плавающей ставкой. Однако Конгресс все время отказывался принимать решение по этому вопросу, поскольку опасался, что сберегательные ассоциации воспользуются этим во вред клиентам. Только когда отрасль была на грани краха в 1980 г., Конгресс впервые разрешил выдачу ипотечных ссуд с плавающей ставкой, но тогда основной ущерб отрасли уже был нанесен.

Прошло некоторое время, прежде чем новые виды ипотечных ссуд стали широко использоваться менеджерами сберегательных ассоциаций и их клиентами. Гораздо меньший срок им требовался, чтобы реализовать возможности в выдаче потребительских и

коммерческих ссуд и хранении различных краткосрочных обязательств. Управляющие сберегательными учреждениями понимали, что им необходимо вывести компании из рискованного, неустойчивого положения, но у многих не хватало опыта в такого рода делах. В результате многие управляющие совершили ошибки при принятии решений относительно кредитной политики компаний, что очень дорого им стоило.

Высокие и изменчивые процентные ставки в 1979—1982 годы Несомненно, что значительный рост процентных ставок и их необычайная изменчивость в конце 1970-х — начале 1980-х годов создали предпосылки для полного краха сберегательной отрасли в середине 1980-х годов. Сберегательные ассоциации специализировались в выдаче долгосрочных ипотечных ссуд с фиксированной ставкой, в то время как срочные вклады привлекались на краткосрочной основе и процентные ставки по ним могли меняться. Поэтому в создавшейся ситуации лишь немногие фирмы могли держаться на плаву продолжительное время.

Период высоких и изменчивых процентных ставок длился около трех лет. Для некоторых это не такой уж большой срок, но для многих управляющих сберегательными ассоциациями он казался вечностью. И естественно, этого было достаточно, чтобы подвергнуть многие сберегательные ассоциации риску. У их управляющих появились стимулы для быстрого разрешения проблем при малейшей возможности, что многие и попытались сделать.

Дерегулирование сферы финансов и рост конкуренции В начале 1980-х годов Конгресс начал дерегулирование деятельности депозитных учреждений в надежде, что рынки финансовых услуг станут более конкурентными. Как обсуждалось в главе 11, основной характеристикой конкуренции является свободный вход фирм в ту или иную отрасль или выход из нее. Одним из способов выхода из отрасли является *банкротство* (*failure*). При ожесточенной конкуренции некоторые фирмы просто не могут выжить. Они терпят убытки и должны покинуть данную отрасль.

Вслед за дерегулированием деятельности депозитных учреждений в связи с принятием соответствующего закона 1980 г. и Закона Гарна—Сент-Жермена рост числа банкротств банков и сберегательных учреждений стал неизбежным. Особенно верно это было в свете развития новых компьютерных технологий, которое совпало с дерегулированием финансовой сферы в начале 1980-х годов. В результате технологических нововведений депозитные учреждения, связанные с высокими затратами труда, стали первыми кандидатами на вымирание в отрасли финансовых услуг, характеризующейся ожесточенной конкуренцией. Только сберегательные учреждения, которые смогут оптимально использовать на практике новые технологии, будут конкурентоспособными в долгосрочной перспективе. Те, которые не в состоянии этого сделать, останутся слишком трудоемкими, а некоторые просто обанкротятся.

Изменения других внешних факторов Два фактора, воздействие которых повлияло на деятельность сберегательной отрасли, — это изменения налогового законодательства и цен на нефть. Несомненно, эти внешние факторы сыграли ключевую роль в сберегательном кризисе.

Изменения налогового кодекса в 1950—60-е годы способствовали усилению внимания сберегательных ассоциаций к ипотечному кредитованию. Дальнейшие изменения налогового законодательства в 1980-е годы внесли значительный вклад в бум жилищного строительства начала 1980-х и его последующий спад в середине 1980-х годов.

Вдобавок к спадам и подъемам на рынке жилищного строительства в 1980-е годы происходили значительные колебания цен на нефть. Когда цены на недвижимость после уплаты налогов резко выросли по всей стране в 1982—1985 гг., этот эффект в

юго-западной части США был усилен за счет общего подъема цен на нефть, который повлек за собой региональный экономический бум. Подобным образом, когда начиная с 1985 г. цены на недвижимое имущество после уплаты налогов стали несколько снижаться, отрицательное воздействие этого факта на объем кредитования сберегательных ассоциаций в юго-западных штатах было усилено общим экономическим спадом в этом регионе вследствие падения цен на нефть.

Мошенничество Несомненно, мошеннические действия внесли свой вклад в сберегательный кризис. Несколько управляющих сберегательными учреждениями и их владельцев были признаны виновными по обвинению в нарушении законов при совершении сделок. Оценки последствий мошенничества в этой отрасли в 1980-е годы приводятся разные. Если верить им, то мошеннические действия привели к банкротству от 3 до 50% всех сберегательных учреждений.

Что же является причиной такого разброса в оценках последствий мошенничества? С одной стороны, трудно определить, имели ли место такого рода действия до того момента, когда владельцы сберегательных учреждений и их управляющие уже были признаны виновными. Поэтому данные расчеты основываются главным образом на догадках о вердиктах, которые могли быть вынесены судом.

Моральный риск Несомненно, что более значимую роль в развитии кризиса по сравнению с мошенничеством сыграла *проблема морального риска*. Напомним из главы 12 суть этой проблемы: застраховав банковские депозиты, государство становится морально ответственным за управляющих сберегательными учреждениями. Это подвергает систему государственного страхования риску, что эти управляющие будут предпринимать более рискованные действия. Хотя мошенничество является крайностью этой проблемы, она может возникнуть и при вполне законных рискованных операциях. Вся сложность заключается в том, что такого рода операции с большей вероятностью могут стать причиной банкротства застрахованной организации.

В отсутствие страхования депозитов у домашних хозяйств и фирм были бы более сильные стимулы для соблюдения своих интересов при совершении сделок с депозитными учреждениями. Они бы уделяли больше внимания финансовым результатам деятельности своих депозитных учреждений. Действительно, вкладчики, чьи сбережения, накопленные за всю жизнь и находящиеся в определенном банке или сберегательном учреждении, скорее всего, требовали бы регулярного предоставления отчетности данной организации. К тому же домашние хозяйства и фирмы стали бы хранить свои средства в нескольких депозитных учреждениях на случай банкротства одного из них.

Существование федерального страхования депозитов, однако, сводит на нет стимулы для домашних хозяйств и фирм следить за деятельностью депозитных учреждений или диверсифицировать вложения. С какой стати им теперь это делать, когда государство несет ответственность за все? Более того, если они могут держать более одного вклада, застрахованного государством, в одном и том же учреждении, что может заставить их заниматься диверсификацией вкладов?

Для управляющих сберегательными ассоциациями проблема морального риска стояла особенно остро. Пока страхование депозитов защищало вкладчиков сберегательной отрасли, управляющие могли быть уверены, что их попытки быстро заработать вряд ли могли повредить вкладчикам. Даже Джордж Бэйли (Bailey) — главный герой книги «Эта прекрасная жизнь» — мог поддаться искушению предпринять рискованные капиталовложения в таких условиях.

Можно с уверенностью сказать, что действия Конгресса и органов, регулирующих сберегательную отрасль, в начале 1980-х годов только увеличили масштаб проблемы

морального риска. Дерегулирование финансовой сферы вне всяких сомнений стало причиной роста потенциальных трудностей, возникающих в связи с моральным риском. Дерегулирование, однако, не сопровождалось *регулированием, направленным на обеспечение большей безопасности и надежности*, призванным сократить убытки, причиной которых являлась проблема морального риска. В любом случае влияние такого регулирования резко сократилось в начале 1980-х годов, особенно когда FHLBB, по настоянию Конгресса, принял RAP и уменьшил требования к размеру капитала сберегательных учреждений.

Одним из симптомов морального риска стало доминирование так называемых «бросовых» облигаций в портфелях активов сберегательных ассоциаций. Эти долгосрочные высокодоходные облигации с низким кредитным рейтингом, выпускаемые рисковыми фирмами, были чрезвычайно привлекательны для сберегательных ассоциаций в погоне за быстрой прибылью. Высокий уровень риска, однако, отражался в колебаниях их доходности.

Еще одним симптомом проблемы морального риска явился рост **депозитов, прошедших через брокера** (*brokered deposits*) в сберегательных учреждениях. Депозитные брокеры, которые были представлены несколькими уважаемыми компаниями Уолл-стрит, занимающимися ценными бумагами, принимали средства от отдельных вкладчиков для формирования пулов по 100 000 долл., которые они продавали банкам и сберегательным ассоциациям за определенную комиссию. Размер такого пула далеко не случаен — он как раз равен предельному размеру страхуемых депозитов для отдельного счета. Депозитный брокер следит за долей каждого инвестора в этом пуле и за определенную комиссию переводит полученные проценты с депозита первичным вкладчикам. Хотя такая деятельность официально не запрещена, она способствовала росту сберегательной отрасли и расширению суммы застрахованных депозитов отрасли.

КАКОЙ ОТДЕЛЬНО ВЗЯТЫЙ ФАКТОР КРИЗИСА БЫЛ САМЫМ ВАЖНЫМ?

При большом числе различных причин довольно рискованно выделить самый важный фактор, повлекший за собой сберегательный кризис. И конечно, многие обвиняли друг друга по мере разрастания кризиса. Тем не менее почти все наблюдатели—теоретики и бывшие политики — указали на один фактор, имевший наибольшее значение: *проблему морального риска, связанную с введением системы федерального страхования депозитов.*

Напомним, как отмечалось в главе 12, что Конгресс начиная с 1934 г. установил фиксированные ставки премии по страхованию депозитов для всех страхуемых на федеральном уровне депозитных учреждений. К тому же такие ставки были далеки от нормативов, которые бы использовали частные страховые компании. В действительности с самого начала уровень этих ставок был слишком низок, хотя, возможно, были периоды в 1950—60-е годы, когда они были слишком высоки. Низкие фиксированные ставки страховых премий вызвали серьезную проблему морального риска в федеральной системе страхования депозитов. Ставки, которые платили сберегательные ассоциации, не менялись в зависимости от рискованности их инвестиций. Поэтому у них не было стимула для снижения уровня риска. За риск приходилось платить государству.

Естественно, система федерального страхования депозитов не была единственной причиной кризиса; одновременное воздействие всех факторов, обсуждаемых выше, повлекло за собой непоправимые последствия. Тем не менее нельзя отрицать тот факт, что особой причиной, которую можно считать катализатором кризиса, была федеральная система страхования депозитов.

Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении 1989 года

Последствия принятия *Закона о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении 1989 г.* (*Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act*) для коммерческих банков были освещены в главе 10. Здесь мы рассмотрим влияние этого закона на деятельность сберегательных учреждений, что и было основным мотивом его принятия Конгрессом. Начнем с освещения периода, непосредственно предшествующего принятию закона. Затем отметим его важнейшие положения и посмотрим, во сколько же обошелся сберегательный кризис и кому придется за это платить.

УСИЛИЯ И БЕЗДЕЙСТВИЕ РЕГУЛИРУЮЩИХ ОРГАНОВ ДО ПРИНЯТИЯ ЗАКОНА О РЕФОРМЕ ФИНАНСОВЫХ УЧРЕЖДЕНИЙ

К 1985 г. всем, имевшим отношение к данное сфере, стало очевидно, что кризис сберегательной отрасли был на горизонте. Не менее очевидно было и то, что страховой фонд FSLIC старался сохранить свою платежеспособность. К концу 1985 г. резервный капитал фонда составлял 4,5 млрд. долл., а к концу 1986 г. он уменьшился более чем вдвое, до 1,9 млрд. долл. Сумма застрахованных депозитов сберегательных учреждений превышала 780 млрд. долл. к концу 1985 г. и к концу 1986 г. выросла более чем на 5%, практически до 824 млрд. долл.

Последние усилия, чтобы остановить кризис Регулирующие органы предприняли некоторые действия, чтобы остановить или по крайней мере замедлить кризис. В 1985 г. FHLBB ввел специальный дополнительный сбор, который увеличил ставки премий по страхованию депозитов для сберегательных учреждений на 150%. Он также ввел ограничения для ежегодных темпов роста сберегательных учреждений, капитал которых не соответствовал требованиям FHLBB, и осенью 1986 г. FHLBB начал постепенно ужесточать требования к размеру капитала, увеличив его норматив с 3% до максимально разрешенных законом 6%. В 1985 г. FHLBB также ввел **Программу предписанного внешнего управления** (*Management Consignment Program*), в соответствии с которой некомпетентные управляющие обанкротившихся сберегательных учреждений увольнялись и заменялись на «предписанную» группу управляющих других сберегательных учреждений в том же регионе.

В течение 1986 г. FHLBB также увеличил численность аппарата, занимающегося проверками и надзором, на 50% и еще на 14% в последующие два года. Более того, весной 1987 г. FHLBB начал постепенную замену системы RAP, используемой для оценки стоимости активов, собственного капитала и прибыли, стандартами GAAP.

Хотя эти меры существенно помогли замедлить кризис, но они не остановили его. В течение 1986 г. FHLBB и некоторые члены Конгресса предприняли попытки получить кредиты для FHLBB в размере до 15 млрд. долл. из федеральных средств с тем, чтобы FHLBB смог реконструировать страховой фонд FSLIC и закрыть обанкротившиеся сберегательные учреждения. В дело вмешались политики, когда отдельным конгрессменам (в частности, конгрессмену от штата Техас Джеймсу Райту (Wright), вскоре занявшему место спикера палаты представителей) стали поступать жалобы от владельцев сберегательных учреждений (особенно техасских) о том, что новая политика FHLBB была слишком жесткой и что увеличение объема финансирования FSLIC приведет к «несправедливому» закрытию многих сберегательных учреждений. Дж. Райт использовал свое политическое влияние для того, чтобы принятие в Конгрессе спасательного плана FSLIC было приостановлено.

Сберегательные учреждения-зомби В результате 1986 г. стал периодом, когда FHLBB усиленно проверял сберегательные учреждения, но у него не было достаточно ресурсов, чтобы закрыть их или провести слияния с более устойчивыми. Такие обанкротившиеся, но *продолжающие оставаться открытыми* сберегательные ассоциации получили название **сберегательных учреждений-зомби** (*zombie thrifts*). Для тех, кто никогда не смотрел фильмов ужасов категории «В», «зомби» — слово, происходящее от имени змеиного бога вуду. Это термин, обозначающий мертвое тело, в которое искусственным образом, с помощью магического заклинания вуду, вдохнули жизнь. Данный термин можно было применить и к открытым, но неплатежеспособным сберегательным учреждениям: в финансовом плане они были мертвы, но продолжали работать в силу бездействия регулирующих органов. Сотни таких организаций продолжали функционировать с 1985 по 1987 г.

Они продолжали нести убытки, что означало увеличение суммы обязательств страхового фонда FSLIC. В конце концов, дополнительные убытки таких организаций представляли собой суммы, которые сами сберегательные учреждения уже не смогут возместить застрахованным вкладчикам и которые, следовательно, придется оплачивать страховому фонду FSLIC.

День, который запомнится надолго В конце концов в феврале 1987 г. Главное бюджетно-контрольное управление (General Accounting Office) объявило, что дебиторская задолженность FSLIC составила 6 млрд. долл. 25 февраля 1987 г. в *Wall Street Journal* появилась статья на трех полосах по дефициту бюджета FSLIC, в которой приводилось высказывание одного из членов Банковского комитета палаты представителей Конгресса: «FSLIC оказалась в еще худшем положении, чем мы могли представить в наших худших кошмарах». В действительно классическом стиле заявлений Конгресса он продолжил: «Это означает, что нам как можно скорее придется оказать им содействие». В той же статье была цитата нового спикера палаты представителей Джеймса Райта: «Я ожидаю, что Банковский комитет представит бюджет FSLIC в первой половине марта. Он (бюджет) будет значительно меньше того, что попросит администрация».

Как выяснилось, спикер палаты был прав. Итоговый законопроект, принятый Конгрессом в конце июля 1987 г., выделил FHLBB общий кредит на сумму в 10,825 млрд. долл., при этом максимальный размер годового объема кредитования равнялся 3,75 млрд. долл. Новый законодательный акт также содержал «положение о неприменении принудительных мер» (forbearance provision), в соответствии с которым FHLBB получил инструкции разрешить сберегательным учреждениям с чрезмерно низким отношением собственного капитала к общим активам (до 0,5% всех обязательств) продолжать функционировать до тех пор, пока они не смогут удовлетворить все требования. В сущности, в тот момент Конгресс был более обеспокоен тем, что FHLBB может быть слишком суров по отношению к сберегательным учреждениям, так что их ликвидация в принудительном порядке была разрешена только в самых крайних случаях.

В 1987 г., если использовать стандарты RAP, то в общем оказалось банкротом 351 сберегательное учреждение, застрахованное FSLIC, что намного больше оценки на основе GAAP. Из общего числа обанкротившихся сберегательных учреждений 109 находились в Техасе: их активы составляли более 39 млрд. долл., или почти 40% из 99 млрд. долл., принадлежащих сберегательным учреждениям, являвшимся банкротами по оценке на основе RAP. В течение 1988 г. FHLBB использовал свое новое право решать судьбу (путем ликвидации, продажи активов и т. п.) 205 сберегательных учреждений, что обошлось FSLIC приблизительно в 30 млрд. долл. Из них 81 фирма находилась в Техасе, так что расходы FSLIC по ликвидации последних превысили 18 млрд. долл.

В 1988 г. президентом США был избран Джордж Буш (*Bush*), и в январе 1989 г. он приступил к исполнению своих обязанностей. Администрация Буша объявила о введении новой сберегательной программы 6 февраля 1989 г., и 7 февраля *Wall Street Journal* опубликовала передовую статью под заголовком «Динозавры сберегательной отрасли: спасательный план Буша для вымирающих ссудо-сберегательных ассоциаций». В первоначальном плане администрации было заложено проведение займа размером в 50 млрд. долл. посредством выпуска долгосрочных государственных облигаций. В соответствии с предлагаемой схемой сберегательные учреждения оплатят основную сумму долга, а налогоплательщикам придется оплатить часть процентов по долгу, начисляемых ежегодно. Планировались переход около 350 сберегательных учреждений в государственную собственность, придание ранее независимому FHLBB статуса подразделения Казначейства, установление более высоких ставок премий по страхованию депозитов и расходы в сумме 50 млн. долл. для Министерства юстиции для уголовного преследования за мошенничество владельцев и управляющих сберегательными учреждениями.

Администрация официально внесла свой законопроект в Конгресс в марте 1989 г. Спустя пять месяцев, несмотря на очевидную безотлагательность ситуации — в это время сберегательные учреждения-зомби продолжали терять деньги, — Конгресс в конце концов принял Закон о реформе финансовых учреждений, как стал называться законопроект Дж. Буша. В нем сохранились основные положения первоначального варианта.

ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ ЗАКОНА 1989 ГОДА

Закон о реформе финансовых учреждений был довольно объемным документом; в распечатанном виде он занимал 381 страницу. Поэтому мы выделим только ключевые аспекты этого законодательного акта. Кроме того, более подробно рассмотрим положения, непосредственно относящиеся к преодолению сберегательного кризиса.

Новая структура системы надзора Закон упразднил Федеральный совет банков жилищного кредита (FHLBB). Вместо него было создано новое агентство — *Управление надзора за сберегательными учреждениями* (*Office of Thrift Supervision, OTS*), которое находилось в составе Министерства финансов США. Его структура и полномочия по регулированию сберегательных учреждений, застрахованных на федеральном уровне, схожи с Управлением контролера денежного обращения Казначейства в отношении национальных коммерческих банков.

В некоторых случаях полномочия OTS были ограничены. Закон предоставил FDIC, которая сменила FSLIC в качестве органа надзора за страхованием сберегательных ассоциаций, осуществляемым через Страховой фонд сберегательных ассоциаций, все права по принятию принудительных мер для неплатежеспособных сберегательных учреждений. Закон также уполномочил FDIC отменять действие страховки сберегательных ассоциаций даже при несогласии OTS. К тому же в Совет FDIC были дополнительно включены еще два директора (контролер денежного обращения и глава OTS), что увеличило численность совета с трех до пяти человек.

Закон создал новое независимое агентство — *Федеральный совет по жилищному финансированию* (*Federal Housing Finance Board*) для осуществления надзора за Федеральной системой банков жилищного кредита, которую закон оставил без изменений. Этот совет состоит из пяти директоров, включая секретаря Департамента жилья и городского развития и четырех частных лиц, назначаемых президентом США и утверждаемых сенатом Конгресса. Закон потребовал от системы FHLB расширения финансирования для дальнейшего удешевления жилищного строительства за счет предоставления субсидированных ссуд (под процентную ставку ниже рыночной) сберегательным учреждениям, участвующим в ипотечном кредитовании заемщиков с низкими и средними доходами.

Новые ограничения для повышения безопасности и надежности В начале 1980-х годов Закон о реформе финансовых учреждений постепенно стал менять политику, первоначально направленную на финансовое дерегулирование, и ввел новые официальные ограничения на деятельность сберегательных ассоциаций. В законе уточнялось, что всем некооперативным сберегательным ассоциациям запрещается хранение высокодоходных, высокорискованных «бросовых» облигаций. Он отменил ограничения Закона Гарна—Сент-Жермена относительно размера коммерческих ипотечных ссуд сберегательных ассоциаций, который не должен был превышать 40% общих активов, и вместо этих ограничений установил, что объем такого кредитования должен быть в четыре раза меньше собственного капитала учреждения.

Закон также ввел новую систему требований к размеру капитала для застрахованных сберегательных ассоциаций, возложив на OTS контроль за исполнением указанных нормативов. К тому же закон запретил сберегательным ассоциациям, не соответствующим требованиям к размеру капитала, принимать какие-либо депозиты, прошедшие через брокера. Наконец, закон ужесточил гражданскую и уголовную ответственность за незаконные сделки владельцев и управляющих сберегательными ассоциациями.

Финансирование ликвидации обанкротившихся сберегательных учреждений Основным положением Закона о реформе финансовых учреждений было финансирование **ликвидации** (*resolution*) обанкротившихся сберегательных учреждений, которая была приостановлена FHLBB в 1989 г. в ожидании принятия этого закона. Закон установил, что такое финансирование должно вестись совместно Министерством финансов и новым агентством — *Финансовой корпорацией для урегулирования* (*Resolution Funding Corporation, RFC*).

В соответствии с законом было создано еще одно новое агентство — *Трастовая компания для урегулирования* (*Resolution Trust Corporation, RTC*), осуществляющая надзор за ликвидацией обанкротившихся сберегательных ассоциаций под эгидой FDIC. Трастовую компанию возглавляет совет, состоящий из пяти членов, в который входят министр финансов, председатель Совета управляющих Федеральной резервной системы, секретарь Департамента жилья и городского развития и два частных лица, назначаемых президентом США и утверждаемых сенатом Конгресса.

В основном за счет займов, организованных Казначейством и Финансовой корпорацией для урегулирования, законом предусматривались ассигнования в размере 50 млрд. долл., преобладающую часть которых (40 млрд. долл.) составляют расходы RTC по ликвидации старых сберегательных ассоциаций-зомби и новых банкротов. Оставшиеся 10 млрд. долл. были ассигнованы для обанкротившегося страхового фонда FSLIC, который был преобразован в SAIF под эгидой FDIC.

Очевидно, что «алфавитная мешанина» из правил значительно изменилась в результате принятия данного закона. FHLBB стал делом прошлого, хотя Федеральная система банков жилищного кредита до сих пор действует. Канула в Лету и FSLIC. Теперь функции упраздненных органов выполняют OTS, RFC и RTC. Естественно, те, кто непосредственно связан с деятельностью агентств, сталкиваются с проблемой их субординации. Поэтому RTC разработала схему всех взаимоотношений, которые были установлены в соответствии с законом (рис. 13-1).

ВО СКОЛЬКО ОБОШЕЛСЯ КРИЗИС И КОМУ ПРИШЛОСЬ ЗАПЛАТИТЬ?

Даже когда Конгресс выделил 50 млрд. долл. для наведения порядка в сберегательной отрасли, стало очевидно, что этой суммы не хватит для решения проблемы с обанкротившимися сберегательными учреждениями. Даже в начале 1989 г., пока Закон о реформе финансовых учреждений обсуждался в Конгрессе, FHLBB подсчитал, что

придется закрыть еще 400 сберегательных ассоциаций, что будет стоить — в ценах 1989 г. — 40 млрд. долл. Приплюсовав эту сумму к ранее рассчитанной сумме в 40 млрд. долл., мы получим величину 80 млрд. долл., что и является стоимостью выхода сберегательной отрасли из кризиса, когда Конгресс принял закон.

Слишком оптимистичные планы В Конгрессе понимали, что фактическая стоимость выхода из кризиса зависела от ряда факторов, большинство из которых были вне его контроля. К примеру, положение сберегательных учреждений было в довольно большой зависимости от общего состояния экономики. Учитывая масштабы ипотек и обеспеченных ими ценных бумаг, которыми владели сберегательные учреждения, особенно важно, насколько устойчивыми были цены на недвижимость в начале 1990-х годов. Конгрессу не были известны эти факторы, когда в 1989 г. принимался закон, так что администрация Дж. Буша и Конгресс использовали прогнозы будущих событий в качестве ориентиров при принятии законодательных актов.

В основе закона 1989 г. лежали далекие от реальности прогнозы. Кроме всего прочего, допускалось, что в ближайшие 10 лет вряд ли произойдет серьезный экономический спад; события 1990 и 1992 гг. сразу показали несостоятельность таких выводов. Более того, с самого начала законопроект, который впоследствии стал Законом о реформе финансовых учреждений, допускал, что депозиты сберегательных ассоциаций будут расти на 7% ежегодно; в действительности же каждый месяц они сокращались на несколько миллиардов долларов, начиная с конца 1989 г. до 1991 г. (рис. 13-2).

Естественно, все эти расчеты оказались неверными. Тем не менее Конгресс в основу закона 1989 г. положил именно эти чересчур оптимистичные прогнозы. Это занизило оценочную величину расходов по выходу из кризиса сберегательной отрасли, официально рассчитанную в 1989 г. Однако это не остановило рост фактических расходов, когда все прогнозы на поверку оказались неправильными.

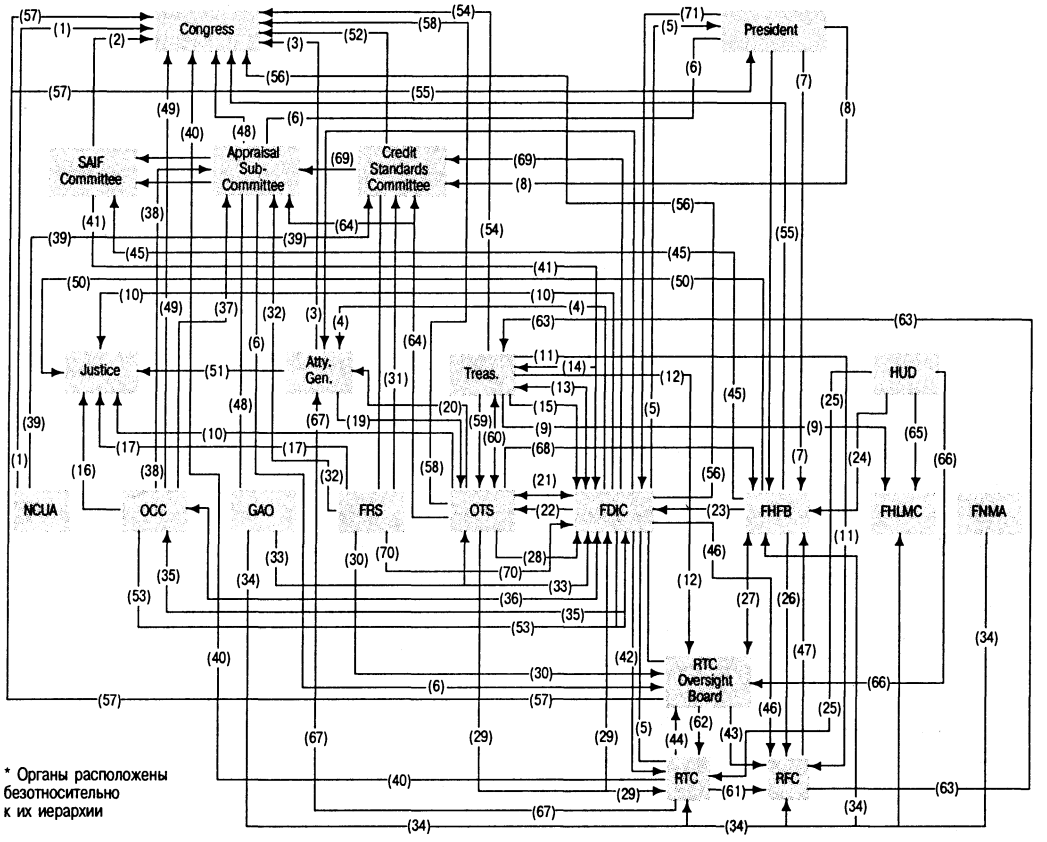
Оценка расходов по выходу из кризиса Прежде чем мы рассмотрим оценку фактических расходов, понесенных в результате сберегательного кризиса, необходимо учесть все сложности с определением их реальной суммы. Во-первых, многие расчеты были не совсем точны, например, по *срокам*. Как уже отмечалось, проблемы стали расти в 1985 г., и FHLBB пришлось закрыть значительное число сберегательных ассоциаций в период между 1985 и 1987 гг. Многие официальные расчеты общей суммы *не включают* эти расходы и поэтому занижают прогнозируемую стоимость выхода из кризиса.

Во-вторых, большинство расчетов не учитывают тот факт, что Казначейство США потеряло миллиарды долларов *несобранных налогов* в результате кризиса. Чтобы побудить устойчивые банки и сберегательные организации к приобретению неплатежеспособных учреждений, Конгрессу и регулирующим органам пришлось предоставить им различные налоговые льготы.

В-третьих, самое главное — многие оценки, приводимые в средствах массовой информации, часто упускают временной фактор. Напомним из предыдущих глав, что для сравнения текущей стоимости капитала с его будущей стоимостью необходимо привести будущую стоимость к оценкам на настоящий момент, т. е. дисконтированную стоимость, причем нормой дисконтирования будет процентная ставка.

Рис. 13-1

Функциональные взаимоотношения, установленные в соответствии с Законом о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении 1989 г. (*Источник: White Lawrence J.*, The S&L Debacle. — New York: Oxford University Press, pp. 190—191.)



* Органы расположены безотносительно к их иерархии

1. Доклад об исполнении
2. Доклад комитета
3. Доклад об исполнении
4. Деятельность «банков-мостов»
5. Ежегодный отчет
6. Одобрение назначения 2 членов Совета
7. Одобрение назначения 4 членов Совета
8. Назначение 6 членов Комитета
9. Покупка облигаций FHLMC
10. Передача на рассмотрение преступных действий
11. Гарантийные фонды
12. Обслуживание
13. Сохранение минимального числа учреждений
14. Отчет о деятельности по поддержке / сохранению.
    Возможность предоставления займов в 5 млрд. долл. с согласия Казначейства.
    Ежеквартальное планирование и прогнозирование деятельности
15. Дополнительные фонды SAIF, фонд FSLIC
16. Передача на рассмотрение преступных действий
17. Передача на рассмотрение преступных действий
18. Передача на рассмотрение преступных действий
19. Деятельность «банков-мостов»
20. Информация по холдингам
21. Одобрение деятельности по погашению корпорационных долгов.
    Сохранение минимального числа учреждений
22. Извещение о переводе средств.
    Взимание сборов / взносов.
    Рассмотрение заявлений новых сберегательных ассоциаций.
    Принятие принудительных мер.
    Деятельность филиалов.
    Отчет о деятельности по поддержке / сохранению
23. Финансовая помощь фонду SAIF
24. Обслуживание BOD
25. Возмещение имущества RTC
26. Финансовая помощь фонду
27. Размещение региональных банков
28. Обслуживание BOD
29. Определение поддержки / сохранения
30. Обслуживание BOD
31. Член комитета
32. Член комитета
33. Аудит за год.
    Аудит фондов BIF, SAIF, FSLIC.
    Старые дела FSLIC
34. Аудит за год
35. Отчет о деятельности по поддержке / сохранению
36. Наложение административных денежных штрафов
37. Член комитета
38. Член комитета
39. Член комитета
40. Отчеты и представительство
41. Отчеты для BOD
42. Финансовая помощь SAIF
43. Утверждение правления/активов для ликвидации
44. Запросы по финансированию / отчетности
45. Отчеты региональных банков
46. Перевод средств в фонд FSLIC
47. Эмиссия акций
48. Отчет о результатах аудиторской проверки
49. Отчет об исполнении
50. Передача на рассмотрение преступных действий
51. Передача на рассмотрение преступных действий
52. Отчет об исполнении. Банковские взносы
53. Обслуживание BOD
54. Отчет по федеральной финансовой оценке за год / оценка риска
55. Годовые отчеты по жилищному строительству, об исполнении, по операциям и ссудам в связи с Законом о процедуре урегулирования финансовых операций с недвижимостью
56. Годовой отчет по фондам BIF, SAIF, FSLIC. Отчет об исполнении
57. Годовой отчет о деятельности RFC
58. Годовой отчет о деятельности
    Отчет об исполнении
59. Осуществление надзора
60. Сохранение минимального числа учреждений
61. Выпуск сертификатов.
    Оплата на особых условиях
62. Деятельность по надзору
63. Выплаты по ликвидации активов
64. Член комитета
65. Регулирующий орган
66. Обслуживание BOD
67. Деятельность «банков-мостов»
68. Требование авансовых платежей
69. Член комитета
70. Одобрение образования холдинга
71. Назначение трех членов совета

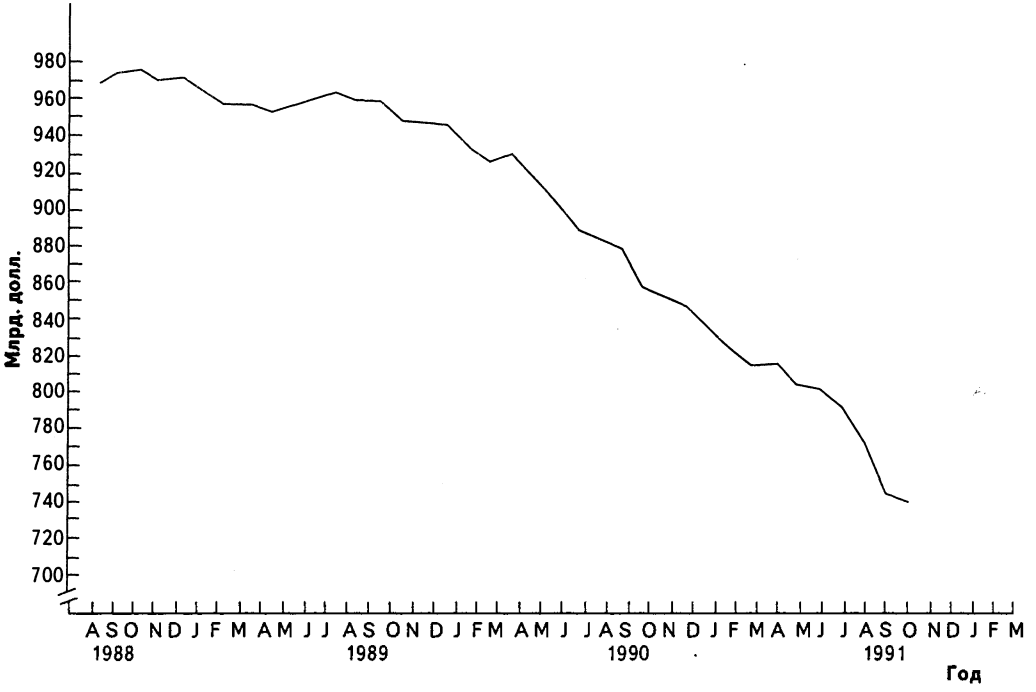


Рис. 13-2
Депозиты сберегательных учреждений, застрахованные SAIF (*Источник*: Federal Reserve Bulletin.)

Полезно рассмотреть пример неправильного понимания, которое может возникнуть, если не учитывать временной фактор. Например, возьмем лотерею, проводимую в штатах. Во многих из них проводят так называемые «лотереи в миллион долларов». Утверждается, что денежный приз состоит именно из этой суммы. В действительности обычно вся сумма выплачивается за несколько лет. Например, победитель получает 100 000 долл. каждый год в течение 10 лет. Это и есть 1 млн. долл., правильно? Ну, в общем-то, не совсем. Предположим, что процентная ставка в течение этих 10 лет составляет 7%. Тогда дисконтированная стоимость выплат по 100 000 долл., получаемых каждый год, составит чуть более 750 000 долл. Это и будет сумма, фактически полученная победителем «лотереи в миллион долларов», т. е. стоимость, приведенная к оценкам на настоящий момент. Следовательно, лотереи штатов, не учитывая временной фактор, часто *завышают текущую стоимость* тех сумм, которые выплачиваются в качестве денежных призов.

Это важно для оценки фактической суммы, в которую обошелся кризис. Средства массовой информации, чтобы представить последствия кризиса в более драматичном свете, публикуют максимальные величины, которые при этом не учитывают временной фактор. Рассмотрим следующий пример, касающийся первоначальных ассигнований в 50 млрд. долл., предусмотренных законом 1989 г. RFC получила этот заем на 30-летний срок. Некоторые расчеты того периода, публикуемые в средствах массовой информации и не учитывающие фактор времени, использовали сумму долга плюс проценты, которые RFC придется заплатить через 30 лет. В сумме это составило 250 млрд. долл., в которые обошелся кризис. На самом же деле 50 млрд. долл. ассигнований в то время представляли собой соответствующую дисконтированную стоимость расхо-

дов — даже опуская тот факт, что Конгресс и администрация, скорее всего, недооценили *фактическую сумму*, в которую обошелся кризис.

Оценка убытков Конечно, 50 млрд. долл. сами по себе очень крупная сумма, но, как мы уже показали, этого было слишком мало для выхода из кризиса. К началу 1990-х годов стало очевидно, что понадобится гораздо больше.

Разные группы и отдельные лица занимались оценкой последствий сберегательного кризиса. Между более ранними расчетами существовали довольно большие различия: даже в 1988 г. некоторые оценки текущей стоимости расходов по выходу из кризиса отличались ни много ни мало на 100 млрд. долл. Прошло достаточно времени для учета всех факторов, поэтому большинство оценок теперь гораздо ближе друг к другу.

Оценки дисконтированной стоимости общих расходов по выходу из кризиса, проведенные Бюджетным управлением Конгресса, Главным бюджетно-контрольным управлением, экономистами аппарата правительства и независимыми исследователями теперь находятся в пределах от 140 млрд. до 200 млрд. долл. (в ценах 1991 г.). Чтобы сделать эти суммы более наглядными, давайте проделаем некоторые расчеты. Для начала заметим, что дефицит государственного бюджета в 1991 г. составил 320,9 млрд. долл.; следовательно, убытки, понесенные в результате сберегательного кризиса, могли компенсировать большую часть дефицита. Для большей наглядности отметим, что (в соответствии с переписью населения 1990 г.) в США проживает около 248 710 000 женщин, мужчин и детей. Это означает, что каждому из них пришлось заплатить от 562 до 807 долл., если учитывать общую дисконтированную стоимость убытков от кризиса.

Более того, существует вероятность того, что, даже если оценки убытков различных наблюдателей сходятся, расчеты все-таки могут показывать несколько заниженную сумму, необходимую для выхода из кризиса. Эти подсчеты зависят от периода времени, затраченного RTC на реализацию активов обанкротившихся сберегательных учреждений. Кроме того, большую роль играет рыночная цена активов, которая в будущем может возрасти или уменьшиться.

Кто платит? Естественно, важный вопрос, который пришлось решать Конгрессу, это — кому же придется оплатить все понесенные убытки? В соответствии с законом 1989 г. предполагалось, что сами сберегательные учреждения оплатят примерно $^1/_4$ всей суммы, а остальную часть — налогоплательщики. На самом деле сберегательные учреждения оплатили гораздо меньшую долю, и произошло это по двум причинам. Во-первых, как мы обсуждали в разделе «Современная дискуссия» главы 12, они оплатили часть убытков через значительное повышение премий по страхованию депозитов. Часть этих премий, однако, в конечном итоге платят клиенты сберегательных учреждений, поскольку рыночная процентная ставка, в соответствии с которой вкладчики получают проценты по депозитам, уменьшается в результате повышения страховых премий. Следовательно, с самого начала было очевидно, что сберегательные организации не смогут оплатить даже $^1/_4$ суммы всех расходов.

Вторая и более важная причина заключается в том, что они просто не могли заплатить больше. Как уже отмечалось, прогнозы общего состояния экономики, на которых основывался закон 1989 г., были чересчур оптимистичными, если не сказать неверными. Хотя было большое количество действующих сберегательных учреждений с компетентным управлением, в целом сберегательная отрасль продолжала испытывать финансовые трудности. Она не располагает 140—200 млрд. долл., которые необходимы в данный момент.

Следовательно, в конечном итоге основную часть (т. е. практически все) придется оплачивать налогоплательщикам. Им придется делать это, поскольку их правительство гарантировало, беря на себя обязательства по федеральному страхованию депозитов, оплатить все убытки. Как гражданам нам это малоприятно, но как избиратели мы все были за систему страхования депозитов. Конечно, мы как избиратели могли настоять, чтобы законодатели отказались выполнить обещания по застрахованным депозитам, но произойти это могло только за счет нарушения целостности государства и надежности системы страхования депозитов. Короче говоря, деваться некуда и по счету придется платить.

На какие цели ушли деньги? Наряду с вопросом о том, кто платит, важен и вопрос: на какие цели ушли деньги? Естественно, они потрачены, иначе почему же такое количество сберегательных учреждений стали банкротами? Где все деньги?

Ответ заключается в том, что большое количество людей получили эти средства. Рассмотрим еще один простой пример. Предположим, что вы собираетесь одолжить 500 долл. другу, чтобы помочь оплатить ему учебу за текущий семестр. Друг соглашается вернуть вам сумму долга плюс 25 долл. в конце семестра. Но когда приходит время платить, друг (уже, наверное, бывший) сообщает вам, что может выплатить только 250 долл. и что вы никогда не получите остальные обещанные 275 долл. Кто же получил эти 275 долл.? Очевидно, что он. В результате произошла **передача ресурсов** (*resource transfer*) (переход права собственности на ресурсы), деньги ушли на образование, которое друг получил в течение семестра за 275 долл. Эта сумма является для вас чистым убытком, поскольку вы могли использовать эти средства для приобретения товаров или услуг.

Проводя аналогию, выгодно это было тем, кто получил ссуды от сберегательных учреждений, которые в начале и середине 1980-х годов потеряли стоимость или остались полностью не выплаченными. Значительная часть этих ссуд была выдана для строительства, к примеру, офисных зданий и магазинных центров (в таких местах, как Калифорния, Аризона и Техас), стоимость которых позднее резко сократилась. Кому же достались деньги, кто воспользовался результатами передачи ресурсов? Ответ на этот вопрос такой — множество людей. Одна группа состояла из землевладельцев, которым посчастливилось продать землю под застройку до падения цен на нее. Другая группа состояла из строительных компаний и рабочих, занимавшихся обустройством участков. Все эти люди в конечном итоге получали средства от проектов, финансируемых сберегательными ассоциациями, которые, как оказалось, стоили гораздо меньше, чем вложено средств. Это означает, что те, кто участвовал в реализации проектов, воспользовались передачей ресурсов от сберегательных ассоциаций, а в конечном счете через систему страхования депозитов — от налогоплательщиков.

Продолжение кризиса

В 1991 г., впервые начиная с I квартала 1986 г., сберегательная отрасль получила прибыль. И все-таки кризис еще не закончился. Действительно, пока данная книга была в стадии написания в начале 1990-х годов, федеральные органы, помня о начавшихся в середине 1980-х годов проблемах, взяли под контроль сберегательный банк, который держал ипотечный заем одного из авторов этой книги (к сожалению, это не освобождает его от ежемесячных выплат). Всем нам и дальше придется платить за кризис, и делать это придется в течение многих лет.

ДОСТАТОЧНОЙ МЕРОЙ БЫЛО ПРИНЯТИЕ ЗАКОНА 1989 ГОДА?

Легко играть кватербека[1] в понедельник с утра. Эта мысль верна и применительно к экономическим событиям. Что касается почти каждого экономического события, можно легко собрать экономическую информацию, которая показывает (после уже свершившегося факта), какие альтернативные решения политиков могли привести к большей прибыли (или к меньшим убыткам) для общества в целом. Однако что действительно важно, так это делали ли политики все, что в их силах в то время, при доступной тогда информации?

Естественно, когда сберегательный кризис начался, остановить его и ликвидировать последствия этого кризиса было сложно. Закон 1989 г. представлял собой самый важный шаг для решения данных задач. Тем не менее в этом законе было большое количество недостатков. Мы уже обсуждали один из них: чересчур оптимистичные прогнозы, на которых и был построен весь закон. Как считают некоторые наблюдатели, были и другие проблемы, которые Конгрессу следовало бы учесть, прежде чем принимать этот акт. До определенной степени эти проблемы значительно усложнили меры по ликвидации обанкротившихся сберегательных учреждений и, скорее всего, увеличили ее стоимость.

Временной фактор В законодательстве довольно противоречиво было определено, насколько быстро RTC должна была решать вопрос об обанкротившихся учреждениях. С одной стороны, RTC следовало делать это как можно быстрее, чтобы к 1992 г. данную проблему решить. Этот срок мотивировался тем, что члены Конгресса осознали, что их предыдущее промедление увеличило расходы по преодолению кризиса. С другой стороны, закон 1989 г. потребовал от RTC не ликвидировать сберегательные учреждения слишком поспешно, чтобы не дестабилизировать рынки недвижимости. Конгрессмены опасались, что если RTC попытается продать одновременно слишком большое количество активов на рынках недвижимости, то цены на нее резко упадут по всей стране. Естественно, RTC не могла выполнять оба этих предписания в одно и то же время, и стало очевидно, что к 1992 г. намеченное вряд ли будет завершено.

На самом деле некоторые наблюдатели опасались, что Конгресс так мало уделял внимания RTC, что последняя могла перерасти в неэффективную бюрократическую машину, чьей единственной целью будет самосохранение. Некоторые даже выступили с утверждением о неуместности такого агентства. В то время был широко распространен анекдот: «Сколько понадобится бюрократов из RTC, чтобы ввернуть лампочку? — Два. Один будет говорить, что все проходит нормально, а второй будет ее вкручивать».

Естественно, RTC придется затратить известное время, чтобы реализовать активы ликвидированных сберегательных ассоциаций. В первые семь месяцев своей деятельности RTC из 454 обанкротившихся сберегательных учреждений, чьи активы для продажи составляли 148 млрд. долл., смогла избавиться лишь от 52 с 17-миллиардными активами. В ответ на критику, однако, RTC отмечает, что ей мешают другие положения закона 1989 г. К примеру, до продажи определенных видов недвижимости, RTC должна сделать заявление как минимум за 90 дней, чтобы некоммерческие организации и индивиды с низким доходом имели возможность приобрести эту недвижимость. К тому же закон 1989 г. устанавливает, что RTC не должна продавать недвижимость по цене ниже 95% оценочной стоимости, даже если такая оценка проходила, когда цены на недвижимость поддерживались на высоком уровне.

Незатронутые вопросы Большинство наблюдателей беспокоили вопросы, на которые закон 1989 г. и соответствующее законодательство не дали ответа. Особенно

[1] Кватербек — разводящий в американском футболе. (*Прим. перев.*)

выделяются два из них. Первый вопрос заключался в отсутствии каких-либо существенных изменений в страховании депозитов. Как отмечалось в главе 12, такая реформа обсуждалась Конгрессом в начале 1990-х годов, но с тех пор мало что сдвинулось с места. Поскольку большая часть экономистов и политиков соглашается, что проблема морального риска в страховании депозитов, возможно, является самым актуальным вопросом, а главным недостатком закона 1989 г. и последующих законодательных актов по разрешению сберегательного кризиса считается отсутствие конкретных действий в данном направлении. В настоящий момент не было предпринято никаких существенных преобразований в страховании депозитов.

Во-вторых, Конгресс не рассматривал вопрос о стандартах учета. Хотя органы регулирования сберегательных учреждений уже больше не используют подход, основанный на системе RAP, они — и органы надзора над банковской деятельностью — продолжают использовать несколько устаревшую систему учета GAAP. Ни регулирующие органы, ни Конгресс официально не взяли на вооружение методы учета, базирующиеся на текущих рыночных ценах. Многие наблюдатели считают, что до принятия таких стандартов органы, регулирующие деятельность банков и сберегательных учреждений, будут получать информацию о надвигающихся банкротствах депозитных учреждений гораздо позже, чем следовало бы.

МОЖЕТ ЛИ КРИЗИС ПОВТОРИТЬСЯ И КОГО ОН МОЖЕТ ЗАТРОНУТЬ?

Многие наблюдатели на основе того, что Конгресс не затронул вопросы страхования депозитов и учетных принципов контроля, делают вывод о вероятности другого финансового кризиса в будущем. Некоторые прогнозы предсказывают, что кризис *коммерческих банков* неизбежен, если Конгресс не займется реформированием системы регулирования и страхования депозитов. На самом деле некоторые пессимисты утверждают, что такой кризис, возможно, уже начал набирать обороты.

В качестве доказательства такие прогнозисты указывают на растущий список обанкротившихся банков в 1990-е годы. Как уже отмечалось, среднегодовое число банкротств банков, равное 163 в период с 1985 по 1991 г., более чем в 10 раз превышало соответствующие показатели за все предыдущие годы существования системы страхования депозитов. Более того, в соответствии с прогнозами FDIC 1992 г. число банкротств коммерческих банков в 1995 г. может составить *более* 200.

Очевидно, что число банкротств банков достигло беспрецедентного уровня со времени Великой депрессии 1930-х годов. Существуют все причины полагать, что они могут стать следующей жертвой оставляющей желать лучшего системы страхования депозитов и нереформированной системы регулирования. Если ситуация в сберегательной отрасли в 1980—90-е годы была кризисом, то похожее положение в системе коммерческих банков может стать катастрофой. Как мы увидим в последующих главах, коммерческие банки и другие депозитные учреждения играют ключевую роль не только в качестве финансовых посредников, но также как каналы, через которые ФРС проводит денежно-кредитную политику в США. По этой причине катастрофа в банковской сфере может привести к гораздо худшим последствиям, чем серьезный кризис сберегательной отрасли последнего десятилетия.

Краткое содержание

1. Век спустя после того, как появились первые сберегательные банки и ссудо-сберегательные ассоциации, Конгресс США в 1930-е годы стал активно вмешиваться в деятельность сберегательной отрасли. В результате этого была основана федеральная система

страхования депозитов сберегательных учреждений, создан значительный аппарат надзора, введены прямые и косвенные ограничения на структуру портфелей сберегательных учреждений.

2. Начало сберегательного кризиса было положено в 1950-е годы, когда Конгресс оставил неизменной федеральную систему страхования депозитов 1930-х годов и одновременно ввел в действие законодательные акты, которые поощряли сберегательные учреждения вкладывать практически все свои средства в финансирование отраслей, связанных с жилищным строительством. В то время как проблемы морального риска в страховании депозитов и негибкости портфелей активов сберегательных учреждений не стояли так остро в период расцвета отрасли в 1950-е годы, усилившаяся конкуренция между банками и сберегательными учреждениями в 1960-е годы привела к тому, что Конгресс установил потолок процентных ставок по сберегательным депозитам.

3. В 1970-е годы процентные ставки в основном повышались и постепенно стали более изменчивыми. В конце 1970-х годов рыночные процентные ставки значительно выросли, из банков и сберегательных учреждений произошел значительный отток средств. Последние стали испытывать серьезные проблемы, поскольку большая часть активов сберегательных ассоциаций была вложена в долгосрочные ссуды, так или иначе связанные с недвижимостью, в то время как депозиты привлекались на краткосрочной основе. Большое число сберегательных учреждений несло значительные убытки, к началу 1980-х годов многие из них были на грани банкротства.

4. Пытаясь помочь сберегательным ассоциациям избежать дальнейших потерь от роста и колебаний процентных ставок, Конгресс в начале 1980-х годов принял несколько законодательных актов, которые значительно ослабили ограничения на деятельность сберегательных учреждений. Эти законы также уменьшили степень регулирования и контроля, направленного на достижение безопасности и надежности сберегательной системы, приводя в движение силы, которые стали причиной сберегательного кризиса в 1980-е годы.

5. Причинами сберегательного кризиса явились несколько факторов, включая высокий уровень процентных ставок и их колебания в период с 1979 по 1982 г., определенные аспекты дерегулирования начала 1980-х годов, изменения налогового законодательства, которые привели к буму в торговле недвижимостью, побудившему и без того находящиеся в неустойчивом положении сберегательные учреждения браться за рискованные инвестиции в недвижимость, мощный экономический подъем в юго-западных регионах США, за которым последовал значительный спад в начале 1980-х годов, случаи некомпетентного и нечестного управления сберегательными учреждениями. Большинство экспертов соглашается, однако, что основной причиной сберегательного кризиса была проблема морального риска, которая присуща федеральной системе страхования депозитов.

6. Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении 1989 г. был ответом Конгресса на сберегательный кризис. Закон изменил систему надзора за сберегательными учреждениями, установил новые ограничения деятельности сберегательных учреждений и выделил средства для решения вопроса с обанкротившимися сберегательными ассоциациями.

7. Оценка общих убытков вследствие сберегательного кризиса осложняется тем, что кризис продолжался в течение нескольких лет. Другая проблема заключается в том, что сложно подсчитать будущие убытки, поскольку деятельность сберегательных учреждений зависит от общего состояния экономики. Ранние оценки убытков от кризиса были завышены, поскольку в них не учитывался временной фактор. Другие оценки были занижены, так как основывались на чересчур оптимистичных прогнозах о будущем состоянии экономики и самих ссудо-сберегательных ассоциаций. Оценки дисконтированной стоимости убытков в диапазоне от 140 млрд. и до 200 млрд. долл. находятся между этими двумя крайностями.

8. До настоящего времени Конгрессу не удалось решить две главные проблемы, которые заложили основу сберегательного кризиса. Это сохранение недостатков системы страхования депозитов и системы регулирования, основанной на отчетных данных прошлых периодов. Многие наблюдатели опасаются, что дальнейшее промедление в решении этих проблем может привести к кризису коммерческих банков.

Словарь терминов

Гудвилл (*goodwill*) — оценочная стоимость функционирующего предприятия.

Депозиты, прошедшие через брокера (*brokered deposits*) — собранные брокерами в пакеты средства отдельных лиц, предназначенные для продажи банкам и ссудо-сберегательным ассоциациям в виде депозитов.

Ликвидация (*resolution*) — акт о закрытии обанкротившегося сберегательного учреждения или ликвидации его активов.

Передача ресурсов (*resource transfer*) — переход права собственности на ресурсы.

Программа предписанного внешнего управления (*Management Consignment Program*) — программа FHLBB, направленная на замену некомпетентных управляющих обанкротившихся сберегательных учреждений на предписанную группу управляющих из других сберегательных учреждений, расположенных в той же местности.

Сберегательные учреждения-зомби (*zombie thrifts*) — ссудо-сберегательные ассоциации и сберегательные банки, фактически обанкротившиеся, но функционирующие вследствие бездействия органов надзора.

Сертификаты на сумму чистых активов (*net worth certificates*) — сертификаты, выпуск которых был разрешен Законом Гарна—Сент-Жермена 1982 г., и которые эмитировались сберегательными учреждениями, находящимися в затруднительном положении, для предоставления в FSLIC в обмен на простые векселя. Сберегательные учреждения могли использовать такие сертификаты для включения в чистые активы. Таким образом, FSLIC намеревалась помочь сберегательным учреждениям укрепить свою финансовую базу.

Вопросы для самопроверки

1. Каким образом до 1980 г. федеральное правительство способствовало негибкости портфелей активов сберегательных ассоциаций?
2. Объясните, почему высокие и изменчивые процентные ставки в период с 1979 по 1982 г. особенно тяжело переносились сберегательными ассоциациями, в то время как для коммерческих банков они не были такой большой проблемой?
3. Какого рода дерегулирование уменьшило ограничения на структуру портфелей активов сберегательных ассоциаций в 1980-е годы?
4. Каким образом в начале 1980-х годов было ослаблено регулирование, направленное на обеспечение безопасности и надежности системы страхования депозитов?
5. Некоторые наблюдатели утверждают, что дерегулирование в 1980-е годы проводилось в недостаточном объеме и что этот факт способствовал сберегательному кризису. Как вы считаете, есть ли у этого аргумента доказательства? Ответ поясните.
6. Другие наблюдатели считают, что до тех пор пока страхование депозитов сохраняет настоящую структуру, дальнейшее ослабление регулирования деятельности депозитных учреждений будет ошибкой. Согласны ли вы с этим? Ответ поясните.

Задачи

13-1. Предположим, что оценка суммы, в которую налогоплательщикам обойдется выход из кризиса, равна 50 млрд. долл. в данном году, 55 млрд. — в следующем и 60,5 млрд. — через год. Также предположим, что среднегодовая процентная ставка в течение следующих двух лет равна 10%.

а) Чему равна общая сумма, в которую обойдется кризис, за этот трехлетний период, если при ее оценке не принимать в расчет временной фактор?

б) Если фактор времени все-таки учесть, то какая сумма получится в итоге?

в) Насколько ответ на пункт (б) задачи больше ответа на пункт (а) в стоимостном выражении? В процентном отношении?

13-2. Рассмотрим следующие (гипотетические) данные. RTC обладает активами обанкротившихся сберегательных учреждений в сумме 10 млрд. долл. в текущих рыночных ценах. Каждый доллар проданных активов уменьшает чистые издержки, которые несут налогоплательщики по ликвидации последствий кризиса, на 1 долл. Рыночная оценка непроданных активов равномерно уменьшается на 50% ежегодно. И последнее, рыночная процентная ставка равна 7% годовых. Ответьте на следующие вопросы, исходя из того, что RTC реализует активы по рыночным ценам.

а) Предположим, что RTC продает активы на сумму 3,58 млрд. долл. в этом году и оставшуюся часть — в следующем. Чему равна дисконтированная стоимость фактических расходов налогоплательщиков, возникших вследствие неспособности RTC реализовать все активы в этом году?

б) Предположим, что вместо этого RTC продает активы на сумму 7,86 млрд. долл. в этом году. Чему равна дисконтированная стоимость фактических расходов налогоплательщиков, возникших вследствие неспособности RTC реализовать все активы в этом году?

в) Сравните ответы на пункты (а) и (б) задачи. Какой будет экономия денег налогоплательщиков, когда RTC быстрее разрешит вопрос с обанкротившимися сберегательными учреждениями в ситуации, описанной в пункте (б) задачи по сравнению с ситуацией пункта (а)? Чему равна данная сумма в процентном отношении?

13-3. Предположим, что для увеличения размера Страхового фонда сберегательных ассоциаций (SAIF) FDIC должна установить ставки страховой премии на уровне 0,40 долл. на каждые 100 долл. (0,40%) страхуемых депозитов.

а) В начале года застрахованные депозиты сберегательных учреждений составляют 1000 млрд. долл. Допустим, что по прогнозам FDIC случаи банкротства должны уменьшить объем резервов SAIF на 3,5 млрд. долл. в текущем году. Чему тогда будет равно чистое изменение резервов страхового фонда в этом году, если не учитывать сокращение депозитов в сберегательных учреждениях, причиной которых являются банкротства сберегательных организаций в данном году?

б) Предположим, что по прогнозам FDIC убытки SAIF вследствие банкротства составят 5,0 млрд. долл. в течение года. Если не учитывать уменьшение депозитов в сберегательных учреждениях, причиной которых являются банкротства среди этих учреждений в данном году, то какую ставку премии по страхованию депозитов следует установить FDIC, чтобы резервы SAIF не изменились в течение данного года?

Рекомендуемая литература

Barth James R., The Great Savings and Loan Debacle. — Washington (D.C.): American Enterprise Institute Press, 1991.

Kane Edward J., The Gathering Crisis in Federal Deposit Insurance. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1985.

Kane Edward J., The S&L Insurance Mess: How Did It Happen? — Washington (D.C.): The Urban Institute Press, 1989.

Munn Glenn, Garcia F. L., Woelfel Charles, Encyclopedia of Banking and Finance, 9 ed. — Rolling Meadows (Ill.): Bankers Publishing Company, 1991.

White Alice, The Evolution of the Thrift Industry Crisis. — Finance and Economics Discussion Series no. 101, Board of Governors of the Federal Reserve System, December 1989.

White Lawrence J., The S&L Debacle: Public Policy Lessons for Bank and Thrift Regulation. — New York: Oxford University Press, 1991.

Часть IV

Операции центрального банка: денежно-кредитная политика и Федеральная резервная система

Глава 14

Депозитные учреждения и предложение денег

Основные проблемы

1. Что происходит, когда кто-то вкладывает в депозитное учреждение чек, выписанный на другое депозитное учреждение?
2. Что происходит, когда кто-то вкладывает в депозитное учреждение чек, выписанный на Федеральную резервную систему?
3. Как депозитное учреждение реагирует на увеличение своих резервов?
4. Какова максимальная величина депозитного мультипликатора?
5. Что уменьшает величину депозитного мультипликатора?
6. Как определить величину мультипликатора, связывающего денежную массу и денежную базу?
7. Как определить величину мультипликатора, связывающего объем кредитования в банковской системе и денежную базу?

Многие депозитные учреждения принимают *трансакционные депозиты*, или *депозиты для сделок* (*transactions deposits*). Это означает, что они будут хранить ваши средства и выплачивать их, когда вы это им поручите. Таким институтам — коммерческим банкам и сберегательным учреждениям — не нужно держать все резервы в обеспечение обязательств по депозитам. От них требуется хранить только часть своих резервов; часть они ссужают, и часть постоянно остается в качестве резервов. Как будет показано в этой главе, частичные резервы для покрытия операционных остатков на трансакционных счетах ведут к пропорциональному увеличению (или уменьшению) денежной массы, когда соответственно изменяются резервы депозитных учреждений. Например, если ФРС выкупает государственные ценные бумаги у небанковского сектора (домашние хозяйства и фирмы) и последние вкладывают полученные средства в депозитные учреждения, то только их часть банкам необходимо хранить в качестве резервов. Депозитные учреждения могут выдать ссуды из оставшейся части. В свою очередь заемщики повторно вкладывают эти средства в банковскую систему. И опять депозитные учреждения могут держать часть средств в качестве резервов, а остаток выдать в виде ссуд. Таким образом, происходит многократное увеличение депозитов, которые, в свою очередь, являются частью денежной массы.

В дальнейшем мы исследуем зависимость между уровнем резервов, общим объемом депозитов, денежной массой и объемом кредитования. Следует иметь в виду, что банки — коммерческие организации, и они не получают процентов от своих резервов; следовательно, банки стараются свести их к минимуму. В этой главе показано, что любое изменение резервов может повлечь за собой изменение денежной массы. Сначала мы докажем, что когда кто-то вкладывает чек, выписанный на один банк, в другой банк, то это каким-то образом влияет на каждый банк в отдельности, в целом же общий объем депозитов в банковской системе не меняется. Затем покажем, что, когда в депозитное учреждение вкладывается чек, выписанный на ФРС, возможно многократное расширение депозитов.

Зависимость между уровнем резервов и общим объемом депозитов в депозитном учреждении

Рассмотрим сначала отдельно взятый банк (при этом существуют и другие) для того, чтобы показать зависимость между уровнем резервов и объемом депозитов в депозитных учреждениях.

В соответствии с законодательством этот отдельно взятый банк должен хранить **обязательные резервы** (*required reserves*), т. е. резервы в виде кассовой наличности или на резервном счете в федеральном резервном банке соответствующего округа, которые составляют определенный процент от общего объема депозитов. Все резервы сверх того экономисты называют **избыточными резервами** (*excess reserves*). Представим, например, что вы вкладываете чек на 1000 долл. в банк *A*, который должен хранить в качестве обязательных резервов 10% от общего объема депозитов. Когда счет банка *A* кредитуется ФРС, то резервы банка увеличиваются на 1000 долл., 100 долл. из которых составят обязательные резервы и 900 долл. — избыточные.

Отдельно взятый банк может кредитовать своих клиентов только исходя из избыточных резервов. Когда у этого банка они есть, он может выдавать ссуды и изменять денежную массу. Если их нет, то делать это банк не может. Только банковская система в целом может изменить объем депозитов и, следовательно, денежную массу. Это станет очевидным по мере того, как **Т-счета** (*T-accounts*) — упрощенные балансовые отчеты отдельно взятого банка — сравниваются с Т-счетами нескольких банков, которые будут представлять всю банковскую систему.

КАК ОТДЕЛЬНО ВЗЯТЫЙ БАНК РЕАГИРУЕТ НА УВЕЛИЧЕНИЕ РЕЗЕРВОВ

Чтобы исследовать поведение одного банка после увеличения его резервов, сделаем несколько допущений:

1. **Требуемая норма резервного покрытия** (*required reserve ratio*) — обязательный для депозитных учреждений процент от объема депозитов — по трансакционным депозитам равна 10%: ФРС обязует хранить 10% от объема трансакционных депозитов в качестве резервов в федеральном резервном банке соответствующего округа или в виде кассовой наличности.
2. Депозитные учреждения не склонны иметь избыточные резервы, поскольку последние не приносят процентов. Депозитные учреждения попытаются превратить избыточные резервы в приносящие проценты активы, такие, как ссуды. (Или же они могут приобрести ценные бумаги; это предположение усложнит анализ, но выводы будут те же.)
3. Трансакционные депозиты являются единственными банковскими пассивами; резервы в федеральном резервном банке соответствующего округа и ссуды — единственные активы банка. Ссуды — это обещания клиентов выплатить определенную сумму в будущем, т. е. это их долговые обязательства.
4. Спрос на кредит таков, что у банка нет проблем с выдачей дополнительных средств в виде займов.
5. Каждый раз, когда ссуду получает частное или юридическое лицо (потребитель или компания), вся сумма поступает на текущие счета, клиенты банка не снимают со счетов наличных денег.

Допущения *1* и *2* останутся в силе и в дальнейшем, остальные же в последующих разделах главы будут опущены. Посмотрим на первоначальный баланс банка (рис. 14-1). Пассивы составляют 1 млн. долл. в трансакционных депозитах. Активы состоят из

100 000 долл. обязательных резервов и 900 000 долл., выданных в виде ссуд клиентам. Общие активы равны общим пассивам (1 млн. долл.).

Рис. 14-1
Банк *1*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	100 000	Трансакционные депозиты	1 000 000
Обязательные резервы (100 000)			
Избыточные резервы (0)			
Ссуды	900 000		
Итого	1 000 000	Итого	1 000 000

Отметим, что для простоты анализа мы сделали допущение о нулевом собственном капитале банка. На самом деле собственный капитал депозитного учреждения, как правило, составляет довольно незначительную часть от общих активов (см. главу 11), поэтому это допущение будет использоваться в этой главе и далее.

При резервных требованиях в 10% и 1 млн. долл. трансакционных депозитов обязательные резервы банка равны 100 000 долл. (10% от 1 млн. долл.). Поскольку избыточных резервов у банка нет, его **суммарные резервы** (*total reserves*) — сумма обязательных и избыточных резервов — также равны 100 000 долл.

Допустим, что новый вкладчик выписывает на другое депозитное учреждение чек на 100 000 долл. и вкладывает его в банк *1*. Трансакционные депозиты в банке *1* сразу увеличатся на 100 000 долл. и составят 1,1 млн. долл. В то же время суммарные резервы банка *1* возрастут до 200 000 долл. Общий объем трансакционных депозитов в 1,1 млн. долл. означает, что обязательные резервы теперь составляют 110 000 млн. долл. Избыточные резервы банка *1* будут равны 200 000 долл. минус 110 000 долл., или 90 000 долл. Это отражено в Т-счете (рис. 14-2).

Рис. 14-2
Банк *1*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	200 000	Трансакционные депозиты	1 100 000
Обязательные резервы (110 000)			
Избыточные резервы (90 000)			
Ссуды	900 000		
Итого	1 100 000	Итого	1 100 000

Обратим внимание на избыточные резервы (рис. 14-2). Они равнялись нулю перед внесением депозита в 100 000 долл., затем возросли до 90 000 долл.; эти активы не приносят дохода. Банк *1* теперь ссудит 90 000 долл. для получения дохода. Объем кредитования увеличится до 990 000 долл. Заемщики не оставят средства на депозите в банке *1* — ведь их занимают, чтобы потратить. По мере того как эти средства расходуются, фактические резервы со временем уменьшатся до 110 000 долл. (т. е. до объема обязательных резервов), а избыточные резервы снова станут равны нулю (рис. 14-3).

Рис. 14-3
Банк *1*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	110 000	Трансакционные депозиты	1 100 000
Обязательные резервы (110 000)			
Избыточные резервы (0)			
Ссуды	990 000		
Итого	1 100 000	Итого	1 100 000

В этом примере вкладчик обратился в банк *1* и депонировал чек на сумму 100 000 долл., выписанный на другой банк. Эта сумма стала частью резервов банка *1*. Поскольку этот депозит сразу создает избыточные резервы, то банк *1* смог и далее выдавать ссуды, чтобы получать проценты. Банк не может выдать ссуды в размере, превышающем избыточные резервы, так как по закону он должен хранить определенную сумму в виде обязательных резервов.

КАК ИЗМЕНИЛИСЬ ОБЪЕМ ДЕПОЗИТОВ И ДЕНЕЖНАЯ МАССА?

При взгляде на Т-счета банка *1* может создаться впечатление, что общий объем депозитов и денежная масса возросли за счет депозита нового клиента на 100 000 долл. Однако нужно помнить, что клиент депонировал чек, выписанный на другой банк, т. е. у другого банка имело место уменьшение объема трансакционных депозитов и резервов. В то время как общие активы и пассивы банка *1* увеличились на 100 000 долл., они уменьшились в другом банке на те же 100 000 долл. *Таким образом, перемещение средств из одного депозитного учреждения в другое не влияет на денежную массу и общий объем кредитования в экономике.*

Каждое депозитное учреждение может выдавать ссуды (и создавать депозиты) только до тех пор, пока у него есть избыточные резервы. В вышеприведенном примере у банка *1* существует 90 000 долл. избыточных резервов после внесения депозита в 100 000 долл. Наоборот, банк, на который чек был выписан, обнаружил, что его избыточные резервы равны минус 90 000 долл. (при условии, что до этого момента они были равны нулю). У банка теперь меньше резервов, чем необходимо по закону. Ему придется требовать возвращения ссуд, чтобы обязательные резервы соответствовали норме (или не выдавать новых ссуд, пока старые не погашены), или ему придется занимать средства из другого источника.

Напомним, что при депонировании чеков, выписанных на другой банк, новые резервы не создаются. ФРС, однако, может создавать новые резервы. Эта тема рассматривается в следующем разделе.

Прямое влияние ФРС на суммарные резервы банковской системы

В данном разделе рассматривается прямое влияние ФРС на суммарные резервы банковской системы. Далее следует объяснение того, как изменение уровня резервов становится причиной соответствующего увеличения общего объема банковских депозитов. Сначала рассмотрим *Комитет по операциям на открытом рынке ФРС* (*Federal Open Market Committee, FOMC*), решения которого существенно влияют на уровень резервов в кредитной системе.

КОМИТЕТ ПО ОПЕРАЦИЯМ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ ФРС

Операции на открытом рынке — это покупка и продажа государственных ценных бумаг США на открытом рынке (на вторичном рынке государственных ценных бумаг США), проводимые с целью изменения денежной массы. Если FOMC решает, что ФРС следует покупать или продавать облигации, то он поручает **операционному отделу** (*Trading Desk*) Федерального резервного банка Нью-Йорка (название бюро, которое фактически осуществляет торговлю ценными бумагами по поручению ФРС) произвести эту операцию.

МЕХАНИЗМ СДЕЛКИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ В КАЧЕСТВЕ ПРИМЕРА

На практике FOMC не называет операционному отделу Федерального резервного банка Нью-Йорка определенную сумму, на которую нужно купить или продать; он оставляет решение этого вопроса начальнику операционного отдела. Последний должен, однако, проводить операции в соответствии с общей стратегией, которую определяет FOMC. Предположим, чтобы отвечать этой стратегии, операционному отделу нужно купить государственные ценные бумаги США на сумму 100 000 долл.

ФРС оплачивает ценные бумаги чеком, выписанным на себя, на сумму 100 000 долл. Она передает чек продавцу облигаций в обмен на облигации на сумму 100 000 долл. Далее продавец депонирует этот чек на трансакционный счет в банке, который затем отсылает чек на 100 000 долл. в ФРС для оплаты. Когда ФРС получает этот чек, она добавляет 100 000 долл. на резервный счет того банка в федеральном резервном банке соответствующего округа. Таким образом, ФРС создала резервов на 100 000 долл. ФРС способна делать это, поскольку она может «приписывать» (т. е. добавлять сумму) к резервным счетам депозитных учреждений при покупке государственных ценных бумаг США. Когда ФРС покупает государственные ценные бумаги, она увеличивает объем суммарных резервов, объем депозитов и денежную массу на сумму покупки.

Использование Т-счетов Рассмотрим Т-счета ФРС и депозитного учреждения при получении чека. На рис. 14-4 показаны Т-счета ФРС после покупки облигации и Т-счета банка после депонирования чека на 100 000 долл. продавцом облигации. Т-счет ФРС (в котором отражены лишь изменения) показывает, что после покупки облигации активы ФРС увеличились на 100 000 долл. в виде государственных ценных бумаг. Пассивы также возросли на 100 000 долл. в виде прироста резервов депозитных учреждений на счетах в ФРС. Т-счет депозитных учреждений показывает прирост активов в виде резервов в федеральном резервном банке соответствующего округа. Пассивы депозитных учреждений также увеличились на 100 000 долл., внесенных на текущий счет продавца облигации; это — немедленное увеличение количества денег на 100 000 долл., так как остатки на текущих счетах являются компонентом денежной массы.

Рис. 14-4
Т-счета ФРС и депозитного учреждения при покупке ФРС государственных ценных бумаг

ФРС		ДЕПОЗИТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ	
Активы, долл.	**Пассивы, долл.**	**Активы, долл.**	**Пассивы, долл.**
+100 000	+100 000	+100 000	+100 000
Государственные ценные бумаги США	*Резервы депозитного учреждения*	*Резервы*	*Трансакционные депозиты продавца*

ФРС ПРОДАЕТ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ США НА СУММУ 100 000 ДОЛЛ.

Нужно рассмотреть обратный вышеописанному процесс, когда операционный отдел Федерального резервного банка Нью-Йорка продает государственные ценные бумаги США из портфеля ФРС. При их покупке частное лицо или компания выписывает чек на 100 000 долл., а ФРС сокращает резервы депозитного учреждения на сумму выписанного чека. Таким образом, продажа государственных ценных бумаг США ведет к уменьшению резервов банковской системы.

Использование Т-счетов На рис. 14-5 показаны Т-счета при продаже государственных ценных бумаг США, на левой стороне показан Т-счет ФРС. Когда чек на 100 000 долл. переходит в ФРС, последняя уменьшает резервный счет депозитного учреждения, выписавшего этот чек, на эту же сумму. Активы ФРС также уменьшаются на 100 000 долл., так как государственных ценных бумаг США у нее стало меньше. Пассивы депозитного учреждения стали меньше на 100 000 долл., когда эта сумма дебетуется со счета покупателя облигации, поэтому денежная масса сокращается на эту величину. Активы депозитного учреждения также уменьшаются на 100 000 долл., так как ФРС сократила резервы этого учреждения на данную сумму.

Рис. 14-5
Т-счета ФРС и депозитного учреждения при продаже ФРС государственных ценных бумаг на сумму 100 000 долл.

ФРС		ДЕПОЗИТНОЕ УЧРЕЖДЕНИЕ	
Активы, долл.	**Пассивы, долл.**	**Активы, долл.**	**Пассивы, долл.**
−100 000	−100 000	−100 000	−100 000
Государственные ценные бумаги	*Резервы депозитного учреждения*	*Резервы*	*Трансакционные депозиты*

Корректировка цены государственных ценных бумаг США Никто не обязан заключать сделки с ФРС; она продает или покупает государственные ценные бумаги на открытом рынке. ФРС просто корректирует цену предложения или спроса до тех пор, пока не найдется покупатель. Например, если ФРС желает продать государственные ценные бумаги США за 100 000 долл. и никто не хочет покупать их, ФРС может уменьшить цену продажи (таким образом увеличивая доходность бумаг). Если ФРС хочет купить государственные ценные бумаги США на 100 000 долл. и никто не хочет продавать их, она может поднимать цену предложения до тех пор, пока не найдется продавец (таким образом уменьшая доходность бумаг).

Нужно помнить, что ФРС может выкупить столько государственных ценных бумаг США, сколько захочет, поскольку она (в отличие от нас) может платить за них, выписывая чек на себя. Она также может корректировать цену облигаций для достижения своей цели, потому что в отличие от частных дилеров по ценным бумагам она не должна беспокоиться о минимизации капитального убытка или максимизации дохода от капитала. Обязанность ФРС — вести операции для общественной выгоды, а не для обеспечения частных доходов. В любом случае каждый раз при покупке государственных ценных бумаг США она увеличивает резервы в банковской системе. Рассмотрим теперь зависимость между общим объемом депозитов и резервов.

Расширение депозитов в банковской системе

Рассмотрим теперь банковскую систему в целом. Для практических целей можно рассматривать все депозитные учреждения (далее вместо депозитных учреждений бу-

дем употреблять термин «банки») как единое целое. Обязательства банков по депозитам не всегда имеют одинаковые резервные требования, но для простоты анализа на время не будем принимать во внимание эти практические детали. Для того чтобы понять, как создаются деньги, нужно знать, как депозитные учреждения реагируют на действия ФРС, увеличивающие резервы в банковской системе в целом.

ФРС ПОКУПАЕТ ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ США

Допустим, что ФРС покупает государственные ценные бумаги США на сумму 100 000 долл. Продавец облигаций депонирует чек на эту сумму в банк *1* (баланс которого показан на рис. 14-1). Чек, однако, выписан на ФРС, а не на другое депозитное учреждение.

Рассмотрим Т-счет банка *1* (рис. 14-6). Если этот баланс выглядит знакомым, то это потому, что он в точности повторяет рис. 14-2. Покупка облигаций со стороны ФРС увеличила резервы на 100 000 долл. (до 200 000 долл.) и также изначально увеличила трансакционные депозиты на 100 000 долл. Поскольку обязательные резервы по трансакционным депозитам (1 100 000 долл.) составляют только 110 000 долл. (т. е. 1 100 000 долл. × 0,10 = 110 000 долл.), существует 90 000 долл. (т. е. 200 000 долл. − 110 000 долл. = 90 000 долл.) избыточных резервов.

Рис. 14-6
Банк *1*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	200 000	Трансакционные депозиты	1 100 000
Обязательные резервы (110 000)			
Избыточные резервы (90 000)			
Ссуды	900 000		
Итого	1 100 000	Итого	1 100 000

Воздействие на денежную массу Основная разница между этим и предыдущим примерами в том, что здесь объем депозитов в банковской системе увеличился на 100 000 долл. сразу же. Почему? Потому что трансакционные депозиты клиентов банка — продавцов облигаций — часть денежной массы. При этом нет сокращения резервов других банков и по условию продавец облигаций не снимает наличность с депозитных счетов. (Мы воспользуемся последним допущением позже.) Таким образом, покупка ФРС государственных ценных бумаг США на 100 000 долл. немедленно увеличивает денежную массу на ту же сумму.

Продолжение процесса Процесс создания денег здесь не заканчивается. Еще раз рассмотрим Т-счета банка (рис. 14-6). Избыточные резервы банка *1* составляют 90 000 долл. В результате этой покупки отрицательных избыточных резервов у других банков нет.

Банк *1* не склонен хранить избыточные резервы, не приносящие процентов. Он увеличит объем кредитования на 90 000 долл., как показано на рис. 14-7, в точности повторяющем рис. 14-3, но там не было соответствующего уменьшения объема кредитования любого другого депозитного учреждения.

Рис. 14-7
Банк *1*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	110 000	Трансакционные депозиты	1 100 000
Обязательные резервы (110 000)			
Избыточные резервы (0)			
Ссуды	990 000		
Итого	1 100 000	Итого	1 100 000

Те, кто получил ссуду из этих 90 000 долл., потратят эти средства, которые затем попадут в другие банки. Для упрощения данного примера допустим, что 90 000 долл. избыточных резервов выдали в качестве ссуды некой фирме для покупки лицензии компании *Burger King*. После продажи лицензии *Burger King* депонирует 90 000 долл. в банке *2*. Для упрощения анализа не обращайте внимания на предыдущие активы и пассивы банка *2* и рассматривайте только изменения в Т-счетах, происшедшие в результате открытия нового депозита (рис. 14-8). Знак «плюс» означает, что поступления увеличились, знак «минус» — наоборот. Для банка *2* депозит в 90 000 долл., после того как чек был депонирован ФРС, становится увеличением резервов (активов), так же как и приростом трансакционных депозитов (пассивов). Поскольку требуемая норма резервного покрытия равна 10%, или 9000 долл., банк *2* будет обладать избыточными резервами в 81 000 долл. Но конечно, избыточные резервы не приносят доходов, поэтому банк *2* снизит их до нуля, выдав ссуды на сумму в 81 000 долл. (которые будут приносить доход) (рис. 14-9).

Рис. 14-8
Банк *2*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	90 000	Новые трансакционные депозиты	90 000
Обязательные резервы (9000)			
Избыточные резервы (81 000)			
Итого	+90 000	Итого	+90 000

Рис. 14-9
Банк *2*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	+9000	Трансакционные депозиты	+90 000
Обязательные резервы (9000)			
Избыточные резервы (0)			
Ссуды	+81 000		
Итого	+90 000	Итого	+90 000

Напомним, что в данном примере первоначальный вклад в 100 000 долл. был чеком, который выписал банк на ФРС. Эта сумма немедленно увеличила денежную массу на 100 000 долл. Процесс создания денег (в дополнение к первоначальной сумме) происходит вследствие дробления резервов в банковской системе, плюс склонность депозитных учреждений поддерживать избыточные резервы на нулевом уровне (при условии достаточного спроса на ссуды).

Продолжение процесса расширения депозитов Допустим, еще одна фирма получила ссуду в банке *2* в размере 81 000 долл., так как она хочет приобрести нефтедобывающую компанию. У последней есть счет в банке *3*. Рассмотрим упрощенный баланс (Т-счет) банка *3* (рис. 14-10), где показаны только увеличение активов и пассивов. Когда фирма, взявшая ссуду в банке *2*, выплачивает 81 000 долл. директору нефтедобывающей компании, последний депонирует чек в банке *3*. Суммарные резервы банка *3* увеличиваются на эту сумму, когда чек депонируется ФРС.

Рис. 14-10
Банк *3*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	+81 000	Новые трансакционные депозиты	+81 000
Обязательные резервы (8100)			
Избыточные резервы (72 900)			
Итого	+81 000	Итого	+81 000

Поскольку требуемая норма резервного покрытия равна 10%, то обязательные резервы увеличатся на 8100 долл., а избыточные резервы возрастут до 72 900 долл. Банк *3* будет склонен выдать новую ссуду из не приносящих доход избыточных резервов. Когда это произойдет, общий объем кредитования увеличится на 72 900 долл. Суммарные резервы уменьшатся до 8100 долл., избыточные резервы станут равны нулю, когда директор нефтедобывающей компании выпишет чек и депонирует его в банке. Общий объем депозитов — и денежной массы — вследствие этого увеличится еще на 72 900 долл. (рис. 14-11).

Рис. 14-11
Банк *3*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	8100	Трансакционные депозиты	81 000
Обязательные резервы (8100)			
Избыточные резервы (0)			
Ссуды	72 900		
Итого	81 000	Итого	81 000

Процесс продолжается с банками *4*, *5*, *6* и т. д. Этот процесс пойдет дальше. Каждый банк будет получать все меньший и меньший прирост депозитов, ведь 10% всегда должно находиться в резервах; следовательно, каждое последующее депозит-

ное учреждение будет выдавать соответственно меньший объем ссуд. В табл. 14-1 показаны новые депозиты, возможные ссуды и инвестиции, обязательные резервы всех других депозитных учреждений.

Как изменились общий объем депозитов и денежная масса? В данном упрощенном примере общий объем трансакционных депозитов и, следовательно, объем денежной массы, первоначально увеличился на 100 000 долл., которые ФРС заплатила продавцу облигации. Трансакционные депозиты возросли далее на размер вклада в банк *2* в сумме 90 000 долл. А затем они еще увеличились на 81 000 долл., вложенных в банк *3*. Постепенно объем депозитов и денежная масса возрастут до 1 млн. долл. Это показано в табл. 14-1 и графически представлено на рис. 14-12.

ТАБЛИЦА 14-1

Максимальный потенциальный эффект на прирост денежной массы от увеличения резервов на 100 000 долл. при требуемой норме резервного покрытия в 10%

Банк	Новые депозиты	Возможные ссуды и инвестиции (избыточные резервы)	Обязательные резервы
1	100 000	90 000	10 000
2	90 000	81 000	9 300
3	81 000	72 900	8 100
4	72 900	65 610	7 290
5	65 610	59 049	6 561
6	59 049	53 144	5 905
7	53 144	47 830	5 314
8	47 830	43 047	4 783
Все другие банки	430 467	387 420	43 047
Итого	1 000 000	900 000	100 000

СУММАРНЫЕ РЕЗЕРВЫ ДОЛЖНЫ УВЕЛИЧИТЬСЯ, ЧТОБЫ ПРОИЗОШЛО МУЛЬТИПЛИКАТИВНОЕ РАСШИРЕНИЕ ДЕПОЗИТОВ

Даже при системе частичного резервного покрытия и нулевых избыточных резервах объем депозитов и денежная масса не могут увеличиваться без прироста суммарных резервов. Первоначальный депозит в банк *1* в предыдущем примере был в форме чека, выписанного на федеральный резервный банк соответствующего округа. Поэтому он представлял собой новые резервы для банковской системы. Если бы чек был выписан, к примеру, на банк *3*, то общий объем трансакционных депозитов не претерпел бы изменений и денежная масса осталась бы прежней. Еще раз повторим: чеки, выписанные на другие банки, представляют собой взаимоисключающие активы и пассивы. Только при создании избыточных резервов в банковской системе денежная масса может увеличиться.

Выводы будут те же, как и в том случае, если бы в нашем примере депозитные учреждения использовали свои избыточные резервы вместо выдачи ссуд для покупки ценных бумаг, приносящих проценты. Владельцы этих ценных бумаг получат чеки от депозитного учреждения, осуществляющего покупку; продавцы ценных бумаг затем депонируют эти чеки в свои депозитные учреждения. Процесс расширения депозитов будет продолжаться точно так же.

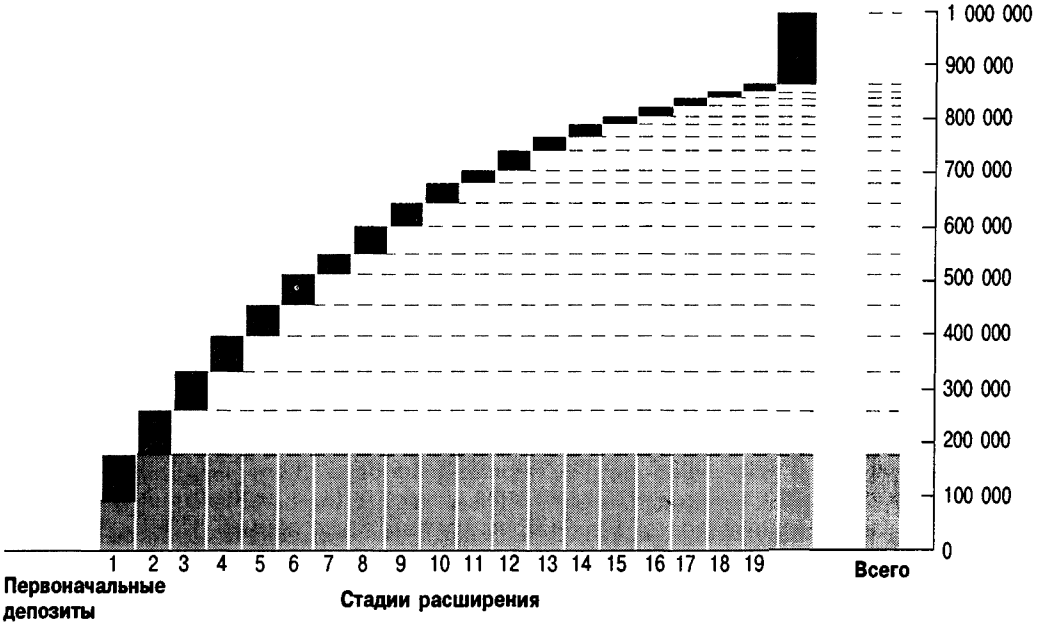


Рис. 14-12
Мультипликативное расширение денежной массы вследствие увеличения резервов на 100 000 долл. при требуемой норме резервного покрытия в 10%. Банки расположены в убывающем порядке по мере уменьшения величины новых депозитов. Это простое графическое представление табл. 14-1.

Простейший депозитный (денежный) мультипликатор

В приведенном примере увеличение избыточных резервов на 100 000 долл. вследствие приобретения ФРС ценных бумаг послужило причиной увеличения объема трансакционных депозитов на 1 млн. долл., т. е. произошло 10-кратное увеличение первоначальной суммы в 100 000 долл.

Мы можем выявить математическую зависимость между *максимальным* увеличением трансакционных депозитов и изменением резервов. Опять же при условии, что в банковской системе существуют только трансакционные депозиты и что банковские избыточные резервы равны нулю. Рассмотрим следующее уравнение, где дельта (Δ) означает изменение переменной:

$$\Delta TR = d \times \Delta D, \qquad (14\text{-}1)$$

где ΔTR — изменение суммарных резервов;
d — требуемая норма резервного покрытия по трансакционным депозитам;
ΔD — изменение объема трансакционных депозитов.

Другими словами, изменение суммарных резервов в банковской системе равняется произведению требуемой нормы резервного покрытия и изменения объема трансакционных депозитов при условии, что до этого момента у банков не было избыточных резервов, что клиенты банка не снимают наличность со счетов и что других видов вкладов в банковской системе не существует.

Теперь разделим обе части уравнения (14-1) на требуемую норму резервного покрытия (d):

$$\frac{\Delta TR}{d} = \frac{d \times \Delta D}{d}. \qquad (14\text{-}2)$$

Это уравнение можно упростить, принимая, что $\Delta TR/d = (1/d) \times \Delta TR$ в левой части уравнения и что $d/d = 1$ в правой его части, так что

$$\frac{1}{d} \times \Delta TR = \Delta D. \qquad (14\text{-}3)$$

Уравнение (14-3) показывает, что изменение суммарных резервов (в соответствии с нашими допущениями) увеличит трансакционные депозиты в $(1/d) \times \Delta TR$ раз. Выражение $1/d$ — это **депозитный мультипликатор (мультипликатор расширения депозитов)** (*deposit expansion multiplier*). При условии, что трансакционные депозиты — единственная форма денег, депозитный мультипликатор также можно назвать **денежным мультипликатором** (*money multiplier*), т. е. это число, на которое нужно умножить резервы, чтобы получить общее количество денег в обращении. Этот мультипликатор является также числом для подсчета изменения общего объема депозитов в банковской системе при изменении резервов. Рассмотрим взятый ранее пример. ФРС увеличила резервы на 100 000 долл., требуемая норма резервного покрытия была равна 10% (0,10). Подставив эти цифры в уравнение (14-3), получим следующее:

$$\frac{1}{0{,}10} \times 100\,000 = 10 \times 100\,000 = 1\,000\,000 \text{ долл.} \qquad (14\text{-}4)$$

В данном примере денежный мультипликатор был равен 10 : 1/0,10 = 10.

Депозитный мультипликатор, приведенный в уравнении (14-3), можно использовать и для оценки *уменьшения* депозитов. Если ФРС *продает* казначейские векселя за 100 000 долл., то резервы банковской системы уменьшатся на 100 000 долл. При условии, что норма резервного покрытия составляет 10%, объем трансакционных депозитов, а следовательно, и денежная масса уменьшатся на 1 млн. долл.

По этой формуле рассчитывается максимальная величина, на которую могут измениться объем депозитов и денежная масса вследствие изменения резервов, или *максимальные депозитный и денежный мультипликаторы*. Эта формула описывает весьма упрощенную ситуацию, в которой существуют только трансакционные депозиты с определенной требуемой нормой резервного покрытия, клиенты банка не снимают наличность со счетов, а банковские избыточные резервы всегда равны нулю. В действительности требуемая норма резервного покрытия для различных трансакционных депозитов далеко не одна и та же. Например, в апреле 1992 г. требуемая норма резервного покрытия для первых 42,2 млн. долл. на текущих счетах для всех банков была 3%; 10-процентная ставка применялась ко всем депозитам сверх этой суммы.

К тому же банки могут хранить избыточные резервы, даже если они не приносят дохода в виде процентов. Более того, когда небанковский сектор захочет снять определенную сумму наличности с банковских счетов, величина денежного мультипликатора изменится. Теперь мы приступим к рассмотрению общего денежного и кредитного мультипликаторов, которые учитывают вышеперечисленные факторы.

Общий денежный и кредитный мультипликаторы

В действительности некоторые из допущений, которые мы использовали при выведении *максимального* денежного мультипликатора, редко имеют место на практике. Банки все

же *хранят* (хоть и в небольшом размере) избыточные резервы. Небанковский сектор снимает наличные деньги со счетов. (К тому же ФРС может вводить обязательные резервы для срочных вкладов; однако в настоящее время она этого не делает, поэтому можно не обращать внимания на это дополнительное теоретическое усложнение.) Следует обязательно рассмотреть все эти факторы для понимания того, каким образом определяется денежный мультипликатор на практике.

Более того, денежная масса — это не единственная переменная, на которую может влиять ФРС. Ее также интересует объем предоставляемых банками ссуд, т. е. **общий объем кредитования** (*total credit*). И как мы увидим, анализировать эту проблему можно, используя принцип мультипликатора.

УТЕЧКА НАЛИЧНОСТИ И ПОЛОЖИТЕЛЬНЫЕ ИЗБЫТОЧНЫЕ РЕЗЕРВЫ

Для начала снимем два из наших допущений. Во-первых, предположим, что на самом деле компании и частные лица снимают наличность с банковских счетов. На практике денежная масса, конечно, состоит из *предложения денег со стороны банков* (*bank-supplied money*) — трансакционных депозитов и из *предложения денег со стороны государства* (*government-supplied money*) — наличных денег. Как мы покажем ниже, совокупное предложение денег со стороны государства состоит из банковских резервов и наличных денег в обращении. Поэтому наличные деньги — важная часть нашего анализа, и необходимо их обязательно учитывать. Во-вторых, допустим, что банки склонны иметь положительные избыточные резервы. На практике это так и есть, поэтому нужно сделать необходимые выводы из этого факта.

Механизм Т-счетов Возьмем предыдущий пример покупки ФРС облигаций на сумму 100 000 долл. Банк *1* получает первоначальный вклад от продавца этой облигации (рис. 14-13). Эта операция в точности повторяет начало первого примера, поэтому на рис. 14-13 показаны те же уровни суммарных резервов, ссуд и депозитов, как и на рис. 14-6.

Рис. 14-13
Банк *1*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	200 000	Трансакционные депозиты	1 100 000
Обязательные резервы (110 000)			
Избыточные резервы (90 000)			
Ссуды	900 000		
Итого	1 100 000	Итого	1 100 000

Теперь предположим, что все представители небанковского сектора, включая продавца, захотят располагать суммой наличности, которая будет постоянной частью их трансакционных депозитов. Это упрощенное предположение, но оно вполне логично, если обычно совершаются сделки с наличностью, объем которых составляет определенную долю от сделок, оплачиваемых чеками. Более того, предположим, что доля этой наличности будет составлять $^1/_4$ часть, или 25% от трансакционных депозитов. При этом продавец облигации снимает со счета 20 000 долл. сразу после внесения первоначального депозита в 100 000 долл. в банк *1*. (ФРС переводит деньги за покупку ценных бумаг путем их *прямого зачисления в депозит* (*direct deposits*), по-

этому снять деньги со счета можно довольно оперативно; это будет обсуждаться далее в главе 16.)

Когда продавец снял деньги со счета, остаток вклада уменьшится до 80 000 долл. Следовательно, общий объем трансакционных депозитов банка *1* после снятия денег со счета будет равным 1 080 000 долл., как показано в правой части Т-счета (рис. 14-14). Другими словами, чистый прирост депозитов в банке *1* составит 80 000 долл. и отношение наличных денег продавца к трансакционным депозитам будет равно 20 000 долл./80 000 долл. = 0,25. Продавец достигнет ожидаемого соотношения наличных денег в его распоряжении и депозитов. Когда продавец снял деньги с банковского счета, общие резервы банка *1* снизились на величину этого снятия, т. е. на 20 000 долл., как показано в левой части Т-счета (рис. 14-14). Объем его трансакционных депозитов будет равен теперь 1 080 000 долл., а обязательные резервы — 108 000 долл. (общая сумма трансакционных депозитов, умноженная на требуемую норму резервного покрытия, или 1 080 000 долл. × 0,10), а избыточные резервы — 72 000 долл. (суммарные резервы минус обязательные резервы, или 200 000 долл. — 108 000 долл.).

Рис. 14-14
Банк *1*

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Суммарные резервы	200 000	Трансакционные депозиты	1 100 000
Снятие наличности	−20 000	Снятие наличности	−20 000
Чистые суммарные резервы	180 000	Чистые трансакционные депозиты	1 080 000
Обязательные резервы (108 000)			
Избыточные резервы (72 000)			
Ссуды	900 000		
Итого	1 080 000	Итого	1 080 000

Экономисты называют такое снятие наличности **утечкой наличности** (*currency leakage*). Если представить процесс расширения депозитов как поток денежных средств, проходящих через депозитные учреждения, то снятие наличности продавцом облигации представляет собой утечку из этого потока. В предыдущем примере мы не принимали в расчет возможность такой утечки, которая должна была уменьшить депозитный мультипликатор.

Другой фактор, который мы не учитывали, — это возможность того, что депозитные учреждения захотят иметь избыточные резервы (иногда их называют **разумными резервами** — *prudential reserves*). Это происходит, когда ожидается значительное повышение процентных ставок (что снизит стоимость покупаемых облигаций), или если экономика находится в преддверии спада (что увеличит риск невозврата ссуд и процентов по ним и заставит вкладчиков снимать деньги со счетов).

Для упрощения предположим, что банки хранят избыточные резервы в постоянной пропорции к сумме новых трансакционных депозитов. В частности, пусть эта пропорция равна 5% от всех дополнительных трансакционных депозитов. Это означает, что если текущие избыточные резервы равны 72 000 долл., то банк *1* будет держать только 4 000 долл. (трансакционные депозиты, умноженные на ожидаемый уровень избыточных резервов, или 80 000 долл. × 0,05). Таким образом, остается 68 000 долл. *нежелательных* избыточных резервов, которые банк *1* хотел бы выдать в виде ссуд.

Это — сумма первоначального вклада, который получил бы банк *2*, если бы не было утечки наличности. Вкладчик банка — фирма *Burger King* хочет располагать $^1/_4$ частью внесенного депозита. Это значит, что банк *2* в действительности получит чистый депозит в размере 54 400 долл., а утечка наличности составит 13 600 долл. Так что отношение наличности к депозитам фирмы *Burger King* будет 13 600 долл./ 54 400 долл. = 0,25.

Таким образом, на первом этапе после покупки ФРС ценных бумаг на сумму 100 000 долл. первоначальный прирост депозитов банковской системы обеспечен за счет увеличения депозитов банка *1* на 80 000 долл. (против 100 000 долл. в первом примере, в котором не учитывалась возможность утечки наличности). На втором этапе чистый прирост депозитов в банке *2* равен 54 400 долл. (против 90 000 долл. в первом примере).

Ясно, что расширение депозитов в нашем примере значительно меньше при утечке наличности и избыточных резервах банков. И это вполне логично.

Расчет нового депозитного мультипликатора Поскольку расширение депозитов в нашем примере будет меньше, то и депозитный мультипликатор будет соответственно ниже. Отметим, что суммарные резервы банковской системы изменятся в размере:

$$\Delta TR = (d \times \Delta D) + (e \times \Delta D) = (d + e) \times \Delta D, \qquad (14\text{-}5)$$

где e — отношение избыточных резервов к трансакционным депозитам, которое в нашем примере было равно 0,05 (5%). Первое выражение в правой части уравнения (14-5) — изменение обязательных резервов вследствие изменения общего объема трансакционных депозитов, второе выражение — изменение избыточных резервов; сумма этих двух выражений и есть изменение суммарных резервов в левой части уравнения.

В нашем примере утечка наличности была равна

$$\Delta C = c \times \Delta D, \qquad (14\text{-}6)$$

где C — банковские резервы и c — величина отношения наличных денег к объему трансакционных депозитов, ожидаемая небанковским сектором. Наличные деньги в США состоят из банкнот ФРС, и, таким образом, сумма в левой части уравнения (14-6) представляет собой именно банкноты ФРС, предложение которых обеспечивается путем распределения резервов банковской системы для удовлетворения спроса на деньги небанковского сектора.

При этом оба уравнения (14-5) и (14-6) показывают, насколько вырастает предложение денег со стороны ФРС вследствие ее операций на открытом рынке. Общий прирост предложения денег со стороны государства будет равен сумме уравнений (14-5) и (14-6), т. е.

$$\Delta TR + \Delta C = [(d + e) + \Delta D] + (c \times \Delta D) = (d + e + c) \times \Delta D. \qquad (14\text{-}7)$$

Левая часть уравнения (14-7) — общее изменение предложения денег со стороны государства. Правая часть уравнения показывает, что такое изменение зависит от изменения объема депозитов в банковской системе, которое в свою очередь зависит от требуемой нормы резервного покрытия, уровня избыточных резервов, ожидаемого банками, и отношения наличных денег к объему трансакционных депозитов, ожидаемого небанковским сектором.

При современной системе неразменных денег, когда последние не обеспечены золотом, предложение денег со стороны государства составляет **денежную базу** (*monetary*

base). Экономисты иногда называют денежную базу *деньгами повышенной мощности* (*high-powered money*), так как они лежат в основе денежной системы. Как отмечалось в главе 2, при золотом стандарте денежная база состояла из металлических монет. При современном бумажно-денежном стандарте она равна:

$$MB = TR + C, \tag{14-8}$$

где MB — денежная база. Следовательно, изменение денежной базы составляет:

$$\Delta MB = \Delta TR + \Delta C. \tag{14-9}$$

Таким образом, денежная база изменяется в результате изменений суммарных резервов и количества наличных денег у небанковского сектора. Уравнение (14-9) — это левая часть уравнения (14-7). Поэтому мы можем переписать уравнение (14-7) следующим образом:

$$\Delta MB = (d + e + c) \times \Delta D. \tag{14-10}$$

Если мы разделим обе части уравнения (14-10) на величину $(d + e + c)$, то получим:

$$\frac{1}{d+e+c} \times \Delta MB = \Delta D. \tag{14-11}$$

Уравнение (14-11) показывает, что расширение депозитов в банковской системе (правая часть уравнения) равно изменению денежной базы, умноженному на определенный коэффициент (левая часть уравнения). Депозитный мультипликатор составит теперь $1/(d + e + c)$. Используя данные из нашего примера ($d = 0{,}10$, $e = 0{,}05$, $c = 0{,}25$), найдем, что мультипликатор равен $1/(0{,}10 + 0{,}05 + 0{,}25)=1/0{,}40=2{,}5$.

Напомним, что денежный мультипликатор в предыдущем примере был равен просто $1/d = 1/0{,}10 =10$, поскольку мы не брали в расчет утечку наличности и возможность избыточных резервов, т. е. e и c равны нулю. На практике же часто это не так (хотя величина e обычно меньше 0,05, как в нашем примере). Поэтому на практике депозитный мультипликатор в общем намного меньше максимального мультипликатора ($1/d$).

ОБЩИЙ ДЕНЕЖНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР

В первом примере, где не было утечки наличности и избыточных резервов, депозитный мультипликатор показывал, насколько увеличится денежная масса вследствие покупки ФРС ценных бумаг на сумму 100 000 долл. Теперь следует напомнить, что денежная масса в соответствии с определением ФРС денежного агрегата M1 (см. главу 3) равна:

$$M = C + D, \tag{14-12}$$

где M — денежная масса. Это означает, что изменение денежной массы составит

$$\Delta M = \Delta C + \Delta D, \tag{14-13}$$

т. е. денежная масса меняется в ответ на изменения объема наличности у небанковского сектора и трансакционных депозитов.

Расчет денежного мультипликатора Теперь можно рассчитать общий денежный мультипликатор, более приемлемый на практике для банковской системы. Обозначим его m. Этот мультипликатор показывает, насколько изменилась денежная масса в ответ на изменение денежной базы вследствие, к примеру, операций ФРС по продаже

или покупке ценных бумаг на открытом рынке. Следовательно, денежный мультипликатор входит в следующее уравнение:

$$\Delta M = m \times \Delta MB, \tag{14-14}$$

т. е. изменение денежной массы равно произведению денежного мультипликатора на изменение денежной базы.

Из уравнения (14-13) следует, что левую часть уравнения (14-14) можно приравнять к $\Delta D + \Delta C$. К тому же из уравнения (14-10) вытекает, что правую часть уравнения (14-14) можно переписать в виде $m \times (\Delta TR + \Delta C)$, так что уравнение (14-14) будет представлено следующим образом:

$$\Delta D + \Delta C = m \times (\Delta TR + \Delta C). \tag{14-15}$$

Можно сделать еще несколько замен, используя уравнения (14-6) и (14-7), и вместо ΔC подставить $c \times \Delta D$ в левую часть уравнения (14-15) и заменить $\Delta TR + \Delta C$ на $(d + e + c) \times \Delta D$ в правой его части. Мы получим следующее:

$$\Delta D + (c \times \Delta D) = m \times (d + e + c) \times \Delta D. \tag{14-16}$$

Теперь разделим обе части уравнения (14-16) на D и будем иметь:

$$1 + c = m \times (d + e + c).$$

Разделив обе части уравнения на этот раз на $(d + e + c)$, получим:

$$\frac{1+c}{d+e+c} = m. \tag{14-17}$$

Таким образом, общий денежный мультипликатор равен $(1 + c)/(d + e + c)$.

В нашем примере $c = 0{,}25$, $d = 0{,}10$ и $e = 0{,}05$. Следовательно, общий денежный мультипликатор для гипотетической экономики равен $(1 + 0{,}25)/(0{,}10 + 0{,}05 + 0{,}25) = 1{,}25/0{,}40 = 3{,}125$.

Модель денежного мультипликатора Теперь мы установили, что на практике изменение денежной массы будет равно:

$$\Delta M = \frac{1+c}{d+e+c} \times \Delta MB.$$

Поскольку мы учли все важные факторы, действительно влияющие на денежную массу, теперь из этого уравнения символ Δ можно опустить. При этом мы получим:

$$M = \frac{1+c}{d+e+c} \times MB. \tag{14-18}$$

Уравнение (14-18) показывает, что фактическая денежная масса (M) равна произведению денежного мультипликатора на денежную базу (MB), которая в свою очередь равна суммарным резервам банков (TR) плюс наличность (C), или общему предложению денег со стороны государства.

Экономисты называют уравнение (14-18) *моделью денежного мультипликатора* (*money multiplier model*) определения денежной массы в экономике. Если бы мы знали точные значения c, d и e в будущем, то в принципе могли бы использовать

уравнение (14-18) для нахождения денежного мультипликатора в экономике. Тогда если бы мы работали на ФРС в качестве экономистов, то смогли бы дать рекомендации, какой должна быть денежная база для обеспечения определенной денежной массы в экономике.

Эта модель хороша по двум причинам. Во-первых, она проста для понимания, если вы усвоите вывод уравнения (14-18), а у вас будет возможность получить такого рода практические навыки, выполнив задания в конце главы. Во-вторых, для расчета денежного мультипликатора не нужен большой объем информации.

Однако следует подчеркнуть, что у модели денежного мультипликатора есть некоторые ограничения. Довольно соблазнительно рассматривать денежный мультипликатор $m = (1 + c)/(d + e + c)$ как постоянную величину, но это далеко не так. Только требуемая норма резервного покрытия d приблизительно постоянна, хотя она может немного различаться, поскольку на практике норма, например, для первых 42,2 млн. долл. депозитов в любом банке равна 3%, а для депозитов, превышающих эту сумму, — уже 10%.

Значения других переменных (e и c) полностью зависят от поведения банковской системы и небанковского сектора соответственно. Если банки становятся более «консервативными» (возможно, они ожидают спада в экономике), то величина e может увеличиваться, вследствие чего денежный мультипликатор будет меньше. То же самое, если небанковский сектор будет снимать больше наличных денег со счетов при потере доверия к стабильности банковской системы, и значение c станет больше. (Так, в нашем примере денежный мультипликатор равен 3,125 при $c = 0{,}25$. Если c увеличится до 0,30, тогда новое значение денежного мультипликатора будет: $(1 + 0{,}30)/(0{,}10 + 0{,}05 + 0{,}30) = (1{,}30)/(0{,}45) = 2{,}889$, что, естественно, меньше, чем 3,125.)

Эмпирические расчеты денежного мультипликатора Поскольку компоненты формулы денежного мультипликатора меняются в зависимости от поведения банковской системы и небанковского сектора, нельзя точно знать, каким же будет денежный мультипликатор в различные периоды.

Экономисты могут с точностью вычислить денежные мультипликаторы прошлых периодов с помощью отношения денежной массы (денежные агрегаты M1 и M2) к денежной базе (MB) или используя суммарные резервы депозитных учреждений (TR) плюс наличность (C), которые и составляют денежную массу. Таким образом,

$$m_1 = \frac{M1}{MB} \text{ и } m_2 = \frac{M2}{MB}.$$

На рис. 14-15 показаны эмпирические расчеты денежных мультипликаторов M1 и M2 с 1959 по 1992 г. Как и ожидалось, мультипликатор M2 больше мультипликатора M1 (у него больший числитель при одинаковых знаменателях); мультипликатор M2 постепенно растет, в то время как мультипликатор M1 более стабилен.

Отметим, что значение мультипликатора M1 обычно находится приблизительно в интервале между 2,5 и 3. Это довольно близко к нашему расчету в упрощенной модели мультипликатора, где его величина была 3,125. Иными словами, хотя наша модель и не совсем реальна, все-таки разница в расчетах не так уж велика.

Если предположить, что требуемая норма резервного покрытия для всех депозитов была 10%, то максимальный денежный мультипликатор будет равен 10. Снятие наличности со счетов и избыточные резервы являются серьезным тормозом расширения банковских депозитов. Начиная с 1983 г. мультипликатор M1 значительно увеличился; мультипликатор M2 снижался с середины 1984 г. Как показано в главе 24, если денеж-

ные мультипликаторы далеки от стабильности, то, возможно, использование денежной массы в качестве важной переменной, учитываемой ФРС, не так эффективно.

Также важно осознать, что эмпирические модели денежных мультипликаторов позволяют оценивать их *фактические* (*ex post*) значения, в то время как денежно-кредитная политика нуждается в информации об *ожидаемых* (*ex ante*) изменениях денежных мультипликаторов. Чем разнообразнее значения денежных мультипликаторов, тем сложнее проводить денежно-кредитную политику, если целью ФРС является контроль над денежной массой. Следовательно, мультипликатор должен быть стабильным и предсказуемым, чтобы модель денежного мультипликатора была действительно полезна в качестве инструмента денежно-кредитной политики.

ОБЩИЙ КРЕДИТНЫЙ МУЛЬТИПЛИКАТОР

Кроме контроля над изменениями денежной массы ФРС обычно заинтересована в увеличении общего объема банковского кредитования. Модель денежного мультипликатора включает в себя модель определения объема банковского кредитования в целом, т. е. общего объема ссуд, выданных банковской системой.

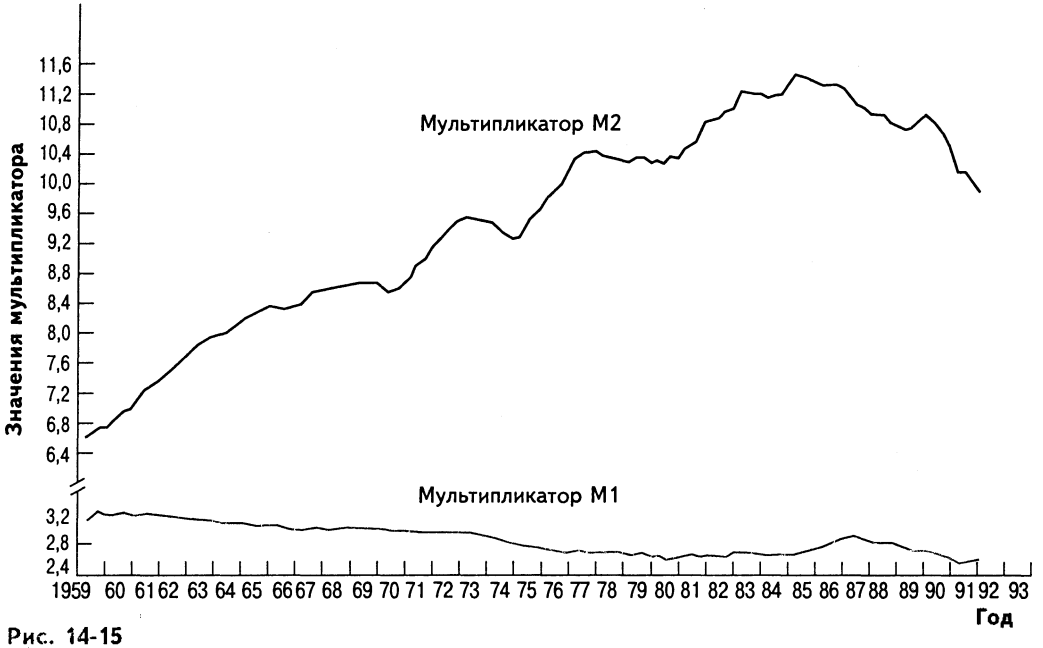


Рис. 14-15
Расчет мультипликаторов M1 и M2. (*Источник*: Federal Reserve Bank of St. Louis.)

В нашей модели объем ссуд (L) представляет собой общий объем кредитования банковской системы (то, что банки владеют ценными бумагами, мало что меняет). Если у банков в качестве активов только ссуды и резервы, а в качестве пассивов только трансакционные депозиты, тогда из консолидированных Т-счетов справедливо, что:

$$L + TR = D. \qquad (14\text{-}19)$$

Уравнение (14-19) просто показывает, что банковские активы должны быть равны банковским пассивам. Соответственно, $L = D - TR$, так что прирост общего объема банковского кредитования должен быть равен:

$$\Delta L = \Delta D - \Delta TR. \qquad (14\text{-}20)$$

В соответствии с уравнением (14-20) прирост общего объема банковского кредитования обусловлен разницей между приростом пассивов (трансакционных депозитов) и приростом общих банковских резервов.

Теперь можно вывести базовую модель кредитного мультипликатора. Предположим, что прирост объема банковского кредитования связан с приростом денежной базы с помощью мультипликатора:

$$\Delta L = m_L \times \Delta MB, \qquad (14\text{-}21)$$

где m_L и есть кредитный мультипликатор. Мы можем использовать выражение $\Delta L = \Delta D - \Delta R = \Delta D - [(d + e) \times \Delta D]$ для подстановки в левую часть уравнения (14-21). К тому же, как известно из предыдущего изложения, $\Delta MB = \Delta TR + \Delta C = (d + e + c) \times \Delta D$, так что теперь можно заменить это выражение в правой части. После этих подстановок получим:

$$\Delta D - [(d + e) \times \Delta D] = m_L \times (d + e + c) \times \Delta D.$$

Если разделить обе части уравнения на ΔD, то имеем:

$$1 - (d + e) = m_L \times (d + e + c).$$

Наконец, разделим обе части последнего уравнения на величину $(d + e + c)$:

$$\frac{1-(d+e)}{d+e+c} = m_L, \qquad (14\text{-}22)$$

и получим выражение общего кредитного мультипликатора. Следовательно, модель денежного мультипликатора, которую мы построили ранее, также включает и *модель общего кредитного мультипликатора* (*total credit multiplier model*), которая представлена следующим уравнением:

$$\Delta L = \frac{1-(d+e)}{d+e+c} \times \Delta MB. \qquad (14\text{-}23)$$

Покупка ценных бумаг ФРС на открытом рынке увеличивает денежную базу, так что уравнение (14-23) показывает, что эта операция увеличит общий объем банковского кредитования на эту сумму, умноженную на мультипликатор. В числовом примере, рассмотренном выше, где $d = 0{,}10$, $e = 0{,}05$ и $c = 0{,}25$, общий кредитный мультипликатор будет равен $[1 - (0{,}10 + 0{,}05)/(0{,}10 + 0{,}05 + 0{,}25) = (0{,}85)/(0{,}40)$, что приблизительно составит 2,125. Это означает, что каждый доллар, вложенный ФРС в покупку ценных бумаг, позволит банкам увеличить объем кредитования примерно на 2,13 долл. в расчете на 1 долл. ссуд.

Как будет показано в последующих главах, ФРС не всегда придерживалась точки зрения, что ей необходим полный контроль над денежной массой. Фактически некоторые экономисты утверждали, что общий объем банковского кредитования — более подходящая переменная для контроля. Тем не менее обе переменные определяются мультипликаторами, связанными между собой, что и показал наш анализ. Аргументы для контроля той или другой переменной основываются на характере их воздействия на экономику в целом. Мы обсудим некоторые из этих аргументов в части VI. Но в ближайших главах мы сосредоточим внимание на том, почему и как создаются центральные банки, такие, как ФРС, призванные осуществлять контроль над этими переменными.

Краткое содержание

1. Система частичного резервного покрытия приводит к возможности многократного расширения (или сужения) денежной массы в результате увеличения (уменьшения) банковских резервов.
2. Когда депозитное учреждение получает прирост резервов сверх необходимого уровня, у него появляется стимул для увеличения объема кредитования или приобретения ценных бумаг, приносящих проценты. Оно может делать это, пока у него есть избыточные резервы.
3. Новых резервов не создается, когда чек, выписанный на одно депозитное учреждение, депонируется в другом; прирост резервов одного банка компенсируется их сокращением у другого.
4. ФРС может создавать или ликвидировать резервы депозитных учреждений: вследствие этого ФРС может менять денежную массу в обращении. Если ФРС выкупает казначейские векселя у депозитного учреждения или домашнего хозяйства, которые помещают чек ФРС в депозитное учреждение, то общие резервы банковской системы увеличатся на эту сумму. Избыточные резервы возрастут (в меньшей степени), и депозитные учреждения получат определенный стимул для увеличения объема кредитования путем создания трансакционных депозитов. В результате этого денежная масса вырастет.
5. Если ФРС продает казначейские векселя депозитному учреждению или домашнему хозяйству, причем последние выписывают чек, общие резервы банковской системы сократятся. Если перед этой сделкой избыточные резервы были нулевыми для банков— участников сделки, то избыточные резервы в результате окажутся отрицательными; фактические резервы будут меньше, чем обязательные. Депозитное учреждение при таком положении вещей должно требовать возврата ссуд и не возобновлять погашенные ссуды. Вследствие этого денежная масса уменьшится.
6. Никто не обязан иметь дело с ФРС, когда она намеревается продавать или покупать ценные бумаги на открытом рынке; ФРС побуждает домашние хозяйства и депозитные учреждения покупать (или продавать) ценные бумаги, предлагая на них более низкую (или более высокую) цену. Поскольку ФРС мало волнует максимизация прибыли (и поскольку она может покупать ценные бумаги, просто выписав чек на себя), она может проводить такое количество операций на открытом рынке, которое считает нужным для достижения своих целей.
7. Операции ФРС на открытом рынке прямо меняют общий размер резервов банковской системы; следовательно, ФРС может изменять денежную массу. Зависимость между приростом общих резервов и приростом банковских депозитов определяется депозитным мультипликатором. Для определения максимального расширения объема депозитов прирост резервов умножается на обратную величину требуемой нормы резервного покрытия; такая обратная величина называется максимальным депозитным мультипликатором. Поскольку в США существует система частичных банковских резервов, требуемая норма резервного покрытия будет меньше единицы и максимальный депозитный мультипликатор больше единицы. Другими словами, денежная масса может изменяться кратно приросту общего объема резервов.
8. В мировой практике денежный мультипликатор меньше его максимальной величины, частично из-за избыточных резервов, которые в действительности хранят депозитные учреждения, но в основном вследствие того, что происходит утечка наличности. Такая утечка появляется, когда экономические агенты депонируют не всю сумму чека в банк; его часть снимается в виде наличных денег.
9. Так уж сложилось, что расширение банковских депозитов включает в себя расширение объема банковского кредитования. Следовательно, существует зависимость как между общим объемом кредитования и денежной базой, так и между денежной массой и денежной базой, которые изменяются в кратном размере.

Словарь терминов

Денежная база (*monetary base*) — показатель денежной массы в обращении; равняется сумме наличных денег в обращении и банковских резервов. Денежная база является основой всех показателей денежной массы.

Денежный мультипликатор (*money multiplier*) — число, на которое умножается показатель денежной массы, такой, как денежная база, чтобы получить общее количество денег в обращении.

Депозитный мультипликатор (мультипликатор расширения депозитов) (*deposit expansion multiplier*) — число, на которое умножается прирост резервов, чтобы рассчитать прирост общего объема депозитов в банковской системе.

Избыточные резервы (*excess reserves*) — резервы, которые депозитное учреждение (или банковская система в целом) имеет сверх обязательных резервов; суммарные резервы за вычетом обязательных.

Общий объем кредитования (*total credit*) — все ссуды, выданные банками.

Обязательные резервы (*required reserves*) — сумма резервов, которую депозитное учреждение обязано хранить в виде кассовой наличности или на резервном счете в ФРС; обязательные резервы равны определенному проценту от общего объема депозитов.

Операционный отдел (*Trading Desk*) — название отдела в Федеральном резервном банке Нью-Йорка, который проводит операции ФРС с ценными бумагами.

Разумные резервы (*prudential reserves*) — резервы, которые депозитные учреждения добровольно хранят сверх обязательных, чтобы оставаться ликвидными и быть готовыми к преодолению финансовых трудностей.

Суммарные резервы (*total reserves*) — сумма обязательных и избыточных резервов.

Требуемая норма резервного покрытия (*required reserve ratio*) — процент от общего объема депозитов, который ФРС предписывает всем депозитным учреждениям хранить в виде кассовой наличности или на резервном счете в ФРС.

Т-счета (*T-accounts*) — Т-образные бухгалтерские счета; упрощенные балансовые отчеты, включающие только статьи активов и пассивов (или их изменения), необходимые для анализа.

Утечка наличности (*currency leakage*) — снятие наличных денег небанковским сектором со счетов депозитных учреждений.

Вопросы для самопроверки

1. Объясните своими словами, можете ли вы изменить общий объем депозитов банковской системы, выписав чек на собственный счет для депонирования в другом банке.
2. Объясните своими словами, может ли ФРС изменить общий объем депозитов банковской системы, выписав чек на собственный счет с последующим его депонированием на счет продавца ценных бумаг в частном банке.
3. Экономистам нравится подчеркивать, что ФРС может проводить операции на открытом рынке для контроля над денежной массой, покупая или продавая кетчуп или даже космические корабли (если бы их существовало достаточно много). Объясните, почему это утверждение оправданно.
4. В экономике с фактически нерегулируемой банковской деятельностью не существует обязательных резервов. Означает ли это, что расширение депозитов не имеет ограничений в такой системе? Свой ответ обоснуйте.
5. Своими словами, не используя уравнений или формул, объясните, почему возрастание утечки наличности из банковской системы сокращает эффект мультипликатора от операций ФРС на открытом рынке.

6. Объясните своими словами, не используя уравнений или формул, почему увеличение избыточных резервов, которые банки склонны хранить (при неизменности других факторов), уменьшает величину общего кредитного мультипликатора.

Задачи

14-1. Пусть требуемая норма резервного покрытия равна 5%, избыточные резервы равны нулю, утечки наличности не существует и спрос на кредит постоянен. ФРС покупает казначейские векселя у депозитного учреждения на сумму 1 млн. долл.

а) Каков будет размер максимального денежного мультипликатора?

б) Во сколько раз увеличится общий объем депозитов?

14-2. ФРС покупает казначейские векселя на сумму 1 млн. долл. у г-на Мондроуна, который вкладывает выручку в банк *1*. Используя Т-счета, покажите результат этой операции для ФРС и банка *1*.

14-3. Продолжим пример из задачи 14-2:

а) Проанализируйте состояние банка *1* более подробно, используя Т-счета, если требуемая норма резервного покрытия по вкладам до востребования равна 5%.

б) Насколько банк *1* сможет увеличить объем кредитования?

14-4. Рассмотрите балансовый отчет (в млн. долл.) отдельно взятого банка (среди многих):

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Резервы	400	Депозиты до востребования	1000
Ссуды	1600	Сберегательные депозиты	1000

Допустим, что требуемая норма резервного покрытия равна 20% по депозитам до востребования и 20% по сберегательным депозитам. Если клиент снимает 100 долл. с текущего счета, как будет реагировать на это данный банк?

Рассмотрите приведенный ниже консолидированный баланс коммерческих банков.

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Резервы	4000	Депозиты до востребования	10 000
Ссуды	16 000	Сберегательные депозиты	10 000

При той же операции (т. е. снятии 100 долл. со счета) эти средства сразу депонируются в другом коммерческом банке. Как будет выглядеть этот консолидированный баланс?

14-5. Допустим, что требуемая норма резервного покрытия равна 25% по депозитам до востребования и 15% по сберегательным депозитам. Если клиент депонирует 100 долл. на текущий счет (вклад до востребования), как будет реагировать на это отдельный банк?

Если текущие поступления от кредитования распределяются в пропорции — 60% на депозиты до востребования и 40% на сберегательные депозиты, определите возможные изменения консолидированного баланса.

14-6. Вплоть до 1990 г. ФРС установила требуемую норму резервного покрытия по срочным депозитам юридических лиц. Если сумма таких депозитов — N и норма резервного покрытия по вышеупомянутым депозитам, ожидаемая небанковским сектором, — n, найдите величину денежного мультипликатора при условии, что d, e и c — положительные константы. (*Подсказка*: Вам необходимо попрактиковаться в выводе формулы денежного мультипликатора. Подставьте вместо уравнения (14-5) выражение $\Delta TR = (d \times \Delta N) + (t \times \Delta N) + (e \times \Delta N)$ и проделайте все математические вычисления. Чтобы проверить их правильность, нужно удостовериться, что при $t = 0$ величина денежного мультипликатора будет равна полученному ранее ответу.)

14-7. Представьте экономику без наличных денег, где у банков нет избыточных резервов и существует единственный вид депозитов — трансакционные депозиты. Если общая сумма депозитов 200 млн. долл. и объем банковских резервов 50 млн. долл., какова тогда требуемая норма резервного покрытия по данному виду депозитов?

14-8. Представьте экономику без наличных денег, при этом существует единственный вид депозитов — трансакционные депозиты. Избыточные резервы банков равны 200 млн. долл., а требуемая норма резервного покрытия — 10%. Если величина денежного мультипликатора 5,0, каким тогда является общий объем депозитов в банковской системе?

14-9. Допустим, что в экономике единственный вид банковских пассивов — это депозиты до востребования, при этом избыточных резервов у банков нет. Требуемая норма обязательных резервов равна 0,50 (50%). Кроме того, денежная база равна 100 млрд. долл., а денежная масса составляет 150 млрд. долл. Каково отношение объема наличных денег, которые небанковский сектор склонен хранить, к объему трансакционных депозитов?

14-10. Год 2310-й н. э. Поселенцы земной колонии на Титане (крупнейшем спутнике планеты Сатурн) используют банковские депозиты до востребования в качестве единственного вида денег. Банки Титана всегда хранят 10% в качестве избыточных резервов. Других видов депозитов в банковской системе не существует. Если общие банковские резервы Титана — 300 млн. долл. и денежная масса — 1500 млн. долл., какова требуемая норма обязательных резервов центрального банка на Титане?

Рекомендуемая литература

Board of Governors of the Federal Reserve System, The Federal Reserve System: Purposes and Functions, 7 ed. — Washington (D. C.), 1984.

Crick W. F., The Genesis of Bank Deposits. — Economica, 1927.

Humphrey Thomas, The Theory of Multiple Expansion of Deposits: What It Is and Whence It Came. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 73 (2), March/April 1987, pp. 3—11.

Nichols Dorothy M., Modern Money Mechanics: A Workbook on Deposits, Currency, and Bank Reserves. — Federal Reserve Bank of Chicago, 1961 (revised in 1968, 1971, 1975, and 1982).

Tobin James, Commercial Banks as Creators of Money, in: *Carson D.* (ed.), Banking and Monetary Studies. — Homewood (Ill.): Irwin, 1963, pp. 408—419.

Глава 15

История центрального банка США. Федеральная резервная система

Основные проблемы

1. Почему Первый банк Соединенных Штатов был упразднен, став объектом противоречий?
2. Какие факторы повлияли на «взлет и падение» Второго банка Соединенных Штатов? Повредило ли экономике США его упразднение?
3. Какие последствия имело введение нерегулируемой банковской деятельности в США в середине XIX в.?

   Почему гражданская война изменила денежную и банковскую систему США?
5. Как экономические и политические дискуссии конца XIX — начала XX в. привели к образованию коалиции, ратующей за создание центрального банка США?
6. Какова история создания Федеральной резервной системы?
7. Какова структура Федеральной резервной системы в настоящее время?

Для решения различных государственных проблем (ведение войн, научных исследований и т. д.) правительствам часто была необходима помощь финансового агента, такого, как банк. Поэтому многие экономисты-историки считают, что необходимость создания центрального банка (как ФРС) главным образом связана именно с правительственными нуждами.

Роль и функции федерального правительства всегда были предметом острых дискуссий в США. Вследствие тесного переплетения интересов федерального правительства и центрального банка существование последнего в различные периоды истории США оказалось в центре политических дискуссий. Наши предки горячо спорили о том, какую структуру должен иметь центральный банк; некоторые посвятили большую часть жизни борьбе за основание такого учреждения. Естественно, хотя мы воспринимаем ФРС как само собой разумеющееся, на самом деле период ее существования занимает лишь треть национальной истории США.

В данной главе у нас три основные задачи. Начнем мы с краткой истории центрального банка США с XVIII до XX в. Затем обсудим факторы, которые способствовали созданию Федеральной резервной системы, закончим современной структурой ФРС.

Краткая история центрального банка США

Возможно, столкнувшись с почти монопольной властью Банка Англии, основатели США в общем были против создания центрального банка независимо от того, будет

ли он в частном или государственном управлении. К тому же существовавшие тогда банки были против доминирования сильного национального банка, а правительства штатов считали себя важнее федерального правительства. Поэтому деятельность банков регулировалась правительствами штатов вплоть до 1963 г., за исключением периодов существования Первого и Второго банков Соединенных Штатов.

ПЕРВЫЙ БАНК СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ

Как отмечалось в главе 6, Конгресс предоставил чартер Первому банку Соединенных Штатов в 1791 г. В определенной степени этот банк выполнял многие функции центрального банка. Он мог контролировать эмиссию банков штатов и выдачу ссуд. Когда Первый банк Соединенных Штатов решал выдавать больше ссуд частным лицам и компаниям, то резервы банков штатов увеличивались. При сокращении объема кредитования резервы банков штатов также уменьшались. Первый банк мог регулировать деятельность банков штатов и по-другому. Если Первый банк Соединенных Штатов владел их банкнотами, то он мог хранить их (или расплачиваться ими), поэтому банкам штатов не было необходимости сокращать количество золота или серебра, хранимых в качестве резервов. Наоборот, если Первый банк предъявлял такие банкноты к погашению, то банки-эмитенты должны были платить золотом и серебром; их резервы соответственно уменьшались.

Первый банк Соединенных Штатов был прибыльным, доходность для его инвесторов составляла примерно 8% в год. Когда подошел срок истечения чартера в 1811 г., Конгресс не продлил его. Было несколько причин для такого решения. Одним из важнейших поводов для этого явился тот факт, что среди акционеров банка были иностранцы. В то время, как и в наши дни, американцы опасались иностранного влияния в экономике. Особенно эта точка зрения превалировала во время попытки Первого банка стать действительно центральным банком. Противники этого также считали, что Первый банк Соединенных Штатов будет препятствовать росту банков штатов, постоянно предъявляя банкноты к погашению.

ВТОРОЙ БАНК СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ

Во время войны 1812 г. многие лидеры пришли к мнению, что правительству США необходим институт центрального банка в периоды кризисов. Поэтому в 1816 г. федеральное правительство выдало 20-летний чартер Второму банку Соединенных Штатов. Второй банк предоставлял услуги коммерческого характера в экономике и одновременно выполнял функции центрального банка. Деятельность банков штатов он регулировал теми же методами, что и Первый банк Соединенных Штатов.

Многие американцы с подозрением относились к могущественному Второму банку. Более того, некоторые считали его виновным в финансовой панике 1819 г. Во время правления влиятельного президента Второго банка Николаса Биддла (Biddle) противостояние возросло. К окончанию срока назначения Н. Биддла влиятельные политические силы делали все, чтобы чартер Второго банка не был продлен. Избрание Эндрю Джэксона (Jackson, 1767—1845) президентом США в 1828 г. только усилило проблемы Второго банка. То, что «герой Нового Орлеана», родом из Теннесси, выиграл у сторонника Второго банка Генри Клея (Clay), было только частью возникших трудностей. Вдобавок к этому во время избирательной кампании большинство членов правления и чиновников Второго банка открыто выступало против Эндрю Джэксона и его партии. Также важен и тот факт, что Э. Джэксон — который ранее чуть не стал банкротом из-за спекулятивных сделок с землей и поэтому не доверял банкам вообще — считал, что национальный банк будет крайне негативно влиять на американ-

скую экономику, будучи сильно коррумпированным. Э. Джэксон обвинил Второй банк в монополизации американской финансовой сферы. Это послужило началом «банковской войны» между Э. Джэксоном и Н. Биддлом.

В общем, самой большой политической ошибкой Н. Биддла была подача заявления на продление чартера Второго банка за четыре года до срока его истечения. Намерения Н. Биддла были такими: он хотел продлить чартер и поставить в затруднительное положение Э. Джэксона перед выборами 1832 г. Конгресс видел, что такое продление будет действительно полезным, и попытка Э. Джэксона воспрепятствовать принятию этого решения по причине неконституционности провалилась, и 3 июля 1832 г. большинство в Конгрессе проголосовало за продление чартера.

Реакция Э. Джэксона была довольно характерна для него, и, возможно, это была одна из его самых известных фраз. Он сказал вице-президенту США Мартину Ван-Бурену (Van Buren): «Банк пытается уничтожить меня, г-н Ван-Бурен, *но я сам уничтожу его*». 10 июля 1832 г. Э. Джэксон наложил вето на акт о продлении чартера, а Конгресс не смог преодолеть вето президента. Продление чартера Второго банка стало главным вопросом избирательной кампании 1832 г., на которой Э. Джэксон победил с большим преимуществом. После выборов Э. Джэксон изъял все федеральные средства из банка и поместил их в избранные банки штатов, которые назвали «ручными» банками (pet banks).

ИНФЛЯЦИЯ ПОСЛЕ УПРАЗДНЕНИЯ ВТОРОГО БАНКА СОЕДИНЕННЫХ ШТАТОВ

Ликвидация Второго банка Соединенных Штатов в 1836 г. внесла многие изменения в американскую банковскую сферу. Инфляция выросла и продолжалась в 1834—1837 гг. Экономический спад наблюдался с 1839 по 1843 г. Многие историки считают, что инфляция и последующий экономический спад явились следствием упразднения Второго банка. Они также считали, что отсутствие регулирования со стороны Второго банка операций банков штатов привело к быстрому росту бумажных денег и появлению спекулятивных банков (или банков «для диких кошек» (wildcat banks), получивших свое название вследствие их большой отдаленности, так что, как говорили, только дикие кошки могли их часто посещать).

Значительное увеличение денежной массы всегда приводило к обесценению денег. Вспомните из главы 2, что цена денег есть их покупательная способность, так что значительный прирост денежной массы обычно становится причиной инфляции. На рис. 15-1 показано, что денежная масса действительно возросла после наложения вето Э. Джэксоном на продление чартера Второго банка в 1832 г.

Увеличение числа спекулятивных банков не было причиной роста денежной массы с 1832 по 1836 г. Отношение банковских резервов к объему выданных ссуд не уменьшилось в этот период, поскольку в общем банки были достаточно осторожны. В основном это произошло за счет увеличения количества металлических денег — золотых и в меньшей степени серебряных — в экономике США. К тому же США были частью мировой экономики. Соединенные Штаты придерживались золотого стандарта, который включал ввоз и вывоз металлических денег, и золотые и серебряные монеты лежали в основе денежной массы в обращении. В этот период произошло значительное увеличение импорта металлических денег из Мексики и стран Европы.

Нижняя кривая на рис. 15-1 показывает, что количество металлических денег, ввозимых в США, сильно возросло в период с 1832 по 1837 г. Было три основные причины этого:

1. Увеличение экспорта американского хлопка в Англию.
2. Иностранные инвестиции в развивающуюся транспортную систему США.

3. Возобновление англо-американских коммерческих связей, прерванных войной 1812 г. между Англией и США. С 1812 по 1837 г. британцы инвестировали более 125 млн. долл. в транспорт и другие отрасли социальной инфраструктуры.

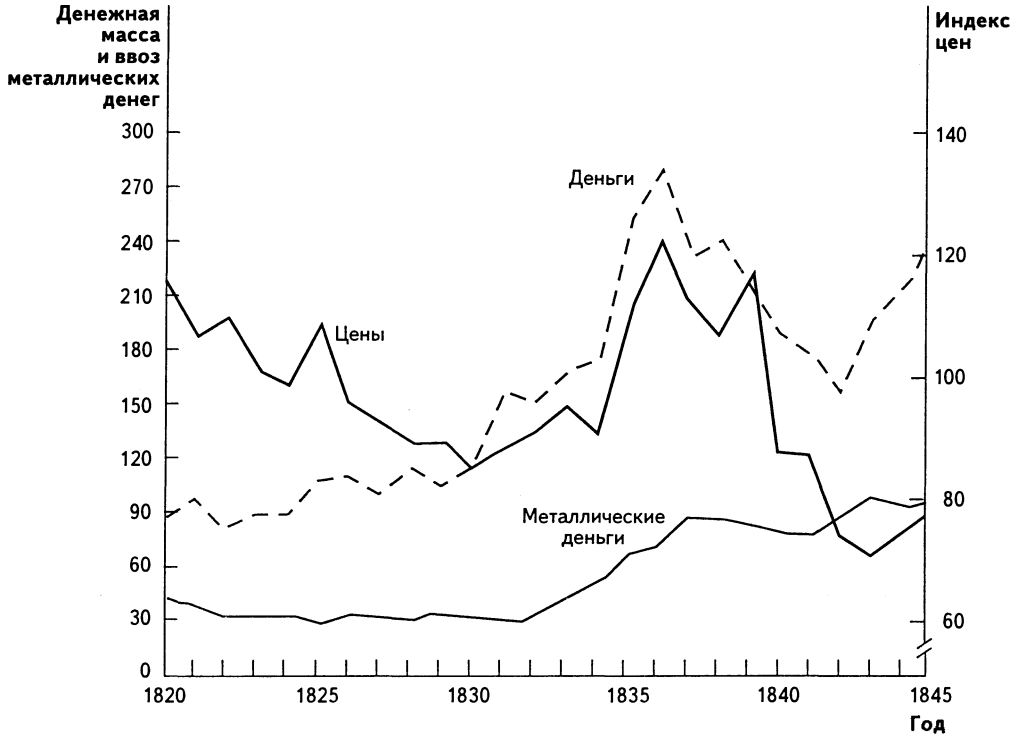


Рис. 15-1

Цены и денежная масса в годы функционирования и ликвидации Второго банка. Цены резко возросли в 1835 г. и в период с 1829 по 1836 г. Хотя рост цен в основном произошел вследствие ликвидации Второго банка и появления спекулятивных банков, эмитирующих деньги, свой вклад также внес и импорт металлических (золотых и серебряных) денег в США, как и показано на нижней кривой. 100-процентное увеличение количества металлических денег происходило каждые восемь лет вплоть до 1835 г. [*Источник*: *Rockoff Hugh*, Money, Prices, and Banks in the Jacksonian Era, in: *Fogel R. W.*, *Engerman S. L.* (eds.), The Reinterpretation of American Economic History. — New York: Harper & Row, 1971, table I, p. 451.]

Таким образом, ликвидация Второго банка Соединенных Штатов не была единственной причиной инфляции в 1834—1836 гг.

ОТСУТСТВИЕ ЦЕНТРАЛЬНОГО БАНКА И ПАНИКА 1837 ГОДА

Вскоре после истечения срока чартера Второго банка Соединенных Штатов имела место банковская паника. Как показано на рис. 15-1, панику сопровождало резкое уменьшение денежной массы и уровня цен; за инфляцией в первой половине 1830 г. последовала дефляция вплоть до начала 1840-х годов. Вместе с дефляцией наметился резкий спад деловой активности.

Мог ли центральный банк, такой, как Второй банк Соединенных Штатов, предотвратить панику 1837 г. и последующую депрессию? Это важный вопрос, поскольку основным доводом в пользу существования центрального банка была его потенциальная роль в экономической и финансовой стабилизации.

По этому вопросу существовали две точки зрения. Первая заключалась в том, что банковская паника, дефляция и экономический спад произошли вследствие упразднения Второго банка и неосторожных действий нерегулируемых банков по всей стране, что послужило причиной кризиса их неликвидности и полной неготовности к экономическим спадам. В соответствии с другой точкой зрения «банковская война» Э. Джэксона и Н. Биддла и ликвидация Второго банка не имели никакого отношения к последующему экономическому спаду. Причиной спада в экономике США послужили события за рубежом. В конце 1836 г. произошел крах кредитной сферы в Великобритании, и британские банки ринулись погашать американские банкноты, поставив «подножку» американской банковской системе.

Другая точка зрения, одним из автором которой является Мэри Сушка (Sushka) из университета штата Аризона, лежит между этими двумя крайностями[1]. К началу 1830-х годов в соответствии с этой точкой зрения у населения была уверенность в банках, возможно, потому что Второй банк способствовал стабильности банковской сферы. Эта уверенность привела к резкому сокращению использования физическими лицами и компаниями золотых и серебряных денег, и в 1830-е годы количество металлических денег в банках увеличилось. Считалось, что бумажные деньги будут служить не хуже металлических, пока банковская система стабильна.

Но после упразднения Второго банка доверие населения к банкам упало. Люди были более склонны хранить металлические деньги. В то же время большинство банков стали более осторожными и консервативными, что побудило их хранить большую долю металлических денег в качестве резервов. **Закон об обращении золотых и серебряных денег 1836 г.** (*Specie Circular Act*) потребовал от большинства покупателей федеральных земель оплату золотом, это также увеличило количество металлических денег, хранимых частными лицами. Более того, правительство начало перераспределение своих депозитов между банками по всей стране, уменьшая предложение металлических денег. И в довершение всего в конце 1836 г. попытки отчаявшихся британских банков погасить американские банкноты и вернуть золото и серебро стали последним ударом. Большой спрос на металлические деньги резко ограничил деятельность банков. Когда вкладчики требовали золото или серебро, некоторые банки не могли или не хотели их обменивать на бумажные деньги, что привело к беспрецедентной банковской панике. В результате имел место глубочайший экономический спад за все столетие; депрессия продолжалась с 1839 по 1843 г.

Современная точка зрения состоит в том, что у банковской паники 1837 г. и последующего экономического спада был ряд причин. Вполне возможно, что Второй банк Соединенных Штатов смог бы устранить некоторые наиболее болезненные проявления паники. В то же время многие экономисты-историки ставят под сомнение, что он смог бы предотвратить экономический спад.

БАНКИ ШТАТОВ ПЕРЕД ГРАЖДАНСКОЙ ВОЙНОЙ И ПРИПИСЫВАЕМЫЕ ИМ НАРУШЕНИЯ

В период начиная с 1836 г. и вплоть до основания национальной банковской системы в 1863 г. в США существовало два вида банков. Были частные, неакционерные банки и акционерные банки, получившие чартер от правительств штатов. Частные банки функционировали точно так же, как и акционерные банки.

«Свободные» банки Органы законодательной власти штатов Мичиган и Нью-Йорк приняли законы о нерегулируемой банковской деятельности в 1837 и 1838 гг. соответ-

[1] *Sushka Marie*, The Antebellum Money Market and the Economic Impact of the Bank War. — Journal of Economic History, 36 (4), December 1976, pp. 804—835.

ственно. После этого многие штаты последовали их примеру. До этого банк мог получить чартер только после принятия соответствующего закона законодательными органами этого штата. **Законы о нерегулируемой банковской деятельности** (*free-banking laws*) положили конец этой практике; любое лицо или группа могли получить чартер и осуществлять банковские операции при соответствии с общим законодательством о регистрации банков. Требования для получения чартера различались от штата к штату. В табл. 15-1 представлен список штатов, где такие законы были приняты до 1860 г. и где они не были приняты.

ТАБЛИЦА 15-1

Штаты, где были приняты законы о нерегулируемой банковской деятельности и где такие законы не были приняты (до 1860 г. включительно)

Штаты, где были приняты законы о нерегулируемой банковской деятельности	Год принятия закона	Штаты, не принявшие законов о нерегулируемой банковской деятельности
Мичиган	1837[1]	Арканзас
Джорджия	1838[2]	Калифорния
Нью-Йорк	1838	Делавэр
Алабама	1849[2]	Кентукки
Нью-Джерси	1850	Мэн
Иллинойс	1851	Мэриленд
Массачусетс	1851[2]	Миссисипи
Огайо	1851	Миссури
Вермонт	1851[2]	Нью-Хэмпшир
Коннектикут	1852	Северная Каролина
Индиана	1852	Орегон
Теннесси	1852[2]	Род-Айленд
Висконсин	1852	Южная Каролина
Флорида	1853[2]	Техас
Луизиана	1853	Вирджиния
Айова	1858[2]	
Миннесота	1858	
Пенсильвания	1860[2]	

[1] В штате Мичиган была запрещена нерегулируемая банковская деятельность в 1840 г. и снова разрешена в 1857 г.

[2] По Х. Рокоффу, в этих штатах «свободные» банки получили незначительное распространение.

Источник: Перепечатано из публикации А. Ролника и У. Уэбера: *Rolnick A. J., Weber W. E.*, Inherent Instability in Banking: The Free Banking Experience. — Cato Journal, 5 (3), Winter 1986. В качестве источника эти авторы использовали книгу Х. Рокоффа: *Rockoff Hugh*, The Free Banking Era: A Re-Examination. — New York: Arno Press, 1975.

Многие критиковали такое положение вещей, поскольку, как они утверждали, банки штатов обладали неадекватным капиталом и неадекватными резервами по отношению к их банкнотам и объему депозитов. Эти проблемы стали причиной обращения банкнот различной ценности. Банкноты некоторых банков можно было обменять на золото или серебро; они обращались по своей номинальной стоимости, т. е., если номинал банкноты был 10 долл., это было то же самое, что иметь 10 долл. в золоте или серебре. Деньги других банков «ходили» с небольшим дисконтом, третьих — с высоким. Значительная часть банкнот в обращении перестала обладать какой-либо ценностью. Часто подделки способствовали обесценению бумажных денег. К концу 1860-х годов, например, насчитывалось более 5000 видов фальшивых купюр. Так, в обращении «ходило» приблизительно три дюжины фальшивых эмиссий только *Bank of Delaware*.

Штат Нью-Йорк во избежание подобных нарушений принял и стал широко применять закон, существенно ограничивающий банковскую деятельность. Банки в этом штате были под надзором и часто проверялись. Неудивительно, что при основании системы национальных банков в 1863 г. ориентировались именно на этот закон.

Другая точка зрения на эру «свободных» банков Вышеприведенный анализ — это традиционный взгляд на эру «свободных» (нерегулируемых) банков. В последние годы эта точка зрения на период 1836—1863 гг. была существенно пересмотрена.

Во-первых, надо отметить, что в этот период банковские операции не были абсолютно «свободны». Название это пошло от условий свободной регистрации: любой группе было дозволено основать банк, выпускать свои деньги (банкноты), принимать вклады и выдавать ссуды. Необходимо отметить, что штаты, где был принят такой закон, налагали определенные ограничения на банки:

1. «Свободные» банки должны были хранить муниципальные облигации, некоторые из которых были очень рискованными. Поскольку рыночная цена таких облигаций постоянно менялась, они были неликвидны, что увеличивало внутреннюю неустойчивость банковской системы. К тому же банки имели недиверсифицированные портфели.
2. «Свободные» банки должны были обменивать банкноты на золотые и серебряные деньги по требованию. Если же банк этого не делал, это означало, что банк будет закрыт и его активы будут использованы для выплат тем держателям банкнот, которые имели законный приоритет перед другими кредиторами банка. И если клиенты банка хотели увеличить сумму наличных денег по отношению к депозитам, то банку приходилось выдавать свои резервы (золотые и серебряные монеты), даже если клиенты предпочли бы получить банкноты. Это могло способствовать банкротству банков.
3. В большинстве штатов существовала система бесфилиальных банков, открытие банковских филиалов в других штатах было невозможно. В соответствии с требованиями обеспечения облигаций банки не могли держать оптимальный портфель активов; платежеспособность банков слишком сильно зависела от определенных отраслей, расположенных в данной местности.

Недавно экономисты-историки, в частности Артур Ролник (Rolnick) и Уоррен Уэбер (Weber) из Федерального резервного банка Миннеаполиса, подвергли сомнению традиционный взгляд. В соответствии с их точкой зрения:

1. Закрытие лишь отдельных «свободных» банков (число которых в определенных штатах было значительным) повлекло потери для держателей банкнот.
2. Банкноты «свободных» банков были достаточно безопасны.
3. Срок существования многих «свободных» банков был достаточно велик.
4. Банкротства банков в основном носили локальный характер, т. е. банкротство не распространялось на банки других штатов или банки данного штата, которые не были держателями облигаций или инвесторами проектов, послуживших причиной банкротства.

Критики этой точки зрения утверждают, что статистика А. Ролника и У. Уэбера показывает, что около 48% всех банков были закрыты и что около 15% банков стали неплатежеспособными, в результате чего держатели банкнот понесли потери. Поэтому возникает вопрос, были ли банкноты «свободных» банков действительно достаточно безопасны. Тем не менее даже эти критики допускают, что все-таки система «свободных» (нерегулируемых) банков была достаточно эффективна, особенно в свете недавнего кризиса в сберегательной отрасли США, которая находилась под жестким контролем (см. главу 13).

ГРАЖДАНСКАЯ ВОЙНА И НАЧАЛО КОНЦА ЭРЫ «СВОБОДНЫХ» БАНКОВ

Если бы не начало гражданской войны, то США, несомненно, и далее бы продолжали придерживаться системы «свободных» банков. Раскол страны, однако, навсегда изменил ход развития банковской и денежной систем. Во время войны союз и конфедерация имели свои собственные деньги и банковские системы. Обе стороны пережили инфляцию во время войны по мере увеличения эмиссии денег правительствами для финансирования ведения военных действий. Инфляция приобрела особенно значительные масштабы в экономике конфедерации; в результате гиперинфляции в южных штатах деньги конфедератов фактически обесценились еще перед тем, как Армия Вирджинии сдалась в 1865 г.

По мере того как все более очевидной становилась победа союза в войне, в 1863 и 1864 гг. Конгресс союза принимал законы, меняющие американскую денежную и банковскую систему. В 1864 г. Конгресс принял **Закон о национальных банках** (*National Banking Act*). Этот закон содержал следующие важные положения:

1. Запрещалось открытие филиалов, кроме тех банков штатов, которые получили чартер федерального правительства и их филиалы уже существовали в других штатах.
2. Обязательные резервы, требуемые для покрытия обязательств по депозитам, нужно было хранить в виде кассовой наличности или депозитов в банках «резервных» или «центральных резервных» городов (Нью-Йорк, Чикаго, Сент-Луис), причем последние должны были держать в виде кассовой наличности 25% резервов. Подходящими резервами были золото, золотые сертификаты, гринбеки (о них мы поговорим ниже) либо другие денежные инструменты Казначейства, но не банкноты национальных банков. Поскольку эти резервы нельзя было использовать, они становились замороженными активами во время кризиса, способствуя финансовой панике. Такая пирамида из резервов в системе бесфилиальных банков также ухудшила проблему, так как в период кризиса каждый банк забирал свои резервные депозиты из соответствующего банка.
3. Банкнот банков штатов не существовало; поэтому национальные банки получили привилегию денежной эмиссии. В качестве меры, адекватной основанию тысяч бесфилиальных банков, федеральное правительство напечатало единообразные банкноты, которые будут выпускать в обращение национальные банки при выдаче ссуд. Такие банкноты были однородными, принимались и оплачивались по номиналу национальными банками по всей стране. Таким образом, была создана федеральная валюта.
4. Каждый национальный банк должен был хранить у контролера денежного обращения специальные 2-процентные государственные облигации на сумму 100 долл. за каждые 90 долл. выпущенных банкнот. Это послужило стимулом для национальных банков, так что им было выгоднее выдавать ссуды, используя депозитные счета, чем осуществляя эмиссию банкнот; часто банки устанавливали более высокий процент по ссудам, выданным в банкнотах. Это привело к недостаточной денежной эмиссии, которая, как утверждают, стала причиной нескольких кризисов ликвидности в США. В период кризиса банки не могли расплачиваться по обязательствам другими обязательствами (депозиты за банкноты), но должны были расплачиваться законными средствами платежа (золотом или гринбеками) из своих активов.

Вскоре у такой резервной системы появились проблемы. Время от времени мелкие сельские банки обращались в более крупные городские за наличностью, чтобы удовлетворить потребности вкладчиков в ликвидных средствах. Эти городские банки, увидев, что их резервы соответственно уменьшились, сокращали объем кредитования, таким

образом способствуя общей нехватке кредита. Вследствие этого система, допускавшая образование «пирамиды» резервов, стала причиной финансового кризиса, который быстро стал распространяться во всей финансовой сфере. В такой системе не было кредитора последней инстанции для предоставления дополнительных средств во время «сжатия кредита». Поскольку хранители резервов (крупные городские банки) сами были коммерческими институтами, они в той же степени были подвержены «сжатию кредита», что и мелкие банки. Это одна из причин, изменивших общественное мнение относительно необходимости центрального банка и последующего создания Федеральной резервной системы в 1913 г., которой посвящена оставшаяся часть данной главы.

ДО СОЗДАНИЯ ФРС

Большинство из наших современников воспринимают существование ФРС как само собой разумеющееся. Однако ФРС глубоко связана с историей. ФРС не появилась за один день. Ее истоки берут начало в дискуссиях, продолжавшихся десятилетиями и связанных с темой данной книги — деньгами и банковским делом.

Эра гринбеков Во время гражданской войны союз выпустил не обеспеченные золотом и не подлежащие обмену на золото бумажные доллары, известные как **гринбеки** (*greenbacks* — «зеленые спины»; их называли так, поскольку одна сторона банкнот была зеленой). После гражданской войны $^3/_4$ всей денежной массы в США состояло из гринбеков и относящихся к ним банкнот, выпущенных правительством США, т. е. денежная масса в США состоял из финансовых инструментов, не существовавших до гражданской войны. Однако когда Конгресс разрешил выпуск гринбеков, он сделал это с явно выраженным намерением изъять их из обращения после завершения гражданской войны. Его целью было возвращение к золотому стандарту как можно скорее по завершении военных действий.

Хотя разрешение Конгресса на эмиссию гринбеков появилось в 1862 г., *эра гринбеков* (*Greenback Era*) в экономике и политической сфере США наступила с окончанием гражданской войны. Этот период, продолжавшийся до 1879 г., был отмечен глубоким политическим расколом по вопросу дальнейшего использования гринбеков в качестве национальной денежной единицы. Напомним, что государственное вмешательство в денежно-кредитную и банковскую сферу было ограничено после закрытия Второго банка Соединенных Штатов более полувека до этого дня. Для многих из поколения 1860—70-х годов введение гринбеков было федеральным вмешательством в частные отношения и дела штатов.

Банковская паника 1873 г. значительно поменяла политическую подоплеку этого вопроса. Некоторые из тех, кто до этого сомневался в полезности федеральных гринбеков, потеряли доверие к банкнотам частных национальных банков. Споры росли, и в 1874 г. контролируемый республиканцами Конгресс принял закон, который был призван дать правовую основу расширения использования гринбеков, известный как Инфляционный закон. Однако президент США республиканец Улисс Грант (Grant, 1822—1885) наложил вето на этот закон. При достижении политического компромисса Конгресс принял закон, предписывающий сохранять постоянным количество находящихся в обращении гринбеков, таким образом, откладывая планируемое изъятие национальной валюты. Затем в 1875 г., после поражения республиканцев на выборах, республиканский Конгресс закончил свою сессию, приняв **Закон о возобновлении размена бумажных денег на металлические 1875 г.** (*Resumption Act*), постановляющий восстановить золотой стандарт в полном объеме в 1879 г.

Ряды политиков затем раскололись на два лагеря сторонников металлических денег (hard money) и бумажных денег (soft money). Первые, включающие в себя пред-

принимателей и банкиров восточных регионов страны — и большинство экономистов-теоретиков, — поддерживали возвращение к золотому стандарту и постепенное изъятие из обращения национальной валюты. Защитники бумажных денег из западных регионов — фермеры и другие категории работников вместе с мелкими предпринимателями — были против этого. Поскольку партия республиканцев в основном была за возвращение к золотому стандарту, в то время как демократы колебались, многие на западе сформировали независимые политические партии. Среди них была даже партия гринбекеров, которые на выборах 1876 г. ратовали только за решение денежно-кредитных проблем.

Популизм и движение за свободную чеканку серебряных денег Несмотря на усилия сторонников бумажных денег, республиканцы выиграли выборы 1876 г. Гринбекеры как формальное политическое объединение исчезли в 1882 г. Их бывшие союзники восприняли новую идею **свободной чеканки серебряных монет** (*free silver*). Этот термин иногда сбивает с толку. В широком смысле он относился к предложению о неограниченной чеканке серебряных монет, диктуемой потребностью в деньгах американской экономики. Сторонники этой идеи и стали основателями движения, которое далее вылилось в более широкое политическое и экономическое движение, называемое **популизм** (*populism*); его кульминацией стало образование партии популистов в 1892 г.

В западных регионах США были найдены большие залежи серебра, и начиная с 1872 г. имело место снижение цены серебра относительно цен других товаров и услуг. В 1873 г. Конгресс США принял закон, который сторонники движения позже окрестили как «преступление 1873 г.», прекративший широко распространенный до этого момента выпуск серебряных долларов; значительное количество серебряных монет было отчеканено в 1830-е и 1850-е годы. Сторонники свободной чеканки серебряных денег считали, что этот закон был принят из-за незаконных действий сторонников металлических денег из восточных регионов, пытавшихся возродить золотой стандарт даже при относительной дешевизне серебра в качестве денежного материала.

В основе движения лежала обеспокоенность о периодах *дефляции*, которые пережили США. К примеру, между 1882 и 1885 г. уровень цен на товары и услуги упал практически на 13%. Для многих фермеров с запада и других лиц, бравших ссуды в банках, это послужило причиной неожиданного увеличения суммы их долга, что, естественно, им не нравилось. Эти люди и были стержнем движения.

Самым большим успехом движения был **Закон о казначейских векселях 1890 г.** (*Treasury Note Act*), также известный как Закон Шермана о закупках серебра (Sherman Silver Purchase Act). Конгресс принял этот закон при поддержке президента США Бенджамина Гаррисона (Harrison, 1833—1901), который одержал победу над сторонником металлических денег Гровером Кливлендом (Cleveland, 1837—1908) в 1888 г. Б. Гаррисон обещал «сделать что-нибудь для серебра», и после принятия закона 1890 г., автором которого был сенатор Джон Шерман, он выполнил свое обещание. Этот закон предписал ежегодные закупки Казначейством серебра и эмиссию банкнот, обеспеченных этим приобретенным серебром.

Движение не выступало за полную замену золота в качестве основы денежной системы страны; скорее, его целью был **биметаллизм** (*bimetallism*), в котором золото и серебро вместе будут служить обеспечением национальной валюты. Сторонники этой идеи утверждали, что, в действительности, денежная система, основанная на двух металлах, усилит стабильность национальной денежной единицы, так как если цена одного металла будет колебаться, то стабильность цены другого металла позволит возвратить все к прежнему уровню. Противники считали, что падение цены одного металла, например серебра, заставит население накапливать более ценные деньги,

обеспеченные другим металлом — золотом, что приведет к их дефициту. Экономисты по сей день спорят, какая из точек зрения является правильной.

У сторонников биметаллического стандарта были большие надежды по поводу их плана построения денежной системы. Они уже предвосхищали постепенную интернационализацию биметаллического стандарта и период экономической гармонии и стабильности. Их надежды были разбиты паникой 1893 г. и экономической депрессией 1890-х годов.

Паника, изучение проблемы и проекты создания центрального банка Биметаллический стандарт так и не стал популярным. Американский народ выбрал Гровера Кливленда — сторонника металлических денег — президентом США в 1892 г. За падением цен на акции в 1892 г. — начале 1893 г. последовала финансовая паника в мае 1893 г. Население стало собирать золото, и менее ценное серебро накапливалось в Казначействе США. Летом 1893 г. имела место еще одна волна банковской паники. Г. Кливленд созвал Конгресс на специальное заседание для пересмотра ежегодных закупок серебра, принятых в соответствии с Законом Шермана 1890 г. В ответ Конгресс отменил этот закон.

Грандиозным финалом движения за свободную чеканку серебряных денег стали выборы 1896 г., в которых представитель демократической партии Уильям Дженнингс Брайан (Bryan, 1860—1929) противостоял республиканцу Уильяму Мак-Кинли (McKinley, 1843—1901). У. Мак-Кинли был сторонником металлических денег и фаворитом в предвыборной гонке. К тому времени к демократической партии присоединилось большинство защитников свободной чеканки серебряных денег, и на национальном съезде демократической партии в Чикаго У. Брайан постарался извлечь выгоду из этой ситуации. Произнося речь, которую многие современники сравнивали с землетрясением эмоций, У. Брайан, опровергая доводы сторонника металлических денег У. Мак-Кинли, заявил:

> «Вы не наденете венец из терновника на чело трудящихся, вы не распнете человечество на золотом кресте».

Ораторское искусство У. Брайана сделало его общественной сенсацией. Тем не менее он проиграл выборы, что стало последним ударом для движения за свободную чеканку серебряных денег.

В действительности в конце 1890-х — начале 1900-х годов последовал общий экономический подъем. Как раз в тот момент, когда финансовая и экономическая стабильность, казалось бы, уже установилась, еще один кризис разразился на Уолл-стрит и захлестнул все государство (см. раздел «Международный обзор» в главе 12, где описана паника 1907 г.). Это произошло в тот момент, когда очевидный успех сильного центрального правительства во время правления Теодора Рузвельта (Roosevelt, 1858—1919) убедил многих граждан и лидеров, что политика централизации могла прекрасно работать. Т. Рузвельт и Конгресс объявили об изучении проблемы основания института центрального банка. Один из проектов — *план Варбурга* (*Warburg Plan*) — предлагал основать централизованную банковскую систему, надзор за которой возлагался на Совет управляющих, состоящий из 42 членов, в который вошел бы министр финансов, контролер денежного обращения, казначей Соединенных Штатов, шесть членов Конгресса, 20 председателей правления филиалов центрального банка, 12 членов, избранных банками—держателями акций, и управляющий советом. В соответствии с этим планом предполагалось, что все назначенные члены совета будут работать в течение одного года. Другой проект — *План Фаулера* (*Fowler Plan*) — предлагал простую систему, управляемую Финансовым судом (Court of Finance),

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Был ли денежный мотив в книге «Волшебник страны Оз»

Хотите верьте, хотите нет, но ответ на этот вопрос, скорее всего, положительный. Несомненно, что Л. Фрэнк Баум (Baum) — автор книги «Волшебник страны Оз», опубликованной в 1900 г., — написал эту книгу для детей. Однако в ней он использовал многое из символики, касающейся дискуссий того времени о деньгах. Давайте рассмотрим интересную интерпретацию, которую предложил экономист Хью Рокофф (Rockoff). Оз — название мифической страны, которую посетила Дороти (маленькая девочка из Канзаса), к тому же является сокращением от множественного числа слова «унция» (Oz — ounces), например унция золота. Город, в котором жил Волшебник, — Эмеральд-Сити (послуживший символом Вашингтона), весь зеленого цвета — цвета денег. То же самое справедливо и для Дворца в Эмеральд-Сити (представляющего Белый дом), в котором живет Волшебник. Конечно, перед тем, как войти в город и дворец, Дороти и ее друзья — Пугало, Железный Дровосек и Трусливый Лев — все надели зеленые очки с золотыми застежками. Жители Эмеральд-Сити в основном представляют вашингтонских бюрократов, а вымощенная желтым кирпичом дорога, ведущая к Эмеральд-Сити, не что иное, как путь из золотых брусков в Вашингтон.

Кто же тогда Дороти? Х. Рокофф говорит, что она в общем представляет Соединенные Штаты, но более конкретно это прототип Элизабет Лиз (Lease) — оратора-популиста из Канзаса, в свое время известной как «торнадо из Канзаса». Естественно, торнадо, перенесший Дороти в страну Оз, является символом движения за свободную чеканку серебряных денег, вылившегося из западных штатов, чтобы потрясти политические основы восточной части страны. Ее собака Тото, возможно, представляет собой «трезвенника», или сторонника запрещения продажи спиртных напитков (prohibitionist), представителя крыла популистского движения, которое, как и Тото, все время тянет Дороти (Америку) не в том направлении. Манчкины, наверно, представляют собой «недальновидных обитателей» восточной части страны. Пугало, который думает, что у него нет ума, на самом деле достаточно сообразителен и представляет собой западных фермеров, которые не могут по достоинству оценить свой здравый смысл. Железный Дровосек — символ городского рабочего, потерявшего сердце и душу. Трусливый Лев, по Х. Рокоффу, — это Уильям Дженнингс Брайан, «рычащий оратор» и кандидат в президенты, который хулил золото, но отступил (в определенном смысле Фрэнк Баум считал это трусостью) от своей позиции по политическим мотивам. Конечно, маковое поле, усыпившее Трусливого Льва, скорее всего, те политические вопросы, которые отвлекли Брайана от популистского движения.

Кто же те Злые ведьмы с востока и запада? Х. Рокофф считает, что они — президенты Гровер Кливленд и Уильям Мак-Кинли, которые выступили сторонниками золотого стандарта вопреки ожиданиям популистов. Волшебник страны Оз — это человек по имени Маркус Алонзо Ханна (Hanna), близкий советник У. Мак-Кинли, глава Национального комитета республиканской партии, которого Фрэнк Баум и многие другие считали тем влиятельным человеком, манипулирующим членами Конгресса и президентами.

В киноверсии этой классической истории Дороти носит рубиновые башмаки. Однако в книге ее башмаки были вылиты из серебра. Вспомните из книги, что башмаки Дороти были ключом к возвращению домой. Она топнула ими, повторила несколько раз: «Лучше, чем дом, места нет» (как в киноверсии) — и была перенесена назад в Канзас. Символика здесь четко прослеживается — серебро фигурирует в качестве составной части национального денежного стандарта; именно так Фрэнк Баум видел ответ на экономические проблемы страны.

Вообще, как любое произведение искусства, «Волшебник страны Оз» может быть понят различными людьми по-разному. Мы надеемся, что данное описание денежной символики не снизит его ценности в ваших глазах, когда вы будете читать книгу или смотреть фильм снова. В конце концов, для детей действительно важно то, что у Дороти появились хорошие друзья и что она все-таки попала домой.

состоящим из 17 членов, назначаемых президентом, которые должны были представлять определенные регионы страны.

Закон Олдрича—Риланда После паники 1907 г., учтя некоторые рекомендации, содержащиеся в планах Варбурга и Фаулера, Конгресс принял Закон Олдрича—Риланда (*Aldrich-Vreeland Act*) в 1908 г. Этот законодательный акт потребовал от Конгресса учреждения Национальной комиссии по денежному обращению. Конгресс руководил деятельностью этой комиссии, возглавляемой сенатором Нельсоном Олдричем (Aldrich, 1841—1915), которая разрабатывала рекомендации реформ, необходимых для основания центрального банка. Девять конгрессменов и девять сенаторов проводили продолжительные слушания, которые в 1911 г. вылились в *план Олдрича* (*Aldrich Plan*) по созданию центрального банка США.

Вот некоторые из важных рекомендаций Национальной комиссии по денежному обращению:

1. Организация центрального учреждения, которое будет хранить и создавать банковские резервы путем использования кредитных инструментов.
2. Основание координируемой системы клиринга и инкассации чеков.
3. Создание эффективного финансового агента в помощь Казначейству в управлении его долгом и платежами, расходами и валютными сделками.

План Олдрича, в частности, рекомендовал создание единого центрального банка с 15 филиалами в разных регионах страны. Члены Национальной комиссии по денежному обращению считали, что такая система окажется слишком централизованной. Поэтому они предложили, чтобы центральный банк управлялся Объединенным резервным советом (Reserve Association Board). Предполагалось, что этот совет будет состоять из 45 членов, включая министров финансов, торговли, труда и сельского хозяйства; контролера денежного обращения; 14 членов, избираемых держателями акций центрального банка; 12 членов, представляющих фермеров и предпринимателей; председателя и его заместителя.

В общем, существенно пересмотренная версия плана Олдрича была собрана воедино с помощью президента США Вудро Вильсона (Wilson, 1856—1924), сенатора Картера Гласса (Glass, 1858—1946) и сенатора Роберта Оуэна (Owen, 1856—1947). Этот хорошо продуманный план, который в 1913 г. обрел форму *законопроекта Оуэна* (*Owen bill*), стал правовой основой централизованной банковской системы. Предполагалось, что надзор над этой системой будет осуществлять Совет управляющих национальным денежным обращением из семи членов, которые будут назначены президентом. Трое из них — министры финансов и сельского хозяйства и контролер денежного обращения; другие четверо будут назначаться президентом и представлять национальные интересы в торговле, производстве, банковском и кредитном деле.

Этот план стал основой закона, принятого Конгрессом позднее в том же году. Это был закон о Федеральной резервной системе.

ФРС с момента создания и до наших дней

Как ясно из предыдущих разделов, в конце XIX в. *отсутствие* центрального банка считалось само собой разумеющимся. Практически в течение века — с 1833 по 1913 г. — в США не было законного центрального банка, *существование* которого мы — в конце XX в. — считаем само собой разумеющимся.

ЗАКОН О ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЕ И ФРС В НАЧАЛЬНЫЙ ПЕРИОД

Даже после паники 1907 г. и рекомендаций, данных в 1908 г. Национальной комиссией по денежному обращению, многие противились созданию центрального банка. С

момента зарождения США как государства часто проявлялись антифедеративные настроения. Когда создание центрального банка стало очевидным, возникли споры по поводу того, кто должен его контролировать. Естественно, федеральное правительство желало иметь его под своим крылом. Того же добивались предпринимательский сектор и потенциальные банки-члены (т. е. национальные банки). Законопроект Оуэна и его последующие изменения позволили достигнуть компромисса между этими соперничающими группировками. В соответствии с последней редакцией законопроекта Гласса—Оуэна, ставшего впоследствии **Законом о Федеральной резервной системе** (*Federal Reserve Act*), федеральное правительство, предприниматели и банки-члены будут одинаково представлены в управляющем органе центрального банка. Между федеральными властями в Вашингтоне и 12 федеральными резервными банками соответствующих округов будет разделение полномочий.

Для этого в соответствии с Законом о Федеральной резервной системе 1913 г. был основан **Федеральный резервный совет** (*Federal Reserve Board*), состоящий из семи членов: министра финансов, контролера денежного обращения и пяти членов, назначенных президентом США и утвержденных сенатом Конгресса. Каждый из этих пяти назначенных членов будет представлять интересы отдельных регионов, групп предпринимателей и отраслей, и по крайней мере два члена совета должны будут иметь большой опыт в банковском деле и финансах. *Федеральная резервная система* (*Federal Reserve System*), которая была создана в соответствии с этим законом, также должна была представлять различные интересы; более подробно мы обсудим это ниже.

Этот исторический законопроект, создавший институт центрального банка США, был подписан президентом США Вудро Вильсоном и стал законом 23 декабря 1913 г. Как было задумано первоначально, ФРС должна была стать чем-то вроде органа, объединяющего предпринимателей, потребителей, банкиров и федеральное правительство. Ее создатели надеялись, что *Фед* (*the Fed*), как ее стали называть, обладала достаточной мощью, чтобы предотвратить финансовые паники (подобно имевшей место в 1907 г.), поскольку она могла давать ссуды банкам (и таким образом обеспечивать их ликвидность) во время денежных кризисов. ФРС первоначально не была задумана как институт для контроля над денежной массой, процентными ставками и объемом кредитования. Скорее она должна была придать эластичность деньгам и банковским резервам. Деньги были эластичными, если предложение денег могло значительно меняться в краткосрочные интервалы в ответ на изменение спроса на деньги со стороны небанковского сектора. Таким образом, ФРС рассматривали не как институт, изменяющий предложение денег для достижения экономических целей, а как учреждение, которое будет изменять предложение денег в соответствии со спросом на деньги.

Эластичность денег должна была быть достигнута через механизм дисконтирования или кредитования. С помощью этого механизма банкам—членам ФРС разрешалось брать ссуды на определенный срок. В то время в США не существовало такого механизма дисконтирования. Степень эластичности на самом деле была ограниченной, так как Закон о Федеральной резервной системе очень конкретно расписал те активы, которые могли быть рефинансированы. Термин «**редисконтирование**» (*rediscounting*) относится к процессу выдачи центральным банком своих резервов в качестве ссуд под обеспечение ценными бумагами, уже, возможно, переучтенными. Например, если депозитное учреждение нуждалось в резервах и уже обладало портфелем переучтенных ценных бумаг частных компаний, ФРС могла выдать ссуду этому учреждению (в виде резервов) с дисконтом — отсюда и понятие редисконтирования. Процесс дисконтирования и редисконтирования более подробно обсуждается в главе 17.

Закон о Федеральной резервной системе определил, что могло служить обеспечением при редисконтировании. В основном такими активами могли быть первоклассные самоликвидирующиеся коммерческие бумаги (это понятие уже встречалось в главе 6). Однако с течением времени этот список расширился, что отражено в Инструкции *А* Федерального резервного кодекса. Самое главное, поправка 1916 г. позволила выдавать авансы (ссуды) банкам—членам ФРС по их собственным 15-дневным обязательствам, обеспеченным либо соответствующими ценными бумагами, либо государственными облигациями. В 1932 г. ФРС было разрешено давать ссуды под залог любых активов. ФРС также дала определение резервов банков-членов, несколько отличное от ранее существовавшего. Только депозиты банков-членов в федеральных резервных банках соответствующих округов могли быть использованы в качестве резервов ФРС.

В основном ФРС рассматривалась как агентство, предоставляющее ограниченный круг услуг. Услуги ФРС включали осуществление клиринга и инкассации чеков, регулирование операций банков—членов ФРС и денежной эмиссии. В самом начале функции ФРС не включали в себя осуществление антициклической денежно-кредитной политики, т. е. ФРС не должна была увеличивать предложение денег во время экономического спада и уменьшать его для борьбы с инфляцией.

Проблема капитализации федеральных резервных банков Кто должен предоставлять капитал для федеральных резервных банков? Напомним, что Первый и Второй банки Соединенных Штатов частично были в собственности федерального правительства (20% акций), остальная же часть акций этих банков была в собственности частного сектора. Многие считали, что аналогичную систему нужно использовать для нового центрального банка. Другие были за продажу акций широкой общественности. Третьи были уверены, что акции нужно продавать только банкам—членам ФРС. В конце концов каждый банк—член ФРС (национальный банк) должен был подписаться на акции федерального резервного банка своего округа. Обязательная подписка была равна 3% собственного капитала (или капитала и дополнительно привлеченных средств (capital and surplus)) каждого национального банка. Еще 3% нужно было выплатить по требованию ФРС. На самом деле каждый банк — член ФРС платил только 3% от своего собственного капитала в качестве подписки на акции ФРС. Так как банки—члены ФРС владеют капиталом федеральных резервных банков своих округов, следовательно, они владеют и самими окружными банками. Однако это не значит, что частные банки контролируют ФРС или получают ее прибыль (за исключением небольшой суммы, составляющей не более 6% от стоимости акций ФРС, находящихся во владении частных банков).

Взаимоотношения между 12 федеральными резервными банками и Советом управляющих Закон о Федеральной резервной системе 1913 г. оставил неясным отношение между 12 федеральными резервными банками и Федеральным резервным советом (который переименовали в Совет управляющих ФРС согласно Закону о банках 1935 г.) в Вашингтоне. В общем, федеральные резервные банки соответствующих округов проводили свои операции независимо друг от друга, то же самое справедливо и для дисконтирования. В то время Федеральный резервный банк Нью-Йорка был важнейшим, поскольку он обладал самым большим процентом суммарных резервов ФРС. В настоящее время это положение сохраняется.

Первая мировая война сразу же стала экзаменом для ФРС. Международный золотой стандарт практически перестал существовать с началом войны в Европе, что негативно сказалось на финансовом и товарном рынках США. В августе 1914 г. перед началом проведения ФРС полномасштабных операций министр финансов Уильям

Макаду (McAdoo) ввел в действие Закон Олдрича—Риланда и санкционировал эмиссию банкнот национальных банков и банков штатов, что не позволило панике охватить банковскую систему. Денежная масса выросла примерно на 70% между открытием федеральных резервных банков в ноябре 1914 г. и достижением перемирия и окончанием первой мировой войны в ноябре 1918 г., а уровень цен возрос практически вдвое.

Хотя Конгресс планировал, что ФРС будет почти полностью независима от федерального правительства, чтобы ее деятельность не преследовала узкопартийных интересов с началом войны слишком много власти оказалось в руках министра финансов У. Макаду. Когда другие члены Совета управляющих ФРС возражали против покупки по искусственно заниженным ценам казначейских облигаций для финансирования военных действий, У. Макаду пригрозил ввести в действие законопроект, который давал ему право в случае крайней необходимости немедленно получить контроль над всеми резервами банковской системы США. В сущности, он пригрозил стать диктатором в совете, и, когда остальные в совете сдались, он так и сделал.

Независимо от огромного влияния У. Макаду на выработку общей стратегии ФРС, вплоть до 1922 г. текущая политика ФРС определялась главным образом официальными представителями 12 федеральных резервных банков. Другими словами, Федеральный резервный совет — кроме министра финансов У. Макаду во время войны — обладал незначительной властью. Конечно, самое сильное влияние имел глава Федерального резервного банка Нью-Йорка Бенджамин Стронг (Strong), у которого были широкие связи в политических кругах и хорошие отношения с Дж. Пирпонтом Морганом и другими магнатами Уолл-стрит. В этот период разгорелся конфликт между Федеральным резервным советом и 12 федеральными резервными банками, так как совет хотел доминировать при выработке соответствующей политики. Тем не менее Б. Стронг был наиболее влиятельной фигурой в ФРС в 1920-е годы вплоть до своей смерти в 1928 г.

Великая депрессия Практически каждый согласится, что грандиозным провалом в истории ФРС является крах управляемого ею фондового рынка в 1929 г. и последующие волны банковской паники по всей стране. По сей день, однако, нет единого мнения по поводу того, было ли это причиной или следствием Великой депрессии, следовавшей по пятам «великого краха». Независимо от этого, тем не менее, многие экономисты-историки сходятся во мнении, что ФРС полностью провалилась при выполнении своей главной задачи, определенной Конгрессом в Законе о Федеральной резервной системе, а именно предоставлять для обеспечения экономических потребностей эластичные деньги во время кризисов.

Сначала ФРС ответила на банковский кризис, последовавший за биржевым крахом в 1929 г., освобождением резервов в банковской системе. Затем после смерти Бенджамина Стронга образовался вакуум власти, который был нескоро заполнен, и результатом стало вынужденное бездействие. В 1929—1933 гг. $^1/_3$ коммерческих банков перестала существовать, и денежная масса также уменьшилась примерно на $^1/_3$ — самое большое снижение за всю историю страны.

Многие экономисты-историки утверждают, что такое сокращение денежной массы внесло свой вклад в возникновение Великой депрессии. Некоторые идут дальше, заявляя, что это было причиной и начала, и последующего продолжения экономического кризиса. Мы еще обсудим влияние денежной массы на экономическую активность в части VI книги, где мы увидим, что по данному вопросу возникла дискуссия. Тем не менее в настоящее время все наблюдатели признают, что официальные представители ФРС совершили большие ошибки в принятии решений в начале 1930-х

годов. (В качестве конкурса на рождественской вечеринке персонала Совета управляющих ФРС в 1988 г. несколько экономистов установили дисплей под названием «Вы делаете выбор» для тестирования членов совета. Среди прочих был и вопрос о том, что бы они сделали в 1930-е годы. Это была шутка, и оказалось, что сокращение денежной массы было «правильным выбором» для члена совета, которому попалась ситуация с крахом фондового рынка и спадом в экономике.)

ЗНАМЕНАТЕЛЬНЫЕ ДАТЫ ФРС: 1935, 1951 И 1980 ГОДЫ

Опыт Великой депрессии поставил под сомнение важность реформы, каковой явилось создание ФРС. Было бы интересно сравнить реакцию поколения 1930-х годов с суждениями поколения 1830-х в отношении ко Второму банку Соединенных Штатов. В 1830-е годы ответом на грубые просчеты центрального банка было бы требование закрытия и децентрализации денежной и банковской систем. В 1930-е годы решение, к которому пришли граждане и их законодатели, было совершенно противоположным. Оно вылилось в форму нового законодательства, которое способствовало *централизации* управления ФРС.

Закон о банках 1935 года К середине 1930-х годов бытовало широко распространенное мнение, что преследование частных финансовых интересов в ущерб общественным интересам стало причиной возникновения и развертывания Великой депрессии. К тому же общество и его представители возложили вину за экономический кризис на предыдущего президента Герберта Гувера (Hoover, 1874—1964) и его администрацию. Затем Конгресс ответил принятием множества банковских законов, расширяющих объем федерального надзора над финансовой системой, типа Закона Гласса—Стиголла 1933 г. и других законов, которые мы обсуждали в части III. Другим важным законом, принятым Конгрессом в 1930-е годы, был **Закон о банках 1935 г.** (*Banking Act*). Именно в нем была определена современная структура ФРС.

Среди прочего Закон о банках 1935 г. значительно изменил многие положения Закона о Федеральной резервной системе. Во-первых, он дал новое официальное название Федеральному резервному совету — **Совет управляющих Федеральной резервной системы** (*Board of Governors of the Federal Reserve System*), так что члены совета формально стали «управляющими» системы. Во избежание путаницы Конгресс переименовал главных чиновников федеральных резервных банков, которые перед этим были «управляющими» этих банков; вместо этого они стали «президентами» банков.

Во-вторых, Конгресс исключил министра финансов и контролера денежного обращения из состава совета. С этого момента президент США наделялся правом назначать всех членов совета (при условии одобрения их кандидатур сенатом Конгресса) с учетом региональных интересов и заслуг назначаемых лиц. Не более четырех из семи членов Совета управляющих могли принадлежать одной политической партии.

В-третьих, закон 1935 г. увеличил срок полномочий членов совета до 14 лет; члены бывшего Федерального резервного совета занимали свои посты 10 лет. Конгресс постановил, что сроки полномочий членов совета устанавливаются таким образом, чтобы каждые 2 года сменялся 1 член совета. Конгресс также дал право президенту США назначать председателя совета и его заместителя из членов совета или путем нового назначения. Срок пребывания этих чиновников на их постах — 4 года.

В-четвертых, закон 1935 г. разрешил совету управляющих менять требуемую норму резервного покрытия в пределах, установленных Конгрессом. Такие изменения давали совету в Вашингтоне значительную власть, которой не было у президентов федеральных резервных банков.

В-пятых, еще одним шагом для централизации полномочий совета в выработке политики ФРС было то, что закон давал совету право последнего слова при установлении учетных ставок федеральных резервных банков. В то время как последние могли сами предлагать изменения своих учетных ставок, именно совет в Вашингтоне решал, одобрить или запретить такие изменения.

И последнее, для организации торговли ФРС государственными ценными бумагами (что будет более подробно рассмотрено в главе 17) Конгресс создал **Комитет по операциям на открытом рынке ФРС** (*Federal Open Market Committee, FOMC*) в составе 12 членов. В этот комитет вошли члены Совета управляющих и пять президентов федеральных резервных банков.

С принятием Закона о банках 1935 г. многие властные полномочия федеральных резервных банков были переданы Совету управляющих. В настоящее время контроль сосредоточен в руках Совета управляющих, хотя федеральные резервные банки все еще обладают значительными властными полномочиями ФРС.

Соглашение между ФРС и Казначейством 1951 года Во время второй мировой войны Совет управляющих ФРС под председательством Марринера Эклса (Eccles), руководившего его работой с 1934 по 1948 г., неофициально стал правой рукой Казначейства США. Помогая Казначейству в финансировании ведения войны, ФРС покупала и продавала государственные ценные бумаги в значительных количествах, что вело к установлению процентной ставки по казначейским векселям на практически постоянном, низком уровне.

Сотрудничество с Казначейством и оказание ему помощи во время войны также способствовало созданию имиджа в правительственных кругах. К концу 1940-х годов, однако, появилось беспокойство, что это сотрудничество представляет угрозу независимости ФРС. И ФРС заключила дружественное соглашение с Казначейством в 1951 г., известное как *Соглашение между Федеральной резервной системой и Казначейством* (*Federal Reserve—Treasury Accord*), чтобы покончить с такого рода практикой. Большинство экономистов отмечают дату заключения этого соглашения как день, когда денежно-кредитная политика ФРС стала носить действительно независимый характер.

Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 года Мы обсудим выработку политики ФРС в 1960—80-е годы более подробно в главе 26. Однако Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г. внес важные изменения в структуру ФРС, которые отвечают проблематике данной главы. До 1980 г. только национальные коммерческие банки и отдельные коммерческие банки штатов имели статус *банков—членов ФРС* (*member banks*). Членство в ФРС требовало от них владения акциями ФРС, хранения резервов в федеральном резервном банке своего округа и предполагало регулярный надзор над ними со стороны ФРС. Такое членство также давало им доступ к услугам Федеральной резервной системы, таким, как чековый клиринг, возможность получения льготных ссуд по сниженным процентным ставкам. Органы власти штатов регулировали деятельность всех остальных коммерческих банков, которые не были членами ФРС. Органы власти штатов и федеральные органы регулировали деятельность сберегательных учреждений. У депозитных учреждений — нечленов ФРС не было прямого доступа к услугам ФРС и возможности получения ее ссуд. Чтобы получить эти услуги косвенным образом, они поддерживали корреспондентские отношения с коммерческими банками — членами ФРС.

Закон 1980 г. упразднил такое положение. Было оговорено, что все депозитные учреждения должны удовлетворять резервным требованиям ФРС. В свою очередь

закон 1980 г. предоставил всем этим учреждениям доступ к услугам ФРС (хотя Конгресс дал инструкцию ФРС устанавливать рыночные цены на эти услуги) и возможность получения ее льготных ссуд. Тем самым закон 1980 г. значительно расширил контроль ФРС над суммарными резервами банковской системы, таким образом, увеличивая ее способность влиять на предложение денег.

ФРС СЕГОДНЯ: ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА

Как уже отмечалось, центральным органом ФРС является Совет управляющих в Вашингтоне. Было бы ошибкой, однако, считать, что Совет управляющих — единственный важный орган ФРС. На самом деле ФРС имеет сложную структуру.

В настоящее время структура ФРС включает:

1. Совет управляющих.
2. 12 региональных федеральных резервных банков в соответствующих округах.
3. Банки—члены ФРС.
4. Депозитные учреждения — нечлены ФРС.

В рамках ФРС имеются следующие важные органы:

1. Комитет по операциям на открытом рынке ФРС.
2. Федеральный консультативный совет (Federal Advisory Council — FAC).
3. Аппарат ФРС.

Совет управляющих В соответствии с Законом о банках 1935 г. Совет управляющих состоит из 7 членов, каждый из которых занимает свой пост в течение 14 лет. Сроки полномочий построены таким образом, что каждые 2 года один из членов совета выходит из его состава. Члены совета назначаются президентом США. Ни контролер денежного обращения, ни министр финансов не могут стать членами совета. Ни один из членов совета не может быть назначен во второй раз, если он пребывал в должности полный срок. Одновременно только один представитель федеральных резервных банков может быть членом совета. Один из членов совета назначается президентом США в качестве председателя и другой — в качестве его заместителя. Назначение каждого из 7 членов совета производится после консультаций и одобрения сената Конгресса. Хотя каждый член совета может пребывать в должности 14 лет, председатель совета может находиться на своем посту лишь 4 года.

Совету управляющих не надо обращаться в Конгресс для получения своей прибыли от операций. Главное бюджетно-контрольное управление не проводит полного аудита деятельности совета, так как средства последнего образуются за счет «заработанного» 12 федеральными резервными банками и потому находятся вне контроля Конгресса или Главного бюджетно-контрольного управления.

В принципе ФРС обладает независимостью на трех уровнях: 1) независимый источник дохода совета; 2) ступенчатые сроки полномочий; 3) освобождение от контроля Главного бюджетно-контрольного управления. Конгресс решил, что для эффективного несения ФРС своих обязанностей она должна быть независима от исполнительной и законодательной ветвей власти. Нарушается ли эта независимость и должна ли она быть ликвидирована? Этот вопрос рассматривается в разделе «Современная дискуссия» в конце главы.

Наряду с другими полномочиями Совет управляющих может:

1. Одобрять или не одобрять учетные ставки, установленные федеральными резервными банками различных округов.
2. Определять в пределах, установленных Конгрессом, резервные требования для всех депозитных учреждений.

3. Разрешать федеральному резервному банку одного округа выдать ссуду банку другого округа и требовать предоставления кредита при согласии по крайней мере 5 членов совета.
4. Определять типы ссуд, которые федеральные резервные банки будут выдавать.
5. Осуществлять надзор над федеральными резервными банками путем проверки их счетов.

Федеральные резервные банки Закон о Федеральной резервной системе 1913 г. установил 12 отдельных федеральных резервных округов, в каждом из которых есть свой федеральный резервный банк. На рис. 15-2 показаны места расположения федеральных резервных банков и их 25 филиалов.

Каждый федеральный резервный банк является корпорацией с чартером федерального правительства. У него есть акционеры, директора и президент. В каждом из 12 округов банки—члены ФРС являются акционерами своего федерального резервного банка. Они выбирают 6 из 9 директоров этого банка. В настоящее время каждый банк—член ФРС покупает акции федерального резервного банка своего округа на сумму, равную 3% от собственного капитала. По мере увеличения собственного капитала он должен приобретать дополнительные акции федерального резервного банка.

Девять директоров федерального резервного банка в каждом округе подразделяются на директоров первого ранга (class *A*) — представителей банковской отрасли, второго ранга (class *B*) — представителей промышленных фирм и третьего ранга (class *C*) — представителей государственных органов и общественности. Директора первого ранга (class *A*) выбираются банками—членами ФРС. Один из них должен представлять мелкий банк, один — средний банк и один — крупный банк. Банки—члены ФРС также выбирают директоров второго ранга (class *B*), которые не обязательно должны быть банкирами. Обычно это известные представители промышленных или аграрных фирм.

Наконец, директора третьего ранга (class *C*) назначаются Советом управляющих ФРС в Вашингтоне. Они могут быть чиновниками любого банка, но обязательно из государственного сектора. Каждый директор занимает свой пост 3 года. Сроки полномочий построены таким образом, что один директор каждого ранга выбирается или назначается каждый год.

Важным правом Совета управляющих ФРС является возможность выбирать председателя совета директоров и его заместителя для каждого федерального резервного банка. Эти двое выбираются из трех членов правления класса *C*.

Федеральные резервные банки находятся в собственности банков—членов ФРС соответствующих округов, однако их контроль ограничен. То же самое касается контроля над размером прибыли федеральных резервных банков, перераспределяемой банками—членами ФРС. Федеральные резервные банки призваны не получать прибыль, а осуществлять надзор над банками—членами ФРС и участвовать в реализации денежно-кредитной политики, разработанной Советом управляющих.

В современный век технологий оперативной передачи информации дискутируется вопрос о действительной необходимости федеральных резервных банков. Не является ли их существование еще одним примером, когда государственные агентства изживают себя? Можно с уверенностью сказать, что интересы тех, кто работает на соответствующий федеральный резервный банк и связан с ним, достаточно весомы, чтобы предотвратить его закрытие, даже если он больше уже и не нужен.

Банки—члены ФРС Банковская система США — двухуровневая, она состоит из банков с чартерами федерального правительства и чартерами правительств штатов.

Рис. 15-2

География расположения федеральных резервных банков. (*Источник*: Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bulletin, April 1992.)

Обозначения:

- ——— Границы федеральных резервных округов
- ——— Границы территорий филиалов федеральных резервных банков
- ▣ Совет управляющих Федеральной резервной системы
- ◉ Города, где расположены федеральные резервные банки
- ● Города, где расположены филиалы федеральных резервных банков
- • Расположение зданий, принадлежащих ФРС

Все национальные банки обязательно должны являться членами ФРС. Банки штатов могут стать ими при желании. Перед принятием Закона о дерегулировании депозитных учреждений 1980 г. членство в ФРС было очень выгодным. Банкам—членам ФРС разрешалось пользоваться услугами по клирингу чеков, системой телеграфных денежных переводов в межбанковских расчетах. Чтобы стать депозитарием Казначейства США (иметь налоговые и ссудные счета в Казначействе США), банк должен был быть членом ФРС. Как и ранее, сохраняется престижность членства в ФРС.

Начиная с 1981 г. все депозитные учреждения могли пользоваться услугами ФРС при условии их оплаты. Другими словами, любое депозитное учреждение может использовать механизм чекового клиринга и инкассаций ФРС, если оно согласно платить за это. От всех депозитных учреждений теперь требуется хранить не приносящие

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Насколько влиятелен председатель ФРС?

Несколько бывших председателей Совета управляющих ФРС — Марринер Экклс (Eccles, 1934—1948), Уильям Мак-Чесни Мартин (Martin, 1951—1970), Артур Бернс (Burns, 1970—1978) и Поль Волкер (Volcker, 1979—1987) — оставили свой отпечаток в деятельности ФРС. М. Экклс спас ФРС от ликвидации после ее неудачных операций в начале Великой депрессии, У. Мартин стал именем нарицательным — синонимом ФРС во время его 20-летнего правления. У. Мартин выступил с наиболее известными высказываниями о ФРС типа: «Работа ФРС заключается в том, чтобы убрать чашу с пуншем в самый разгар вечеринки» — и рабочими клише, что правильная денежно-кредитная политика ФРС должна быть «против ветра», в том смысле, что она должна корректно противостоять направлению делового цикла. А. Бернс в ФРС был известен как жесткий хозяин, чья цель, казалось, заключалась в том, чтобы поставить экономистов государственных учреждений на колени.

П. Волкер и проверка полноты власти председателя совета

П. Волкер шел по тому же пути. Широко распространенный к концу его периода правления анекдот показывал его очевидное отсутствие уважения к своим коллегам по совету. В начале 1980-х годов П. Волкер, чья карьера была неразрывно связана с ФРС и который был назначен президентом-демократом Дж. Картером (Carter), казалось, не доверял людям, назначенным в совет президентом-республиканцем Р. Рейганом (Reagan). Вот этот анекдот: П. Волкер и другие члены Совета управляющих ФРС как-то раз пришли пообедать в первоклассный ресторан в Вашингтоне. Сначала официант подошел к П. Волкеру и представил список специальных блюд, в который входил и бифштекс с выбором овощей. П. Волкер выбрал последнее блюдо. Затем официант спросил: «А овощи?» После продолжительного взгляда на своих коллег, сидящих вокруг стола, П. Волкер ответил: «А им — то же самое»[1].

Общество получило наглядное представление о власти председателя ФРС в 1987 г., когда П. Волкер ненадолго уехал. Цены на акции упали, цены на облигации взлетели, курс доллара резко снизился. Однако именно во время правления П. Волкера власть председателя подверглась проверке. В феврале 1986 г. совет включал четырех назначенных Рональдом Рейганом людей, убежденных, что рыночные процентные ставки были слишком высоки и что ФРС необходимо понизить учетную ставку. П. Волкер отказался, говоря, что «мои коллеги из других центральных банков не готовы к такому ходу, а без них я этого делать не хочу». Тем не менее при голосовании П. Волкер проиграл 4:3. Как говорят, на запланированном обеде с министром финансов Джеймсом Бейкером П. Волкер выразил свое недовольство и пригрозил уйти в отставку. Дж. Бейкер и другие уговорили его остаться во избежание дестабилизации финансовых рынков, но П. Волкер провел следующий год своего срока правления, помня тот факт, что он может проиграть при голосовании в любой момент.

Пришла ли демократия в ФРС?

Потеря власти над советом стала новым прецедентом, с которым пришлось столкнуться следующему председателю (с 1987 г.) Алану Гринспену (Greenspan). А. Гринспен быстро получил репутацию скорее уступчивого человека, чем диктатора, и он приобрел доверие после действий ФРС в связи с биржевым крахом в октябре 1987 г. Тем не менее А. Гринспену пришлось пережить собственный политический кризис в 1991 г. В начале февраля этого года он был уверен, что рыночные процентные ставки должны быть уменьшены с помощью соответствующих действий управляющего счетами Федерального резервного банка Нью-Йорка. А. Гринспен, следуя инструкции, позвонил членам FOMC, чтобы проинформировать их о таком решении.

Два члена FOMC — президенты Федеральных резервных банков Сент-Луиса и Канзас-Сити — были не согласны с таким изменением и потребовали вынесения этого вопроса на следующее заседание FOMC, которое должно было состояться на будущей неделе. А. Гринспен, однако, отказался, заявив, что внутренние правила ФРС

[1] В английском языке слово «vegetables» имеет два значения. Наряду с традиционным — «овощи» — существует другое, используемое в сленге, значение — «лохи». (*Прим. ред.*)

позволяют ему выполнить свое решение. Президенты федеральных резервных банков настаивали, и А. Гринспену пришлось спрашивать совета у других официальных лиц ФРС. Последние утверждали, что правила слишком неясны для принятия независимого решения по этому вопросу.

В конце концов А. Гринспен урезал процентные ставки, но полностью отступил, сказав: «ФРС не может управляться единоличным решением. Если главный исполнительный директор не может убедить остальных в своей правоте, то он не в праве принять такое решение к исполнению». Его коллеги приветствовали такое изменение. Член совета Уэйн Анджелл (Angell) заявил: «Они (совет и FOMC) стали более похожими на коллегиальный орган, а не на учителя третьеклашек».

Wall Street Journal и другие финансовые издания широко осветили этот спор и изменения в политике в передовых статьях. Очевидно, что ФРС стала более демократичным учреждением. Как, однако, сказала бывший член совета Марта Сегар (Segar): «При демократии больше беспорядка, чем при диктаторе».

Как влияет большая степень демократизации на ФРС?

Существуют различные взгляды на желательность большей открытости дискуссий и уменьшение власти председателя ФРС. Неудивительно, что другие члены совета и президенты федеральных резервных банков приветствовали такое изменение, которое усилило их влияние в ФРС. Член совета У. Анджелл заявил:

Мы должны помнить, что представляем независимый центральный банк при демократическом режиме. Важно отметить, что Конгресс, общество и финансовые рынки обладают определенными представлениями о том, что мы пытаемся сделать и что у нас есть какое-то подобие дискуссии.

Бывший президент Федерального резервного банка Далласа выразил подобное мнение:

Президенты все-таки кое-что знают о своих банках. Не хочу ругать Вашингтон... но я не думаю, что мы абсолютно глупы. И уж, конечно, мы знаем, что происходит здесь, в провинции. Я считаю это важным, когда кто-нибудь может приехать в Вашингтон и сказать: «Эй, вот что происходит на самом деле».

Один уважаемый экономист высказался в *Wall Street Journal*, что «уход автократической эры Артура Бернса и Пола Волкера не должен быть забыт».

Однако не все обозреватели согласны с этим. Многие участники финансовых рынков считают, что внутренние раздоры в ФРС стали причиной замедленной реакции при необходимости изменения политики. Один репортер *Wall Street Journal* утверждал:

...это было пугающим поражением Алана Гринспена. В ситуации, когда в экономике обострились проблемы, ее потенциальный стимул — денежно-кредитная политика — не действовал в течение четырех важных неделей. Кредит оставался дорогим. Неплатежи росли. Вместо борьбы со спадом отсутствие действий ФРС только усиливало депрессию.

Поль Самуэльсон — лауреат Нобелевской премии в области экономики — соглашался с этим:

Гринспен отстал от времени. У него было трое или четверо сторонников в совете, а он не воспользовался их поддержкой. Нельзя быть одновременно хорошим парнем и влиятельным лидером. Он был хорошим парнем.

Влиятельная фигура в Конгрессе, представитель штата Индиана Ли Гамильтон (Hamilton), выразил озабоченность несколько по другому поводу:

Президенты банков, насколько я понимаю, принимают участие в принятии важных решений по экономической политике, даже не будучи назначенными президентом США и без одобрения Конгресса. Я не знаю других таких агентств, где основные решения по экономической политике принимали люди, не являющиеся правительственными чиновниками.

Л. Гамильтон также обозначил новые потенциальные законопроекты для изменения роли президентов федеральных резервных банков.

Как уже отмечалось, ранняя история ФРС полна случаев, когда в ней происходили внутренние дискуссии. Будет интересно посмотреть, как история противостояния сторонников демократии и автократии в ФРС продолжится в 1990-е годы и в последующий период.

Источники: Greider William, Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country. — New York: Simon and Schuster, 1987; *Murray Alan*, Dispute Flares Up at Fed over Greenspan's Authority. — Wall Street Journal, April 4, 1991, p. A3; Democracy Comes to the Central Bank, Curbing Chief's Power. — Wall Street Journal, April 5, 1991, p. A1; Fed Fight Could Work to Delay Cut in Rates. — Wall Street Journal, April 15, 1991, p. A1; *Jordan Jerry L.*, Strong Chairman Weaken the Fed. — Wall Street Journal, April 26, 1991, p. A14.

процентов резервы в федеральных резервных банках своих округов. Это уменьшило, но не ликвидировало разницу между банками—нечленами и банками—членами ФРС. Последние играют в ФРС роль, которая недоступна первым.

Депозитные учреждения — нечлены ФРС На схеме организационной структуры ФРС (рис. 15-3) не отражена категория «депозитные учреждения — нечлены ФРС». Эта категория не имеет формального значения в организационной структуре ФРС. Тем не менее все депозитные учреждения должны хранить резервы в федеральных резервных банках своих округов.

Комитет по операциям на открытом рынке ФРС В законе о банках 1935 г. Конгресс создал FOMC для разработки стратегии покупки и продажи государственных ценных бумаг и ее осуществления (для достижения целей денежно-кредитной политики) для ФРС в целом. Сделки с государственными ценными бумагами обычно называются **операциями на открытом рынке** (*open-market operations*). После появления FOMC отдельным федеральным резервным банкам уже не позволялось проводить самим сделки с государственными ценными бумагами без разрешения FOMC. Поскольку 7 членов Совета управляющих ФРС составляют большинство из 12 членов FOMC, основание FOMC еще больше усилило главенствующую роль Совета управляющих.

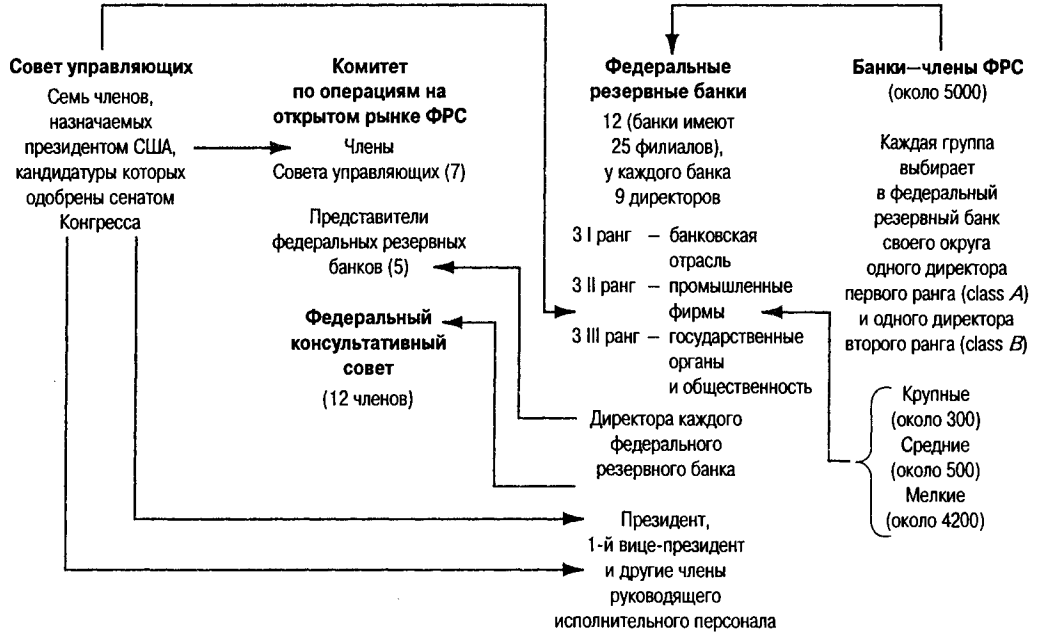


Рис. 15-3
Организационная структура Федеральной резервной системы. (*Источник*: Board of Governors of the Federal Reserve System.)

Председатель Совета управляющих также является председателем FOMC. Президент Федерального резервного банка Нью-Йорка — единственный постоянный член FOMC и всегда является заместителем председателя FOMC. Четыре оставшихся поста в FOMC распределяются между президентами федеральных резервных бан-

ков. На самом деле все 12 президентов посещают практически каждое заседание FOMC. Они все принимают участие в дискуссиях, но только 5 из них имеют право голоса. Заседания FOMC проводятся 8 раз в году в Вашингтоне. Более подробно процедура проведения операций FOMC будет рассмотрена в главе 17.

На заседании FOMC его члены не устанавливают примерный фактический объем и характер будущих операций на открытом рынке. FOMC дает общую директиву руководителю операционного отдела Федерального резервного банка Нью-Йорка. Это лицо является управляющим счетами FOMC, или просто управляющим счетами. Он ежедневно совещается по телефону с одним из членов FOMC.

Федеральный резервный банк Нью-Йорка осуществляет покупку и продажу государственных ценных бумаг через систему дилеров. Отметим, что ФРС имеет дело с вторичным рынком государственных ценных бумаг, т. е. он покупает и продает уже существующие ценные бумаги.

Федеральный консультативный совет В соответствии с Законом о Федеральной резервной системе 1913 г. был основан Федеральный консультативный совет (FAC). Его образование стало частью компромисса в споре о том, кому следует контролировать ФРС. FAC состоит из 12 представителей федеральных резервных округов. Конгресс первоначально задумал его для осуществления связи между банковской отраслью и ФРС. В сущности, все члены FAC являются известными банкирами.

Члены FAC встречаются каждый квартал с членами Совета управляющих ФРС. Как и подразумевает его название, роль FAC имеет чисто консультативный характер; Совет управляющих не обязан следовать советам FAC. Хотя члены ФРС говорят, что FAC практически не обладает какой-либо властью, многие считают, что это не совсем так. Естественно, исследование Томаса Гаврилеского (Havrilesky) 1990 г. выяснило, что FAC может влиять своими рекомендациями на директивы FOMC.

Аппарат ФРС Сотрудники аппарата ФРС редко упоминаются, но определенно заслуживают внимания. Совет управляющих и федеральные резервные банки зависят от них, поскольку именно они анализируют экономические события и прогнозируют влияние возможных изменений в денежно-кредитной политике. Многие ведущие сотрудники аппарата работали на ФРС десятилетиями, и несколько членов Совета управляющих было назначено из их числа, хотя никто не назначался его председателем. Именно эти постоянные сотрудники аппарата ФРС и оказывают большое влияние на выводы членов Совета управляющих. На каждом заседании FOMC сотрудники аппарата делают письменные и устные доклады о состоянии дел в экономике и политике.

Сотрудники аппарата ФРС, Совет управляющих и члены FOMC несут большую ответственность. Как уже отмечалось, они регулируют деятельность значительной части коммерческих банков. К тому же ФРС играет заметную роль в национальной системе платежей, и она проводит денежно-кредитную политику в США. Мы исследуем каждое поле такой ответственности в последующих двух главах.

Краткое содержание

1. Первый банк Соединенных Штатов функционировал с 1791 по 1811 г. Конгресс США не продлил его чартер.
2. Отсутствие центрального банка значительно ослабило способность государства финансировать ведение военных действий в войне 1812 г. Этот опыт убедил многих лидеров того времени поддержать предложение о предоставлении чартера Второму банку Соединенных Штатов на период 1816—1836 гг.

3. В результате «банковской войны» между президентом Эндрю Джэксоном и политическими сторонниками Второго банка Соединенных Штатов чартер этого банка не был продлен в 1836 г. Значительные экономические и финансовые потрясения произошли с закрытием Второго банка. Однако их причиной послужили многие факторы, так что трудно прийти к единому мнению в вопросе, улучшило ли бы ситуацию дальнейшее существование Второго банка.
4. Начиная с 1837 г. вплоть до гражданской войны США переживали период «свободных» банков с минимальным вмешательством федерального правительства в их деятельность. Традиционная оценка этого периода сводится к тому, что банковское дело было нестабильной отраслью, но недавнее исследование поставило этот вывод под сомнение.
5. Гражданская война в основном закончила эксперимент нерегулируемой банковской деятельности. Ближе к концу гражданской войны, в 1864 г., Конгресс принял Закон о национальных банках, создавший банковскую систему страны. С введением налога на эмиссию банкнот банков штатов большинство банков было вынуждено получить чартер федерального правительства. Банки штатов позже появились вновь, что привело к образованию двухуровневой банковской системы, существующей и по сей день.
6. Существование национальной валюты, выпущенной правительством союза, — гринбеков — в последней фазе войны привело к столкновению интересов сторонников металлических денег, выступавших за изъятие гринбеков из обращения, и сторонников бумажных денег, предпочитавших сохранение и расширение денежной эмиссии федерального правительства. Это привело к эре гринбеков, которая вскоре закончилась с возвращением к золотому стандарту в 1879 г.
7. Вместо сторонников гринбеков на арену вышло движение за свободную чеканку серебряных монет, которое объединилось с популистским движением. Вместе они предложили ввести биметаллический денежный стандарт в США. Достаточно непродолжительное время, с 1890 по 1893 г., в США действительно существовал биметаллический стандарт.
8. В 1890-е годы США пережили волну банковских паник и экономический спад. Подъем экономики, набиравший темпы в начале 1900-х годов, практически сошел на нет после паники 1907 г. В 1908 г. Конгресс принял Закон Олдрича—Риланда, разрешающий правительству использовать дополнительные полномочия в периоды кризисов.
9. Спустя семь лет, в течение которых было предложено множество проектов образования центрального банка, Конгресс в 1913 г. принял Закон о Федеральной резервной системе. В соответствии с этим законом была создана Федеральная резервная система, куда вошли банки-члены, расположенные в 12 округах. Федеральные резервные банки округов находились под надзором Федерального резервного совета в Вашингтоне.
10. Современная структура и полномочия ФРС базируются на положениях Закона о банках 1935 г., Соглашения между ФРС и Казначейством 1951 г. и Закона о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г.

Словарь терминов

Биметаллизм (*bimetallism*) — денежный стандарт, при котором денежная масса в обращении обеспечена золотом и серебром.

Гринбеки (*greenbacks*) — бумажные деньги, не обеспеченные золотом и не подлежащие обмену на золото, которые были выпущены в США во время гражданской войны.

Закон о банках 1935 г. (*Banking Act*) — закон, внесший изменения и дополнения в Закон о Федеральной резервной системе. Среди прочего он исключил министра финансов и контролера денежного обращения из состава Совета управляющих ФРС, увеличил сроки полномочий членов совета до 14 лет, разрешил совету менять резервные требования в пределах, установленных Конгрессом, дал ему право последнего слова при установлении учетной ставки федеральных резервных банков.

Закон о возобновлении размена бумажных денег на металлические 1875 г. (*Resumption Act*) — закон, вернувший золотой стандарт в 1879 г.

Закон о казначейских векселях 1890 г. (*Treasury Note Act*) — известен также как Закон Шермана о закупках серебра. Этот закон потребовал от Казначейства ежегодно закупать серебро и эмитировать банкноты, обеспеченные серебром.

Закон о национальных банках (*National Banking Act*) — закон, принятый в 1864 г., который, кроме всего прочего, запретил банкам создавать филиалы, ввел обязательные резервы, налог на ликвидацию банков штатов и обязал национальные банки за каждые 90 долл. банкнот депонировать специальные 2-процентные государственные облигации на сумму 100 долл.

Закон о Федеральной резервной системе (*Federal Reserve Act*) — закон, принятый в 1913 г. и основавший институт центрального банка (Федеральную резервную систему). Контроль над ФРС возлагался на Федеральный резервный совет в Вашингтоне и 12 федеральных резервных банков. Федеральное правительство, предпринимательский сектор и банки—члены ФРС приняли участие в контроле.

Закон об обращении золотых и серебряных денег 1836 г. (*Specie Circular Act*) — закон, потребовавший, чтобы большинство сделок купли-продажи федеральной земли оплачивались золотом.

Законы о нерегулируемой банковской деятельности (*free-banking laws*) — законы, принятые в 1830—60-е годы, которые способствовали созданию банков. Предприниматели могли получить банковский чартер в соответствии с общим законодательством о регистрации корпораций. Правительству не нужно было издавать специальный указ о создании банка.

Комитет по операциям на открытом рынке ФРС (*Federal Open Market Committee, FOMC*) — основное подразделение ФРС, занимающееся разработкой ее политики. Управляет операциями на открытом рынке ценных бумаг.

Операции на открытом рынке (*open-market operations*) — покупка или продажа ФРС ценных бумаг Казначейства США или федерального агентства. Один из инструментов контроля за денежным обращением.

Популизм (*populism*) — политическое движение конца XIX в., слившееся с движением за свободную чеканку серебряных монет.

Редисконтирование (*rediscounting*) — процесс переучета центральным банком векселей частных банков, при этом последние берут взаймы резервы под залог уже учтенных ценных бумаг.

Свободная чеканка серебряных монет (*free silver*) — термин, появившийся в конце XIX в., который относился в широком смысле к предложению разрешить неограниченную чеканку серебряных денег для удовлетворения потребностей экономики в деньгах.

Совет управляющих Федеральной резервной системы (*Board of Governors of the Federal Reserve System*) — новое название, данное Федеральному резервному совету в соответствии с Законом о банках 1935 г. Члены совета назначаются президентом США и одобряются сенатом Конгресса.

Федеральный резервный совет (*Federal Reserve Board*) — совет из семи членов, созданный в соответствии с Законом о Федеральной резервной системе 1913 г. В совет вошли министр финансов, контролер денежного обращения и пять других членов. Последние должны были представлять различные региональные, коммерческие и отраслевые интересы (см. *Совет управляющих Федеральной резервной системы*).

Вопросы для самопроверки

1. Кратко опишите историю центрального банка США с 1791 до 1836 г. Назовите основные вопросы, поднимавшиеся в связи с этим институтом в тот период.

2. Как вы думаете, было ли введение нерегулируемой банковской деятельности удачным решением или нет? Свое мнение аргументируйте.
3. Были ли фундаментальные различия между задачей гринбекеров 1870-х годов и сторонников движения за свободную чеканку серебряных денег в 1880—90-е годы? Свой ответ обоснуйте.
4. Сравните ранние предложения о структуре ФРС и ее управляющего органа с фактической структурой, определенной Законом о банках 1935 г. Каковы основные различия и сходства?
5. Объясните, почему ФРС можно рассматривать как частный институт. Объясните, почему ФРС можно также оценивать как государственный институт. Как могут эти различные аспекты стать предметом противоречий и дискуссий?

Задачи

15-1. Допустим, что при первом выпуске каждый гринбек в 1 долл. был равен половине стоимости одного бумажного доллара, обеспеченного золотом. Допустим далее, что 20 бумажных долларов, обеспеченных золотом, стоили на рынке одну тройскую унцию золота.

а) Каков обменный курс гринбеков на обеспеченные золотом доллары?

б) Сколько гринбеков понадобится для приобретения одной тройской унции золота?

15-2. Продолжая условия задачи 15-1, допустим, что теперь предложение гринбеков увеличивается в два раза быстрее, чем количество обеспеченных золотом бумажных денег и что количество обеспеченных золотом бумажных денег увеличивается вдвое, тогда как объем золота остается постоянным. При условии неизменности других факторов найдите:

а) Обменный курс бумажных денег на золото.

б) Обменный курс гринбеков на обеспеченные золотом бумажные деньги.

в) Количество гринбеков, необходимое для приобретения одной тройской унции золота.

15-3. Предположим, что на ранней стадии зарождения банковской системы США от банков штатов требовалось иметь обязательные резервы в размере 20% от общего объема депозитов. Предположим также, что из Первого банка Соединенных Штатов сняли 10 долл. металлических денег и положили их в банк штата.

а) Определите немедленный прирост суммарных и избыточных резервов.

б) Определите немедленный прирост денежной массы.

в) Определите итоговый прирост денежной массы, соответствующей максимально возможному ее расширению.

15-4. Предположим, что Первому банку Соединенных Штатов возвращают ссуду в 10 долл. в форме банкнот банков штатов, которые затем обмениваются на металлические деньги.

а) Насколько изменится количество банкнот банков штатов?

б) Насколько должен будет измениться объем кредитования, предоставленного банками штатов?

в) Как изменится денежная масса?

15-5. Банк *Franklin National* покупает за 90 000 долл. казначейскую ценную бумагу номиналом 100 000 долл. и сроком погашения 1 год. Какова учетная ставка по этой бумаге?

15-6. Продолжая условия задачи 15-5, допустим, что затем Банк *Franklin National* берет ссуду из резервов ФРС. ФРС кредитует его счет на 95 000 долл. Какова ставка редисконтирования, которую ФРС установила для банка? (Для упрощения возьмем срок ссуды 1 год.)

15-7. Пусть банки—члены ФРС должны осуществлять подписку на акции федерального резервного банка на сумму 3% от собственного капитала. Рассмотрите балансовые отчеты следующих депозитных учреждений (в млн. долл.):

Активы		Пассивы и собственный капитал	
Наличность	100	Депозиты	500
Ценные бумаги	200	Собственный капитал	50
Ссуды	250		

а) На какую сумму банк—член ФРС должен купить акции федерального резервного банка?

б) Распределение прибыли федерального резервного банка ограничено 6% стоимости его акций. Какую прибыль на акции федерального резервного банка получит банк—член ФРС?

Рекомендуемая литература

Baum L. Frank, The Wonderful Wizard of Oz. — New York: Hill, 1900.

Clarke M. St. Clair, Hall D. A., Legislative and Documentary History of the Bank the United States. — 1832; reprinted in New York: Augustus M. Kelley, 1967.

Crabbe Leland, The International Gold Standard and U.S. Monetary Policy from World War I to the New Deal. — Federal Reserve Bulletin, 75 (6), June 1989, pp. 423—440.

Dykes Sayre Ellen, Whitehouse Michael A. — The Establishment and Evolution of the Federal Reserve Board: 1913—1923. — Federal Reserve Bulletin, 75 (4), April 1989, pp. 227—243.

Friedman Milton, Schwartz Anna J. A Monetary History of the United States, 1867—1960. — Princeton (N.J.): Princeton University Press, 1963.

Greider William, Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country. — New York: Simon and Schuster, 1987.

Hammond Bray, Banks and Politics in America. — Princeton (N.J.): Princeton University Press, 1957.

Havrilesky Thomas, The Influence of the Federal Advisory Council on Monetary Policy. — Journal of Money, Credit, and Banking, 22 (1), February 1990, pp. 37—50.

Kahn James A., Another Look at Free Banking in the United States. — American Economic Review, 75 (4), September 1985, pp. 881—885.

Kettl Donald F., Leadership at the Fed. — New Haven: Yale University Press, 1986.

Mann Glenn G., Garcia F. L., Woelfel Charles J., Encyclopedia of Banking and Finance. — Rolling Meadows (Ill.): Bankers Publishing Company, 1991.

Remini Robert V., The Life of Andrew Jackson. — New York: Penguin Books, 1990.

Rockoff Hugh, New Evidence of Free Banking in the United States. — American Economic Review, 75 (4), September 1985, pp. 886—889.

Rockoff Hugh, The 'Wizard of Oz' as a Monetary Allegory. — Journal of Political Economy, 98 (4), August 1990, pp. 739—760.

Rolnick Arthur J., Weber Warren E., Inherent Instability in Banking: The Free Banking Experience. — Cato Journal, 5 (3), Winter 1986, pp. 877—890.

Sushka Marie E., The Antebellum Money Market and the Economic Impact of the Bank War. — Journal of Economic History, 36 (4), December 1976), pp. 809—835.

Timberlake Richard H., The Origins of Central Banking in the United States. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1978.

Unger Irwin, The Greenback Era. — Princeton (N.J.): Princeton University Press, 1964.

Глава 16

Федеральная резервная система: гарант стабильности финансовой системы

Основные проблемы

1. Каковы первостепенные функции центрального банка?
2. Почему вопрос экономических внешних эффектов важен при аргументации необходимости центрального банка?
3. Каковы активы и пассивы ФРС?
4. Каким образом ФРС выступает в качестве фискального агента правительства США?
5. Каким образом ФРС выступает в качестве кредитора последней инстанции в экономике США?
6. Каким образом ФРС является гарантом стабильности финансовой системы?
7. Каковы основные системы платежей в США и какие функции ФРС выполняет в этих системах?

Функции центрального банка

В начале предыдущей главы рассматривался вопрос о том, как правительства способствовали развитию многих центральных банков. Точно так же создавалась и Федеральная резервная система. Перед началом обсуждения различных функций ФРС в этой и последующей главах, однако, нужно обязательно рассмотреть те ключевые функции, которые ФРС и другие центральные банки выполняли в американской истории.

БАНК ПРАВИТЕЛЬСТВА

Как отмечалось в главе 15, правительства во все времена понимали, что банковское дело может быть довольно прибыльным. Поэтому многие пытались основать институт центрального банка для сбора средств на финансирование внутренних расходов, вооружений и т. д. Короче говоря, правительства от случая к случаю использовали центральный банк для обложения своих граждан косвенными налогами. Обычно государство получало такие косвенные налоги в виде дохода от эмиссии денег (сеньоража), что вытекало из исключительного (монопольного) права центрального банка создавать деньги, и экономической прибыли, которую центральный банк получал в силу своей монополии на предоставление банковских услуг индивидам и фирмам.

Другой важной функцией центрального банка было выполнение им роли **фискального агента** (*fiscal agent*) государства. Даже если политика государства социально направлена и оно не стремится получить максимальную прибыль от банковской деятельности и осуществления денежно-кредитной политики, ему нужен институт центрального банка для проведения финансовых сделок, являющихся прерогативой государства. Например, государству обычно требуется возможность депонирования средств, полученных от налогоплательщиков, чтобы эти деньги не лежали впустую перед тем,

как их израсходуют на государственные нужды. Государству также нужна централизованная система выпуска долговых инструментов, например казначейских векселей или облигаций, на финансовый рынок. Роль центрального банка обычно заключалась в выполнении функций депозитного учреждения казначейства и управлении государственным долгом в течение финансового или *фискального* (*бюджетного*) *периода* (*fiscal period*), например года, отсюда и термин «фискальный агент».

Федеральная резервная система выступает в качестве фискального агента Казначейства США. ФРС является центральным банком-депозитарием Казначейства. К тому же ФРС предопределяет механизм и процедуры, используемые Казначейством при продаже новых ценных бумаг. Короче говоря, ФРС с момента создания в 1913 г. является банком федерального правительства.

БАНК БАНКОВ

Некоторые экономисты соглашаются, что центральный банк не существовал бы без вмешательства государства. Они отмечают, что в действительности нет необходимости в отдельном центральном банке, действующем в качестве фискального агента государства. Они считают, что, к примеру, так называемые «ручные» банки в годы правления президента Эндрю Джэксона и в последующие десятилетия (см. главу 15) вполне подходили для решения такой задачи. Действительной причиной создания центрального банка, по мнению этих экономистов, является использование его для «вытягивания» денег из карманов граждан. Это, в общем-то, уже знакомое мнение Т. Джефферсона, Дж. Мэдисона, Э. Джэксона и других противников института центрального банка в истории США.

Внешние эффекты и государственное вмешательство Другие экономисты считают, что на самом деле частным банкам нужен центральный банк. Причиной этого является то, что на банковском рынке, как и на других рынках товаров и услуг, могут возникать **внешние эффекты (экстерналии)** (*externalities*). На рынке это проявляется, когда сделка между одними лицами или фирмами влияет на экономическое благосостояние группы лиц или фирм, не принимавших участия в этой сделке. К примеру, человек, курящий сигару на борту авиалайнера, совершающего трансокеанский перелет, заплатил авиакомпании рыночную цену билета, что дало ему право находиться в самолете, так что и он, и компания довольны условиями сделки. Однако дым его сигары может значительно уменьшить полезность длительного перелета для других пассажиров на борту самолета. В этом случае сигарный дым относится к **отрицательным внешним эффектам** (*negative externalities*); действия курильщика уменьшают экономическое благосостояние других лиц.

Не все внешние эффекты отрицательны. Рассмотрим другой пример, касающийся воздуха, которым мы дышим. Корпорация недавно приобрела большой участок земли на тихоокеанском побережье северо-запада. Она планирует сдавать землю в аренду лесорубам, которые в будущем для строительства и производства бумаги будут добывать древесину, что потребует для этой компании посадить новые деревья в данной местности после их вырубки. Корпорация и лесорубы согласны на это, так как от этого их интересы только выигрывают; но косвенно эта сделка с древесиной положительно влияет на все общество, так как новые деревья будут поглощать углекислый газ и производить кислород, которым мы дышим. Поэтому это является примером **положительных внешних эффектов** (*positive externalities*), где рыночные сделки увеличивают благосостояние не участвующих в них индивидов или компаний.

Существование рыночных внешних эффектов является обычным оправданием для государственного вмешательства в функционирование частных рынков; конечно, некоторые

экономисты рассматривают внешние эффекты как основную причину образования государства. Одной из ключевых ролей государства, как они считают, является регулирование и арбитраж споров, связанных с возникновением внешних эффектов. Например, ограничение курения пассажиров на борту самолета в США связано с решением государства избавить некурящих пассажиров от такого хода отрицательных внешних эффектов.

Внешние эффекты и потребность в центральном банке Вполне вероятно, что на рынке банковских услуг могут возникнуть внешние эффекты. Причиной этого является то, что банки по своей природе занимаются осуществлением финансовых сделок, которые представляют собой платежи одного участника сделки другому. Если сделка, которая предполагает обмен средств между ее сторонами, не совершается соответствующим образом, то могут пострадать другие лица, не участвующие в ней.

Рассмотрим простой пример. Предположим, что студентка работала в течение двух лет, чтобы собрать достаточно средств для обучения в колледже, и что она вкладывала все свои средства в местный кредитный союз, находящийся в 100 милях от ее дома. Эта студентка ждет до последней минуты, чтобы оплатить учебу точно 1 сентября. В этот день она звонит в кредитный союз, поручая осуществить платеж в ее колледж для оплаты учебы. Она не знает, что в этот день у кредитного союза практически нет резерва наличности для осуществления такого рода платежей, хотя кредитный союз рассчитывал на погашение ценных бумаг в этот день и использование полученных средств для необходимых выплат. Тем не менее совершенно случайно 1 сентября эмитент ценных бумаг на многомиллионную сумму, находящихся у кредитного союза, испытывает небольшие компьютерные сбои, что делает невозможным осуществление платежа в пользу кредитного союза в этот день. Хотя студентку включат в списки допущенных к занятиям, ей теперь придется доплатить за задержку платежа. Хотя она не являлась стороной сделки кредитного союза с эмитентом ценных бумаг, она понесла убыток.

Это несколько надуманный пример, но это один из тех случаев, которые бы часто происходили, как считают аналитики, если бы рядом не было центрального банка, каковым является ФРС. Последний может выдать ссуды платежеспособным депозитным учреждениям, которые являются неликвидными в данный момент, как тот кредитный союз. Такие случаи неликвидности могут возникнуть вследствие неожиданных сбоев в процедуре платежей, которые иногда происходят при осуществлении банковских сделок наряду с другими возможными причинами неисполнения платежей или неполучения их вовремя. Все это сильные аргументы в пользу центрального банка, который всегда готов предоставить ликвидные активы депозитным учреждениям при их недостаточной ликвидности. В этом случае центральный банк будет **кредитором последней инстанции** (*lender of last resort*) для общества. Он будет делать это не только для депозитных учреждений, но и для их клиентов. Конечно, в крайнем случае существование кредитора последней инстанции может предотвратить действия банка, отрицательно влияющие на всех других членов общества. Это, на самом деле, было основным фактором создания ФРС после паники 1907 г., которую мы обсуждали в предыдущей главе.

Многие аналитики — и практически все сторонники необходимости центрального банка — идут немного дальше. Они считают, что институт центрального банка также необходим для надзора и регулирования процесса осуществления финансовых платежей отдельных лиц, фирм и депозитных учреждений. В соответствии с этой точкой зрения центральный банк имеет более широкие функции, чем просто кредитор последней инстанции, во время критической ситуации; обществу также необходим центральный банк для обеспечения нормальной ежедневной работы финансовой системы. Цен-

тральный банк должен устранять неполадки, вести себя как специальная охранная система нефтяного оборудования, которая не дает последнему сломаться, и вытирать лужи с пола, чтобы неведующие о них прохожие вдруг не поскользнулись и не упали. Экономисты и политики часто называют такую функцию центрального банка **гарантом стабильности финансовой системы** (*custodian of the financial system*). Этот аргумент основывается на мысли, что плохо функционирующая финансовая система создает отрицательные внешние эффекты для каждого, включая лиц, которые мало связаны или вообще не имеют дело с банками, так как кризис финансовой системы может отразиться на всей экономике.

В роли кредитора последней инстанции и/или гаранта стабильности финансовой системы центральный банк функционирует как банк других банков, или *банк банков* (*banker's bank*). Так же как мы можем положиться на депозитное учреждение, которое дает нам ссуду при возникшей потребности (допустим, предоставляя такую возможность с помощью кредитных карточек), депозитное учреждение полагается на центральный банк. Более того, так же, как и мы думаем, что депозитное учреждение, в котором открыт наш текущий счет, зачтет чеки, так и депозитное учреждение может положиться на центральный банк, будучи уверенным в четком функционировании системы чекового клиринга. Последняя осуществит все платежи и распределит поступления между учреждениями, участвующими в клиринге.

ОРГАН ГОСУДАРСТВЕННОГО КОНТРОЛЯ НАД ДЕНЕЖНЫМ ОБРАЩЕНИЕМ

Третья важная функция центрального банка состоит в разработке и проведении денежно-кредитной политики государства. Естественно, это всегда было первостепенной задачей Федеральной резервной системы. Это настолько важная тема, что мы разберем ее отдельно в главе 17.

В данной главе мы сосредоточим внимание на двух основных аргументах в пользу центрального банка, приведенных выше: центральный банк выступает как банк правительства и как банк банков. Мы сохранили эти акценты в ходе рассмотрения центрального банка США — Федеральной резервной системы. Начнем с изучения балансового отчета ФРС, затем рассмотрим ее взаимоотношения с Казначейством США. Остаток главы посвятим роли ФРС как банка других депозитных учреждений в национальной финансовой системе.

ФРС как фискальный агент Казначейства

В предыдущей главе мы обсуждали общую структуру Федеральной резервной системы. Мы едва коснулись обязанностей и ответственности ФРС. Более того, мы ничего не сказали об активах и пассивах ФРС. Начнем рассмотрение роли ФРС как центрального банка с изучения составных частей балансового отчета ФРС.

ОБЪЕДИНЕННЫЙ БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ ФРС

В табл. 16-1 показан объединенный балансовый отчет ФРС на 31 января 1992 г. Напомним, что, пока мы обсуждаем балансовый отчет ФРС, реальная стоимость доллара может со временем измениться. В таблице важно отношение различных показателей к суммарным активам, указанное в скобках (в процентах).

Активы ФРС Первостепенными активами ФРС являются государственные ценные бумаги США, которые обычно составляют более $^3/_4$ ее суммарных активов. Большинство ценных бумаг ФРС — казначейские векселя и среднесрочные казначейские облигации, хотя более $^1/_{10}$ составляют долгосрочные казначейские облигации. В каж-

дый данный момент ФРС хранит часть казначейских ценных бумаг по соглашениям REPO, и большинство ее операций с ценными бумагами осуществляется через сделки REPO. Мы расскажем об этом подробнее в следующей главе.

Как и другие банки, ФРС выдает ссуды. Основными заемщиками являются частные финансовые учреждения. Сумма таких ссуд, выданных через дисконтное окно федеральных резервных банков, обычно достаточно мала относительно суммарных активов (обычно менее 1%). Тем не менее кредитование через дисконтное окно является важной функцией ФРС, что мы более подробно обсудим в следующей главе.

ТАБЛИЦА 16-1

Объединенный балансовый отчет ФРС*
(на 31 января 1992 г., млн. долл.)

Активы			Пассивы и собственный капитал		
Ценные бумаги Казначейства США	266 148	(79,9%)	Банкноты ФРС	280 117	(84,1%)
Ссуды депозитным учреждениям	112	(0,1%)	Резервные депозиты депозитных учреждений	29 195	(8,8%)
Обязательства федеральных агентств	6095	(1,8%)	Депозиты Казначейства США	10 828	(3,3%)
Счет золотых сертификатов	11 058	(3,3%)	Депозиты иностранных государств	321	(0,1%)
Счет сертификатов СДР	10 018	(3,0%)	Отложенный (неразмещенный) кредит	4788	(1,4%)
Активы, депонированные в иностранной валюте	26 928	(8,1%)	Прочие пассивы	2808	(0,8%)
Чеки и другие платежные документы на инкассо	5034	(1,5%)	Суммарные пассивы	327 427	(98,5%)
Прочие активы	7736	(2,3%)	Собственный капитал	5072	(1,5%)
Суммарные активы	333 129		Суммарные пассивы и собственный капитал	333 129	

* В процентах по отношению к суммарным активам.
Источник: Federal Reserve Bulletin, April 1992, p. A11.

Хотя США официально отменили золотой стандарт в 1971 г., остатки золотого стандарта отражаются в наличии статьи «**золотые сертификаты**» (*gold certificates*) в балансовом отчете ФРС. При золотом стандарте Казначейство формально продавало золото ФРС. Продолжая хранить государственные запасы золота, Казначейство стало продавать ФРС золотые сертификаты взамен золота, формально называя их золотом. Следовательно, золотые сертификаты являются активами Федеральной резервной системы. Эти сертификаты оцениваются по государственным ценам на золото (в долларах) вместо рыночных.

Сертификаты специальных прав заимствования (сертификаты СДР) (*special drawing rights certificates, SDR certificates*) также являются активами ФРС. Международный валютный фонд (МВФ) — международное финансовое учреждение, в капитале которого участвует более 150 стран, выпустил СДР в качестве международной денежной единицы в 1970 г. отчасти в качестве дополнения к терпящему крах золотому стандарту. Поэтому сертификаты СДР являются активами ФРС так же, как и золотые сертификаты. СДР используются в качестве доли участия США в МВФ. Казначейство поддерживает эту долю участия в капитале МВФ путем выпуска сертификатов СДР для ФРС.

Суммарный объем золота или сертификатов СДР редко меняется. Естественно, в какие-то периоды оба эти актива поддерживались на неизменном уровне. Это означает, что по мере увеличения размера суммарных активов ФРС относительная значимость золота и сертификатов СДР постепенно уменьшается.

ФРС хранит большие суммы активов, деноминированных в иностранной валюте. Это ценные бумаги, оцененные в валютах других государств, например, в японских иенах или немецких марках. Как будет показано в части VII, ФРС иногда продает эти активы, чтобы повлиять на обменный курс доллара.

Напомним из главы 6, что платежные документы на инкассо являются чеками или другими видами тратт для немедленного зачисления денег на счет, но подлежащими аннулированию при последующей неоплате. Как финансовое учреждение ФРС также хранит такие платежные документы на инкассо в каждый данный момент.

Пассивы ФРС и собственный капитал Основной позицией пассивов ФРС являются банкноты ФРС. Что они из себя представляют? Достаньте свой бумажник или кошелек и, если у вас есть наличные деньги, осмотрите банкноту: вы увидите вверху надпись «Банкнота ФРС», напечатанную жирным шрифтом. Эти банкноты образуют наличные деньги в обращении. Они в общем составляют 80% от суммарных пассивов и собственного капитала ФРС.

У ФРС имеется три вида депозитных счетов. Первый из них — это резервные депозиты частных депозитных учреждений, включающие в себя обязательные резервы и иногда (по желанию таких учреждений) избыточные резервы.

Второй вид депозитных счетов ФРС — это срочные вклады Казначейства. Как мы покажем в дальнейшем, это «рабочие счета» Казначейства, т. е. большинство вкладов Казначейства — это текущие счета, с которых оно снимает средства, когда нужно осуществить какие-либо платежи.

Третий вид депозитных счетов в ФРС — это **депозиты иностранных государств** (*foreign official deposits*), которые являются счетами других государств или их финансовых учреждений типа центральных банков. Большинство этих счетов является текущими, с которых в необходимых случаях снимаются средства для осуществления долларовых платежей в США.

И последней позицией пассивов ФРС является отложенный (неразмещенный) кредит или чеки и другие платежные документы с отсроченной оплатой. Это платежи ФРС другой стороне, которые еще не были осуществлены, но были обещаны или клиринг которых еще не был произведен. Разница между чеками на инкассо и чеками с отсроченной оплатой называется **временным чековым кредитом ФРС** (*Federal Reserve float*), предоставленным депозитным учреждениям при проведении чекового клиринга, т. е. это чистая разница между средствами, еще не полученными ФРС, и средствами, не выплаченными ею.

ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ ФРС С КАЗНАЧЕЙСТВОМ США

Как уже отмечалось, Казначейство США хранит свои основные депозиты в 12 федеральных резервных банках и их филиалах. В качестве банка Казначейства ФРС хранит депозиты и обслуживает депозитные счета Казначейства, внося необходимые изменения в приходные и расходные статьи по этим счетам, связанным с проведением налоговой и бюджетной политики федерального правительства. В качестве основного фискального агента Казначейства ФРС исполняет большинство из этих обязанностей, хотя частные депозитные учреждения могут стать «специальными депозитариями» Казначейства (что-то вроде «ручных» банков в годы правления президента Э. Джэксона) при условии, что они обладают достаточным количеством казначейских

ценных бумаг или другим приемлемым залогом (такие активы называются **залоговыми активами** (*pledged assets*)) для гарантии счетов Казначейства. В действительности Казначейство хранит большинство своих депозитов в частных банках, в которых оно получает больший процент по вкладам. ФРС также осуществляет значительную часть документальной законотворческой работы, связанной с эмиссией и погашением казначейских ценных бумаг. Когда Казначейство предлагает новый выпуск бумаг, федеральные резервные банки получают заявки от депозитных учреждений, дилеров и других желающих приобрести их. ФРС в соответствии с инструкцией Казначейства распределяет ценные бумаги для поставки покупателям и вносит их платежи на счета Казначейства.

ФРС также занимается погашением ценных бумаг на счетах Казначейства при истечении их срока. Она также осуществляет периодические процентные выплаты по купонам со счетов Казначейства. Более того, она выпускает и погашает сберегательные облигации и другие долговые обязательства США и помогает частным депозитным учреждениям подавать заявку и получать разрешение на деятельность в качестве агентов Казначейства, занимающихся оплатой и погашением этих долговых инструментов.

Как мы покажем в дальнейшем, в услуги ФРС по казначейским ценным бумагам входит не только документационная работа. Большая часть торговли на первичном и вторичном рынках казначейских ценных бумаг проводится через электронные сети. ФРС производит операции и осуществляет надзор над торговлей, таким образом, гарантируя, что рынки государственных ценных бумаг остаются динамичными и ликвидными. Это в общем выгодно Казначейству, так как снижает уровень риска (в представлении потенциальных инвесторов) при хранении долговых обязательств Казначейства и торговле ими. Указанные электронные торговые сети и другие их формы являются характерной чертой современной системы платежей.

Система платежей США

Основной характерной чертой банковского дела является тот факт, что значительная часть пассивов банков и других депозитных учреждений — вклады до востребования и другие чековые депозиты — может выступать в качестве средства платежа. К примеру, когда вы выписываете чек для оплаты продуктов, то используете деньги на вашем текущем счете в депозитном учреждении в качестве средства платежа за эти продукты. Продавец согласен принять чек при условии, что он уверен, что вы именно тот человек, который может снимать средства с этого счета, и что ваш чек будет оплачен.

Как только вы получаете продукты, вы можете быть довольны сделкой. Однако сделка еще далека до завершения. На самом деле она только началась. Из магазина ваш чек в конце концов попадает в банк продавца, который в свою очередь начнет путь чека к окончательному клирингу с вашим депозитным учреждением.

Чековый клиринг является функцией национальной **системы платежей** (*payments system*). Система платежей — это институциональная структура, через которую осуществляются финансовые сделки между домашними хозяйствами, фирмами и финансовыми учреждениями. В США существует множество способов, с помощью которых эти агенты могут осуществлять платежи и получать соответствующие выплаты, поэтому национальная система платежей довольно сложна. Большая часть ее компьютеризирована, и необязательно сторонам сделки быть в одном и том же месте для осуществления платежа. Что касается объема платежей, то большинство из них до сих пор происходит в виде сделок с наличными деньгами или чеками, как в вышеприведенном примере с продуктами.

Основным аргументом в пользу ФРС после ее создания в начале XX в. был тот факт, что она должна была занять место своего рода гаранта системы платежей. Как мы увидим, ФРС выполнила эту задачу своих основателей; ее значение в системе платежей очень велико.

ЭВОЛЮЦИЯ ПЛАТЕЖНОЙ СИСТЕМЫ В США

Конечно, ФРС существует только около трех четвертей века, в то время как США стали независимым государством более двухсот лет назад. Поэтому мы начнем с изучения того, как система платежей в США функционировала до появления ФРС, и проследим ее эволюцию до наших дней.

Система платежей с 1791 по 1836 г. Начиная с 1791 и до 1836 г. первые центральные банки США (Первый и Второй банки Соединенных Штатов) играли активную роль в системе платежей. Напомним, что металлические деньги (золото и золотые монеты) лежали в основе национальной денежной системы большую часть этого периода. Тем не менее банкноты частных банков также функционировали в качестве средства обращения, до тех пор пока их принимали для оплаты товаров и услуг.

Сами банкноты были обеспечены металлическими деньгами. Например, однодолларовая банкнота, выпущенная банком в Фейетвилле (штат Северная Каролина), давала право на получение в этом банке соответствующего количества золота. Банкноты этого банка могли многократно переходить из рук в руки при совершении сделок, но в конце концов один из владельцев банкноты решит обменять ее на золото. Что будет, если этот владелец получит ее за товары или услуги, находясь довольно далеко, например, в Шарлотсвилле (штат Вирджиния). Как он получит золото из банка в Фейетвилле (Северная Каролина)?

Сделать это он мог косвенным образом. Вместо того чтобы ехать в Фейетвилл для получения оплаты, он принесет эту банкноту в банк в Шарлоствилле. При условии что этот банк готов принять эту банкноту — так как банки отслеживали, обмениваясь почтовой корреспонденцией, какие банки в том или ином штате недавно обанкротились, — владелец получит золото стоимостью в один доллар. Банк в Шарлотсвилле затем обменяет банкноту на золото, получив комиссионные за услугу. На самом деле этот банк, как и многие другие, будет собирать определенную сумму банкнот других банков и обменивать их через регулярные интервалы. Это может производиться непосредственно путем транспортировки банкнот всех банков Фейетвилла в этот город для обмена на золото.

Существует и другой путь. Банк в Шарлотсвилле может сделать это косвенным образом с помощью ближайшего филиала Второго банка Соединенных Штатов в Ричмонде (штат Вирджиния). Поскольку этот центральный банк имел свои филиалы в каждом из штатов, он мог интернализировать (internalize) основную часть процесса обмена банкнот. Как только офис центрального банка в Ричмонде получит банкноту банка в Фейетвилле от банка в Шарлотсвилле, он может обменять эту купюру в своем филиале в Фейетвилле. Естественно, за такую услугу потребуется платить, но банк в Шарлотсвилле сэкономит много времени и усилий, используя этот косвенный путь.

Обмен банкнот на золото был одной из первых услуг системы платежей, которую предоставляли Первый и Второй банки Соединенных Штатов. Такая услуга центрального банка — очень важный элемент национальной системы платежей — ушла в прошлое вместе с закрытием Второго банка в 1836 г.

Частные банковские клиринговые палаты в период 1836—1913 гг. Хотя центральные банки предоставляли услуги по обмену банкнот на золото вплоть до оконча-

ния чартера Второго банка, это не могло остановить развитие частных систем обмена банкнот на золото. В 1819 г. *Suffolk Bank of Massachusetts* выступил инициатором системы обмена банкнот. Этот и другие банки в районе Бостона установили, что некоторые банки использовали одно интересное свойство банкнот. Банки могли выпускать больше банкнот относительно суммы металлических денег в их обеспечение, если вероятность того, что купюры потребуется обменять на золото, была достаточно мала. Это вполне логично; если небольшое число людей хотело обменять банкноты на золото (или им было затруднительно это сделать), тогда банк мог эмитировать больше купюр, не боясь кризиса ликвидности, который мог случиться, если бы слишком много требований к обмену банкнот было предъявлено одновременно.

Некоторые банки Новой Англии, которые стали называться в то время провинциальными банками (country banks), стали размещать свои офисы вдали от деловых центров штатов. Такая стратегия уменьшала вероятность того, что домашние хозяйства и фирмы попытаются обменять банкноты этих провинциальных банков. В результате они могли выпускать больше банкнот, имея на руках меньше металлических денег. Именно эти банкноты превалировали в денежном обращении в Бостоне.

Саффолькская система обмена банкнот сделала невозможным такую практику. *Suffolk Bank* договорился со многими провинциальными банками Новой Англии о том, что они откроют счета в золоте в *Suffolk Bank*, которые могут быть использованы для обмена их банкнот. Вдобавок к этому он приложил много усилий для обмена банкнот тех банков, которые не заключали соглашения. В сущности, *Suffolk Bank* организовал в Новой Англии систему платежей, которую должен был бы осуществлять центральный банк.

Саффолькская система стала моделью для **ассоциаций банков—членов клиринговой палаты** (*clearing-house associations*), которые появились в 1840—50-е годы. Такая ассоциация представляла собой группу банков, договорившихся о создании центрального учреждения — клиринговой палаты — для осуществления клиринга платежей, производимых со счетов их клиентов. С самого начала, как и в саффолькской системе, клиринговая палата была своего рода центральным банком данной ассоциации. Со временем, когда ассоциации стали крупнее и более популярны, были основаны отдельные учреждения клиринговых палат.

Еще одним новшеством, которое появилось в основном из-за банковской паники 1857 г., было появление **сертификатов клиринговой палаты** (*clearing-house certificates*), которые являлись имущественными правами на золотые вклады банков—членов ассоциаций. Вместо действительного обмена золота при клиринге банкнот банки-члены обменивались бумажными сертификатами. В сущности, для банков—членов клиринговой палаты они были своего рода «деньгами». Некоторые ассоциации банков—членов клиринговых палат (например, Нью-Йоркская ассоциация банков—членов клиринговой палаты) пошли еще дальше. Когда паника 1857 г. заставила провинциальные банки прибегнуть к мобилизации золотых резервов, банки Нью-Йорка в качестве ссуды провинциальным банкам выдавали сертификаты клиринговой палаты. Это означало, что такие альтернативные сертификаты — **долговые сертификаты клиринговой палаты** (*clearing-house loan certificates*) — стали вместе с металлическими деньгами входить в денежную базу банковской системы.

Такие долговые сертификаты становились популярнее с каждым последующим кризисом: 1873, 1884, 1890 г. и затем «большой» паникой 1893 г. Ассоциации банков—членов клиринговой палаты выпустили такое большое количество сертификатов (даже номиналом в 10 долл.), что некоторые банки стали выдавать их вкладчикам при снятии средств со счетов. В некоторых местах сертификаты клиринговой палаты стали

частью общей денежной массы. Они были в обращении вплоть до 1908 г., когда федеральное правительство поставило под вопрос широкое использование сертификатов, которые не были официальными средствами платежа, хотя даже частные лица использовали их наряду с банкнотами. К тому времени принятие Закона Олдрича—Риланда закрепило участие федерального правительства в деятельности финансовой системы, а принятие Закона о Федеральной резервной системе пять лет спустя полностью изменило структуру системы платежей.

СОВРЕМЕННАЯ СИСТЕМА ПЛАТЕЖЕЙ

Очевидно, что система платежей сегодня не включает в себя обмен банкнот на металлические деньги. Банкноты вышли из широкого применения в системе платежей в 1930-е годы, что также отметило начало конца эры золотого стандарта. Чековые депозиты, ставшие более популярными в XX в., начали заменять обеспеченные золотом банкноты перед их исчезновением в 1930-е годы. Причиной этого было развитие телеграфной и телефонной связи. Значительные технические улучшения в передаче информации ускорили клиринг чеков.

Наличные деньги и чеки Как уже отмечалось в главе 3, около 80% всех платежей осуществляется наличными деньгами. По оценке, общее число сделок с наличностью в 1990-е годы составляло около 3 млрд. ежегодно. Большинство платежей в настоящее время также производится с помощью бумажных денег, за исключением того, что мы используем национальную валюту — банкноты ФРС — вместо обеспеченных золотом банкнот или гринбеков.

Чеки остаются довольно важным средством платежа в США. Как было показано в главе 3, 15—20% всех платежей в США осуществляется с помощью чеков. Мы подсчитали, что в 1990-е годы банки обрабатывали более 60 млрд. чеков ежегодно. Эта цифра составляет только $^1/_5$ числа сделок с наличными деньгами, но если подумать, сколько денег вовлечено в оборот при клиринге чеков, то эта цифра действительно огромная. Как раньше происходил обмен банкнот на золото, теперь банковские системы клиринговых расчетов должны осуществлять взаимозачет счетов многих учреждений мгновенно, причем каждый день. В настоящее время тысячи учреждений включены в этот процесс, каждое из которых имеет тысячи вкладчиков.

Чтобы представить объем чекового клиринга банков, рассмотрим сам процесс. Если бы взаимозачет чеков осуществлялся все время (что на самом деле не происходит), то банкам пришлось бы обрабатывать *2000 чеков каждую секунду изо дня в день*, чтобы произвести клиринг 60 млрд. чеков в год. При размышлении о масштабах чекового клиринга вспоминается шоу PBS с астрономом Карлом Саганом (Sagan), где он произносил «миллиарды и миллиарды».

Как же депозитные учреждения умудряются обработать так много чеков? Ответ заключается в том, что необходимость стала причиной изобретательности. По мере увеличения объема чекового клиринга в прошлые десятилетия депозитные учреждения централизовали этот процесс в клиринговых палатах, так же как и система *Suffolk Bank* централизовала процесс обмена банкнот на золото. Более того, все большая часть клиринговых операций становится автоматизированной по мере улучшения коммуникационных технологий. Теперь надписи на чеках делаются магнитными чернилами, которые прямо считываются машинами, что позволяет производить автоматическую сортировку, компьютерное кредитование и распределение чеков с помощью машин. Таким образом, «миллиарды и миллиарды» чеков могут пройти процедуру клиринга за год, когда существует технология, позволяющая обрабатывать «тысячи и тысячи» чеков в минуту при низких затратах на каждый чек.

Системы электронных платежей Как мы видели в главе 3, электронные средства платежа составляют небольшую долю от общего числа платежей в США. Однако стоимостный объем электронных платежей составляет свыше 80% общего объема всех финансовых сделок. Хотя электронные средства платежа не добавляют наличных денег или чеков в типичную схему повседневных сделок индивида, некоторые частные лица и учреждения часто используют механизм электронных платежей.

Важной разновидностью систем электронных платежей является **автоматизированная клиринговая палата** (*automated clearing house, ACH*). Система ACH — это система платежей, ориентированная на потребителя, которая проводит платежи в течение одного-двух дней. Хорошим примером системы ACH является автоматическая система прямого зачисления на депозитные счета по платежной ведомости, которую используют многие компании. Заработная плата прямо на счет работника, вместо выдачи ему чека. Другой пример — система ACH системы социального обеспечения, которая переводит платежи прямо на счета получателей социальных пособий.

Система автоматических кассовых машин (банкоматов) (*automated teller machine networks, ATM networks*) — это другой тип системы электронных платежей для потребителей. Еще один вид — **система «место продажи»** (*point-of-sale networks, POS networks*), которая позволяет потребителям оплачивать покупки посредством прямого вычета средств со счета в финансовом учреждении.

Недавно федеральное правительство ввело новую систему, называемую **электронной системой перевода пособий** (*electronic benefits transfer, EBT*), которая распределяет наличные платежи людям, нуждающимся в государственных пособиях (типа пособий многодетным семьям), или продуктовые талоны. Эта система выполняет функцию системы ACH, но работает, как система ATM, поскольку распределяет наличность, а не производит прямого зачисления средств на банковские счета. Причиной выбора правительством системы EBT, а не ACH заключается в том, что получатели пособий являются людьми с низкими доходами. Эти люди часто не имеют счета в банке ($^3/_4$ всех получателей продуктовых талонов и пособий многодетным семьям не имеют счетов в банках), т. е. перевод средств с помощью системы ACH становится невозможным. Именно поэтому правительство приняло систему типа ATM, оснащенную специальными автоматами для выдачи наличных денег или продуктовых талонов.

Электронная система платежей по крупным сделкам Отдельные потребители, как вы и авторы этого учебника, совершают лишь малую толику от общего объема платежей в США. Финансовые и нефинансовые компании проводят электронные сделки с большими суммами. Они делают это с помощью двух **электронных систем перевода крупных сумм** (*large-dollar payments systems*), т. е. это системы, специализирующиеся на обслуживании платежей, которые характеризуются большим стоимостным объемом. Одной из таких систем является **система межбанковских электронных клиринговых расчетов** (*Clearing House Interbank Payment System, CHIPS*), которая находится в частном владении и управлении Нью-Йоркской ассоциации банков—членов клиринговой палаты. Другая система — **система Fedwire**, которой владеет и управляет ФРС.

Система CHIPS объединяет около 140 депозитных учреждений США. Большинство из них — крупнейшие депозитные учреждения в стране. В этой частной системе ежедневно совершаются платежи на сумму приблизительно в 1 трлн. долл. Средний размер сделки в системе CHIPS около 6 млн. долл.

Все депозитные учреждения, которые должны хранить резервы в ФРС, имеют доступ к системе Fedwire, но за пользование ее услугами им приходится платить. В системе Fedwire больше участников и, следовательно, большее число переводов индивидуальных средств, чем в системе CHIPS. Тем не менее общая сумма платежей

несколько меньше — около 950 млрд. долл. в день. Средний размер платежа в системе Fedwire также ниже — около 3,5 млн. долл.

Эти две системы электронного перевода средств специализируются в обслуживании разных видов сделок. В сети CHIPS большинство переводов связаны с внешней торговлей и сделками с евровалютой. В системе Fedwire основными типами сделок являются: 1) перевод федеральных фондов из одних депозитных учреждений в другие; 2) покупка и продажа государственных ценных бумаг. Первый вид сделок связан с межбанковской покупкой и продажей федеральных фондов (см. главу 6), а также с платежами корпораций и небанковских финансовых учреждений.

Перевод федеральных фондов в системе Fedwire касается средств, находящихся на счетах депозитных учреждений в федеральном резервном банке. Депозитное учреждение при осуществлении платежа через систему Fedwire поручает федеральному резервному банку перевести средства с его резервного счета на счет учреждения-получателя в ФРС. По получении этого поручения, передаваемого через систему электронных платежей Fedwire, федеральный резервный банк уменьшает остаток на счете банка-плательщика и увеличивает остаток на счете банка-получателя. Следовательно, перевод крупных сумм на большие расстояния может осуществляться за несколько минут.

Финансовые учреждения и инвесторы также используют систему Fedwire для **регистрационных сделок с ценными бумагами** (*book-entry security transactions*), которые представляют собой покупку и продажу государственных ценных бумаг, таких, как казначейские векселя и облигации. Для этих целей эти агенты открывают счета для регистрации ценных бумаг в федеральных резервных банках. Когда одно финансовое учреждение покупает государственную ценную бумагу у другого учреждения, федеральный резервный банк автоматически снимает стоимость этой ценной бумаги с регистрационного счета продавца и кредитует его счет в ФРС. Затем федеральный резервный банк кредитует регистрационный счет покупателя ценной бумаги и соответственно дебетует резервный депозит в ФРС.

Электронный перевод средств системе CHIPS происходит похожим образом, хотя ФРС не участвует в этих сделках. Депозитное учреждение, входящее в систему CHIPS, открывает в этой системе счет; когда оно переводит средства другому учреждению, это осуществляется через сеть CHIPS путем дебетования счета плательщика и кредитования счета получателя.

ИСТОЧНИК РИСКА В СИСТЕМЕ ПЛАТЕЖЕЙ

Любая система платежей подвержена риску. Например, любое типичное телешоу или фильм в стиле вестерна показывают рискованность перевозки золотых и серебряных денег в повозке или поездом из одного банка в другой при золотом стандарте в XIX в. Здесь существовал очевидный риск, которому была подвержена система платежей: повозка или поезд могли быть ограблены, и Джон Уэйн или Одинокий рэйнджер не всегда могли оказаться в нужном месте для спасения золота.

В общем, однако, существует множество типов риска, которому подвергаются участники системы платежей. Эти основные категории риска применимы к сделкам, совершаемым с использованием различных платежных систем в любой день. Мы рассмотрим эти риски с позиций депозитного учреждения, которому должны перечислять средства через систему платежей, участником которой оно является.

Риск ликвидности Этот риск возникает, когда платеж, даже произведенный полностью, может прийти не вовремя. Это означает, что депозитное учреждение может не получить средства, на которые оно рассчитывало, что уменьшит ликвидность этого института до тех пор, пока не придет опоздавший платеж. Отсюда и термин «**риск ликвидности**» (*liquidity risk*).

Круглосуточная автоматизированная торговля на финансовых рынках

Что общего имеют системы CORES, MATIF и CATS? Это полностью автоматизированные торговые системы, существующие в Японии, Франции и Канаде соответственно. Система CORES (Computer-Assisted Order Routing and Execution System) в Токио — это компьютерная система выполнения приказов клиента биржевыми брокерами; система MATIF (Marché à Terme International de France) — это срочная финансовая биржа в Париже; система CATS (Computer-Assisted Trading System) в Торонто — это компьютерная торговая система, которая связана с Испанией, Бельгией и Бразилией. В США есть торговая система Globex, в Швейцарии — Soffex.

Все эти торговые системы плюс системы в Великобритании, Сингапуре, Швеции, Дании и других странах обладают характерной чертой, а именно: они позволяют трейдерам на финансовых рынках размещать заказы на покупку и продажу ценных бумаг через компьютеры. Как минимум эти автоматизированные торговые системы обещают существенно сократить толкотню и крик в торговых залах на товарных, фьючерсных и других биржах. В общем, развитие данных систем может привести к ненадобности прямого взаимодействия людей на этих биржах.

Механизм автоматизированной торговли

Большинство торговых систем имеют свои особенности. В качестве примера опишем систему Globex в США. Эта система, управляемая Чикагской товарной биржей (Chicago Mercantile Exchange, CME), возможно, в будущем станет стандартом. Несомненно, что ряд других систем, таких, как французская MATIF, тесно связан узами партнерства с Globex. Поэтому именно эту систему, наверное, лучше всего рассмотреть как пример.

Частные лица участвуют в торгах через компьютерные терминалы системы Globex. Для данного финансового инструмента, типа обычного фьючерсного контракта, на монитор выводятся самые лучшие цены продавца и покупателя вместе с потенциальным размером сделки, самые последние продажная цена и объем сделки, относительные цены на рынках спот для сравнения. Частное лицо может использовать клавиатуру компьютера для взаимодействия с системой, чтобы попытаться заключить сделку, введя в компьютер соответствующие команды.

К примеру, если индивид видит цену покупателя на фьючерсный контракт, которая подходит ему, он может разместить в системе заказ на продажу. Система автоматически проверяет, соответствует ли этот заказ на продажу цене заказа на покупку и что это тот самый контракт, в котором была дана цена покупателя. Если эти условия удовлетворяются, то система также автоматически проверяет, что размер заказа на покупку и продажу соответствуют друг другу и что не было получено более ранних предложений на продажу (в этом случае система автоматически размещает заказы «в очередь» в соответствии со временем их поступления в систему). В конце концов система посылает информацию по заключенной сделке в расчетную палату биржи (в случае фьючерсного контракта — в CME) для исполнения. Тогда сделка считается совершенной.

Важные применения систем

Мы настолько привыкли к использованию компьютеров, что нет ничего удивительного в том, что торговля на компьютеризированном финансовом рынке стала более распространенной. Тем не менее это новшество может изменить многие аспекты институциональной структуры финансовых рынков во всем мире.

Самым очевидным применением автоматизированной торговли является возможность торговать финансовыми инструментами в любое время не только дня, но и ночи, поскольку людям не придется самим обслуживать сделки. Например, индивид, который входит в систему Globex в 9 часов вечера по центральному времени, когда CME уже закрыта, может увидеть цену покупателя в

системе, вполне приемлемую для него, и может заключить сделку с помощью системы. Фактически предоставление таких возможностей было одной из главных причин, почему CME установила систему Globex.

Если индивид может торговать в 9 вечера, почему он не может торговать вне Чикагской биржи? Почему, к примеру, не принять участие в торгах в Токио, если 9 вечера в центральных районах США соответствует самому разгару утра в Японии? Или на бирже в Сиднее (Австралия)? Может быть, подождать открытия бирж в Сингапуре или Гонконге? Возможности для глобальной торговли, которые открываются вместе с автоматизированными системами, очевидны.

Самым важным применением компьютеризованной торговли является именно глобализация финансовых рынков. С развитием автоматизированных торговых систем в других государствах время торгов, проводимых во всем мире, существенно расширится. Со временем торги 24 часа в сутки станут обычным делом.

Вопросы финансовой стратегии

Потенциальная глобализация финансовых рынков, которую предвещает введение автоматизированных торгов, поднимает множество вопросов для финансовых стратегов. Самым сложным из них является тот факт, что каждое государство имеет свои правила ведения торгов с ценными бумагами. Обычно эти правила схожи, но не идентичны. Государства с более жесткими требованиями к торговле ценными бумагами на биржах могут подвергать дополнительному риску потенциальные торговые системы в связи с дальнейшей глобализацией торгов. Также они могут потерять часть участников биржевой торговли, которые могут предпочесть торговать на рынках стран с менее строгими правилами. Следовательно, возрастающее использование автоматизированных торгов может потребовать от ведущих финансистов во всем мире координации их действий, как это уже происходило в прошлом.

Во-вторых, даже в районах, где руководители центральных банков одинаково оценивают функционирование финансовых рынков и систем платежей, с введением автоматизированной торговли возникает много спорных вопросов. Например, практически все ведущие финансисты соглашаются, что структура финансовых рынков должна обеспечить одинаковую возможность заключения сделок как для мелких (т. е. частных лиц), так и для крупных (т. е. институциональных инвесторов) участников торговли. Ясно, что для частных лиц, торгующих за свой счет, невозможно быть буквально приклеенными к компьютеру 24 часа в сутки. Для крупных учреждений, однако, это просто вопрос организации работы посменно. Следовательно, автоматизированная торговля, возможно, даст институциональным участникам торгов некоторые преимущества, которых ранее у них не было. Когда Нью-Йоркская фондовая биржа проводила торги после окончания рабочего дня в июне 1991 г., многие наблюдатели посчитали это действительно полезным нововведением. Но многие боялись, что преимущества, полученные институциональными участниками торгов, приведут к созданию «двухуровневого» фондового рынка, который будет выгоден только крупным участникам торгов.

Третий вопрос возникает в связи с растущими связями между системами платежей в мире. Если происходит сбой системы платежей или крах фондового рынка, скажем, в Гонконге в 3 часа дня, то в США в этот момент будет 2 часа ночи по восточному времени. В Лондоне будет около 7 часов утра. Если окажется затронутым большое число частных лиц — участников торгов на Лондонской бирже в результате кризиса в Гонконге, то это может замедлить или даже приостановить торговлю в Лондоне. Если положение не будет исправлено за несколько часов, то это может повлиять на ход торгов при открытии бирж в Нью-Йорке. Результаты кризиса на одном финансовом рынке могут распространиться на рынки всего мира — буквально со скоростью вращения Земли.

Здесь перечислены различные возможности того, что может заставить финансистов не спать ночью. На столе ФРС уже лежат предложения о продлении операционных часов систем Fedwire. Однажды в недалеком будущем руководителям центральных банков действительно не придется спать.

Источники. Baer Herbert, Evanoff Douglas D., Payments System Issues in Financial Markets That Never Sleep. — Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, 14 (6), November/December 1990, pp. 2—15; *Domowitz Ian*, The Mechanics of Automated Trade Execution Systems. — Working Paper, Northwestern University, June 1990; *Salwen Kevin G., Torres Craig*, Big Board After-Hours Trading May Lead to a Two-Tier Market. — Wall Street Journal, June 13, 1991, p. CI; *White A. Patricia*, The Globex Trading System. — Finance and Economics Discussion Series, no. 157, Board of Governors of the Federal Reserve System, April 1991.

Системы CHIPS и Fedwire представляют собой самое современное решение проблемы риска ликвидности. В добрые старые времена, показанные в вестернах, риск ликвидности был значительным, так как плохая погода и другие «неудобства» типа ограблений могли значительно замедлить перевод средств между сторонами сделки. Развитие современной почтовой связи намного снизило этот риск. Как мы все знаем, однако, через систему доставки, подобную Почтовой службе США, чеки не всегда могут быть вовремя доставлены получателю. Этот факт, вместе с развитием современных систем передачи информации и компьютерной технологии, неизбежно привел к развитию электронных систем перевода для уменьшения риска ликвидности даже при совершении самых крупных сделок.

Кредитный риск К кредиту часто прибегают во многих сделках. Например, если вы покупаете какой-то товар по почте, выслав чек в качестве оплаты вместе с заказом, вы как бы даете кредит компании—производителю товара до тех пор, пока вам не пришлют заказ. Вот другой пример, если вы отправили по почте заполненный бланк подписки на журнал и поставили галочку в месте, где написано «пришлите мне счет», то время между первым получением журнала и оплатой подписки будет периодом, в течение которого компания предоставляет вам кредит.

С такой оплатой в кредит появляется **кредитный риск** (*credit risk*) для одной стороны сделки. Экономисты обычно делят кредитный риск на два вида. Первый вид касается **рыночного риска** (*market risk*), когда долг не погашается, потому что заемщик не выполняет условий сделки, что требует от обеих сторон заключить новое соглашение. В этом случае сторона-кредитор несет потери, которые обычно меньше всей суммы предоставленного кредита, так как по крайней мере часть этой суммы будет получена. Другой вид кредитного риска — **риск непоставки** (*delivery risk*), когда одна сторона выполняет свои обязательства по соглашению, а другая — нет. В таком случае кредитор полностью теряет сумму, на которую была заключена сделка.

Системный риск Учреждения в системе платежей взаимосвязаны. К примеру, возьмем электронную систему перевода крупных сумм (CHIPS). Если банк *A* соглашается перевести через эту систему средства в банк *B* в 10 часов утра в определенный день, то банк *B*, ожидая поступления средств в 10 часов, может договориться в 10.30 перевести сумму денег в банк *C* для выполнения своих обязательств. Более того, банк *C* может запланировать использование этих средств для погашения долга в банке *D* в 11 часов и т. д.

Риск того, что банк *A* может частично или полностью не перевести деньги в банк *B*, — кредитный риск последнего. Для банков *C* и *D*, которые (даже не зная об этом) зависят от успешного завершения операции между банками *A* и *B*, не существует прямого риска ликвидности или кредитного риска, поскольку банки *C* и *D* не являются сторонами в соглашении с банком *A*. Тем не менее ситуация в системе платежей сложилась такая, что косвенно они все-таки являются участниками этого соглашения. Поэтому эти учреждения несут на себе косвенный риск, который экономисты называют **системным риском** (*systemic risk*). В случае если не существует кредитора последней инстанции, то невыполнение обязательств банком *A* перед банком *B* теоретически может привести к нестабильности всей системы платежей для многих банков, что станет причиной недостаточной ликвидности одних банков и прямых убытков других.

Системный риск включает в себя *внешние эффекты* в системе платежей. В вышеприведенном примере банки *C* и *D* ничего не могли поделать с условиями перевода денег между банками *A* и *B*; однако они могли понести убытки, если бы банк *A* не выполнил своих обязательств перед банком *B*. Поэтому они могут понести убытки

вследствие отрицательных внешних эффектов. Именно такой внутренне присущий системе платежей системный риск, как считают многие экономисты, является аргументом в пользу существования центрального банка.

Роль ФРС в системе платежей

Системный риск лежит в основе проблемы «набегов» вкладчиков на банки, которая периодически охватывала США в XIX в. и в первой половине XX в. Основной целью формирования ФРС было приостановление такой паники. Таким образом, главной задачей ФРС как центрального банка стало уменьшение или покрытие системного риска в системе платежей.

ФРС КАК КРЕДИТОР ПОСЛЕДНЕЙ ИНСТАНЦИИ

Одна из главных функций, которую выполняет ФРС, — это выполнение обязанностей кредитора последней инстанции для платежеспособных, но временно неликвидных депозитных учреждений. Чтобы понять, как важна для ФРС эта функция, рассмотрим следующую информацию. У ФРС есть много инструкций, которые, как и всякое другое добропорядочное бюрократическое агентство, оно обозначает буквами, т. е. Инструкция *D*, Инструкция *F* и т. д. Со временем было разработано так много инструкций, что стали появляться названия Инструкция *BB* и т. д., почти как в астрономии. Астрономам давно не хватает букв для обозначения яркости звезд в далеких галактиках, что заставило их использовать двойные и тройные буквенные обозначения с появлением более мощных телескопов. Инструкцией, регламентирующей исполнение ФРС функции кредитора последней инстанции, является Инструкция *A*.

Официальная точка зрения ФРС на ее функцию кредитора последней инстанции В инструкции *A* записано:

> Кредит ФРС может быть выдан на краткосрочной основе депозитному учреждению в соответствии с правилами, которые могут быть применены, предоставления помощи учреждению в соответствующем размере, для удовлетворения временной потребности в средствах или для ослабления последствий устойчивого оттока средств, вплоть до соответствующего изменения активов и пассивов данного учреждения.

Если вы прочитаете это положение, в котором содержится суть данной инструкции, два или три раза, то подумаете, что уж очень оно не конкретное. С одной стороны, в нем используются слова «краткосрочный» и «временный», что, по-видимому, подразумевает, что кредиты, полученные депозитными учреждениями через дисконтное окно, имеют краткосрочный характер. С другой стороны, Инструкция *A* говорит об «ослаблении последствий устойчивого оттока средств», что позволяет ФРС выдавать ссуды на более длительные сроки.

Инструкция также гласит, что ФРС выдает ссуды депозитным учреждениям «в соответствии с правилами, которые могут быть применены». Это положение также довольно неопределенное. К тому же более детализированные правила дисконтного окна, публикуемые ФРС, носят довольно общий характер. Более того, некоторые инструкции, которым следуют чиновники ФРС при решении о выдаче кредита, недоступны самим депозитным учреждениям.

Точки зрения на надлежащее исполнение функции кредитора последней инстанции Очевидно, что ФРС обладает полной свободой действий в качестве кредитора последней инстанции в финансовой системе. Однако это не значит, что для ФРС не существует определенных правил, регламентирующих выполнение этой функции. В

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Дневные овердрафты и роль ФРС

В последнее время возникли вопросы в связи с феноменом в системе платежей, который ФРС называет **дневным овердрафтом** (*daylight overdraft*). Этот термин относится к превышению снятия над остатком на счетах ФРС или CHIPS, возникающему перед окончанием рабочего дня, в то время когда все депозитные учреждения пытаются урегулировать свои счета в ФРС или CHIPS. ФРС рассматривает такие овердрафты как необеспеченные ссуды, которые подвергают значительному риску ФРС и другие депозитные учреждения, учитывая, что объем сделок, проводимых через системы перевода крупных сумм, обычно исчисляется миллионами или даже миллиардами долларов.

Механизм дневного овердрафта

Чтобы понять, как происходит дневной овердрафт, проще всего рассмотреть пример в системе Fedwire. В конце дня все депозитные учреждения должны иметь положительные остатки на своих резервных счетах в ФРС. В течение дня по мере того, как учреждения переводят средства друг другу или получают их по сети Fedwire, несоответствие между этими электронными платежами может стать причиной отрицательного остатка на счетах в ФРС некоторых депозитных учреждений. Рисунок 16-1 показывает дневной овердрафт на счете депозитного учреждения в ФРС, который продолжается примерно с 10 утра до 4 часов вечера.

Это несоответствие выплаты и получения средств может стать причиной ненамеренного дневного овердрафта. Например, если учреждение выплачивает со своего счета в ФРС средства в 10 утра, поскольку оно ожидает получение платежа из другого источника до этого времени, то дневной овердрафт, показанный на рис. 16-1, может возникнуть ненамеренно. Такие овердрафты случаются в результате плохого планирования платежных операций, ошибочных переводов средств между финансовыми учреждениями, проблем с компьютерным оборудованием и программным обеспечением. Регистрационные операции с ценными бумагами по сети Fedwire особенно подвержены ситуации с ненамеренным овердрафтом, так как именно продавец ценной бумаги, а не покупатель обычно имеет свободу действий относительно времени поставки ценной бумаги. Обычно единственной оговоркой в соглашении о продаже ценных бумаг является тот факт, что перевод должен произойти до окончания рабочего дня. Поэтому продавец может в любой момент начать исполнять сделку в течение этого дня, в результате покупатель должен будет перевести средства раньше ожидаемого им времени, что может стать причиной дневного овердрафта.

Ненамеренные овердрафты обычно существуют непродолжительное время. Рисунок 16-1, следовательно, иллюстрирует намеренный дневной овердрафт. Примером того, как такой овердрафт может возникнуть, послужит ситуация, в которой банк постоянно занимает федеральные фонды для дости-

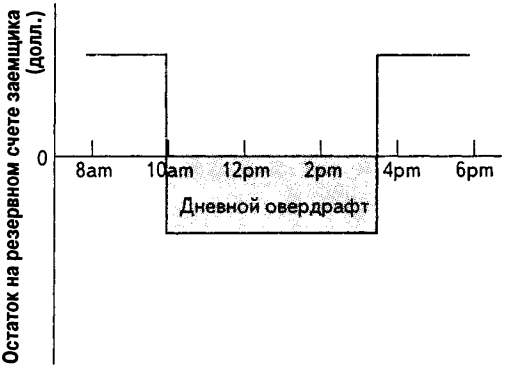


Рис. 16-1

Образование дневного овердрафта. Депозитное учреждение начинает день с положительным остатком на резервном счете в ФРС. Около 10 часов утра оно производит платеж другой стороне по системе Fedwire, который превышает остаток, так что получается дневной овердрафт его счета. К концу дня, около 16 часов, депозитное учреждение получает деньги от третьей стороны или берет взаймы для повышения остатка на резервном счете до положительного уровня.

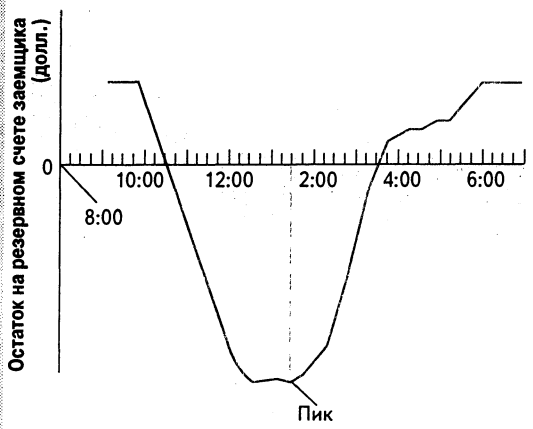


Рис. 16-2
Типичный график ежедневного размера овердрафта депозитного учреждения. Обычно депозитное учреждение имеет отрицательный остаток на резервном счете в ФРС в результате постоянного перевода средств другим сторонам в течение дня. К середине дня депозитное учреждение становится лишь получателем переводов. К концу дня остаток резервного счета опять положителен.

жения положительного остатка в конце рабочего дня на резервном счете в ФРС. В этом примере банк начинает день с положительным сальдо, поскольку он взял взаймы у другого депозитного учреждения федеральные фонды в предыдущий день. Он возвращает эту ссуду в 10 часов, и затем остаток на его резервном счете становится отрицательным; возникает дневной овердрафт. К концу дня, к 16 часам, банк получает новую ссуду, что опять приводит к положительному сальдо.

Структура овердрафта, показанная на рис. 16-1, построена необычайно «гладко». Депозитные учреждения имеют все больше и больше овердрафтов с раннего утра и приблизительно до того момента, когда наступает полдень. В это время достигается пик овердрафтов, или максимальное их количество. Затем начинается процесс оформления ссуд и поступления других средств для повышения остатка. Рисунок 16-2 показывает возможную (и типичную) структуру овердрафтов депозитного учреждения.

Дневные овердрафты в системе CHIPS аналогичны овердрафтам в сети Fedwire, но в случае CHIPS овердрафты создают отрицательные остатки не на счетах в ФРС, а соответственно на счетах в системе CHIPS.

Размер дневных овердрафтов

Такое положение вещей не стало бы беспокоить ФРС при незначительных размерах дневных овердрафтов и их относительной редкости. На самом деле все происходит наоборот. Максимальный размер дневных овердрафтов в системе Fedwire вырос с 75 млрд. долл. в начале 1985 г. до примерно 125 млрд. долл. в 1990 г. Эта сумма *примерно в два раза больше резервных депозитов всех депозитных учреждений!*

Овердрафты в системе CHIPS обычно меньше; средний максимальный размер овердрафтов в этой сети составляет примерно 50 млрд. долл. Однако и это значительная сумма.

Дневные овердрафты широко распространены. Более 1000 депозитных учреждений получали отрицательный остаток на счетах за один день. В течение трех месяцев более 5000 депозитных учреждений могут иметь дневные овердрафты.

Политика ФРС по дневным овердрафтам

В последнее время ФРС пыталась сдержать рост числа дневных овердрафтов. Она применяет «двусторонний» подход для решения этой задачи. Во-первых, ФРС установила прямые ограничения, или шапки (caps), для максимального размера овердрафтов в системах Fedwire и CHIPS, при которых не начисляется штраф. Во-вторых, она стала требовать оплату за овердрафты в сети Fedwire. Все это несколько сдерживает рост дневных овердрафтов. Тем не менее их размеры все равно значительны, и ФРС продолжает искать решение этой проблемы.

Источники. VanHoose David D., Sellon Gordon H., Jr., Daylight Overdrafts, Payments System Risk, and Public Policy. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 74 (8), September/October 1989, pp. 9—29; The Board of Governors of the Federal Reserve System.

действительности существует несколько точек зрения на то, как ФРС должна выступать в этом качестве.

Британские экономисты конца XIX в. Генри Торнтон (Thornton) и Уолтер Бэджит (Bagehot) сформулировали правила, которым, как они считали, центральный банк типа Банка Англии должен следовать при исполнении функций кредитора последней инстанции. Первое и самое главное, как они говорили, заключается в том, что все меры по обеспечению ликвидности центральным банком должны быть временными, что ссуды центральных банков должны выдаваться под залог и предоставляться только платежеспособным учреждениям; этот подход позволит центральному банку избежать потери средств вследствие банкротства должников.

Эти экономисты соглашались, что если учреждение с плохим управлением действительно обанкротилось, то центральный банк должен смягчить воздействие этого на банковскую систему, которое иначе может перекинуться на всю систему платежей и привести к банковскому кризису. Это потребует выдачи ссуд, по мере надобности, другим платежеспособным учреждениям, которые также могут подвергнуться системному риску. В ситуации настоящего кризиса, утверждали они, центральный банк должен выдавать столько ссуд, сколько нужно для приостановления кризиса.

Более того, по мнению Г. Торнтона и У. Бэджита, центральный банк никогда не должен допускать, чтобы помощь в повышении ликвидности банков мешала выполнению глобальных обязанностей, относящихся к национальной системе платежей и проведению денежно-кредитной политики. Решение проблем одного учреждения не должно превалировать перед ответственностью за стабильность финансовой системы в целом.

В конце концов, эти экономисты полагали, что центральный банк должен выдавать ссуды депозитным учреждениям по **штрафным ставкам** (*penalty rates*), т. е. по завышенным процентным ставкам, таким образом, налагая штраф на заемщика. Иначе центральный банк станет кредитором первой инстанции вместо последней.

Ранее в своей истории ФРС не раз давала понять, что она собирается следовать большинству классических правил концепции кредитора последней инстанции. Однако со временем ФРС избавилась или даже нарушила некоторые из этих правил, что мы обсудим более подробно в разделе, посвященном анализу операций ФРС через дисконтное окно, в главе 17. В частности, ФРС выдает довольно много долгосрочных ссуд и учетные ставки по краткосрочным ссудам обычно ниже рыночных. Время от времени — особенно в случае банкротства *Continental Illinois Bank* в 1984 г. (см. главу 11) — она даже выдавала ссуду через дисконтное окно неплатежеспособному депозитному учреждению. Тем не менее ФРС бесспорно является кредитором последней инстанции, и она всегда готова приостановить сбои системы перед тем, как они могут развиваться. Например, на следующий день после краха фондового рынка в октябре 1987 г. представитель ФРС в своем официальном заявлении гарантировал, что ФРС готова предоставить кредиты при необходимости, что действительно было выполнено. Многие обозреватели считают, что этот немедленный ответ на кризис предотвратил панику, которая могла стать причиной крупных убытков в банковской системе и экономике в целом.

ФРС КАК ГАРАНТ СТАБИЛЬНОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Многие экономисты соглашаются, что функция кредитора последней инстанции ФРС достаточна для защиты финансовой системы от воздействия кризисов или других неприятностей. С момента основания, однако, ФРС не соглашалась ограничиваться лишь этим. Она также взяла на себя функцию гаранта стабильности финансовой си-

стемы. В этом качестве она осуществляет надзор над многими видами деятельности в национальной системе платежей.

Возвращаясь к дискуссии об электронных системах перевода крупных сумм, нужно отметить, что ФРС вовлечена непосредственно в систему платежей, так как она управляет сетью Fedwire. Эта сеть, основанная в 1918 г., еще до появления компьютеров, соединяет все федеральные резервные банки, их филиалы и другие депозитные учреждения. ФРС управляет сетью и определяет правила, в соответствии с которыми депозитные учреждения могут пользоваться ее услугами. ФРС также устанавливает плату за пользование ее услугами.

ФРС играет важнейшую роль в национальной системе чекового клиринга. Взаимозачет примерно половины чеков, выписанных в США, осуществляется посредством клиринговых операций ФРС, которые объединяют банки большинства средних и крупных городов страны. Депозитные учреждения в небольших городах или сельской местности получают доступ к услугам чекового клиринга (так же, как и к другим услугам ФРС типа услуг системы Fedwire) посредством установления корреспондентских отношений с банками, имеющими прямой доступ к таким услугам.

ФРС берет плату за услуги по чековому клирингу и, как предписано Законом о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г., старается установить эту плату в соответствии с конкуренцией на данный вид услуг на рынке. Конгресс обязал ФРС устанавливать плату за услуги по чековому клирингу по двум причинам. Во-первых, для увеличения прибыли, так что больше избыточной прибыли (за вычетом издержек ФРС на осуществление операций) должно идти в Казначейство; при дефиците федерального бюджета правительству пригодится каждый возможный источник дохода. Во-вторых, частные клиринговые палаты обрабатывают примерно половину всех чеков, выписанных в США, и эти учреждения считают, что оплата услуг ФРС осуществлялась по ценам ниже рыночных. Таким образом, это ставило их в невыгодное положение. Похоже на то, как субсидируемые налогоплательщиками ставки Почтовой службы США могут намного уменьшить конкурентоспособность *United Parcel Service* или *Federal Express*.

ФЕДЕРАЛЬНАЯ СЕТЬ БЕЗОПАСНОСТИ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

ФРС рассматривает свои функции гаранта стабильности финансовой системы и кредитора последней инстанции как первые два слоя **федеральной сети безопасности финансовой системы** (*federal financial safety net*). Эта сеть призвана обеспечивать защиту федерального правительства от обострения широко распространенных финансовых проблем и возникновения финансовых паник. С этой точки зрения осуществление функции гаранта стабильности финансовой системы позволяет ФРС принимать ежедневное участие в национальной системе платежей, а операции по чековому клирингу и оказанию услуг в системе Fedwire позволяют ей выступать в роли ее надсмотрщика, т. е. ФРС может изучать проблемы при их появлении и, по крайней мере в принципе, отреагировать на них соответствующими корректировками. Это и есть первый слой федеральной сети безопасности финансовой системы.

Второй слой этой системы — выполнение ФРС функции кредитора последней инстанции. Если защитные операции ФРС окажутся недостаточными для предотвращения событий, которые могут стать причиной неликвидности банков и сбоев денежной системы, то ФРС призвана обеспечивать ликвидность путем предоставления ссуд через дисконтное окно для платежеспособных, но неликвидных депозитных учреждений.

ФРС не несет прямой ответственности за третий, и последний, слой федеральной сети безопасности финансовой системы. Им является система страхования депозитов.

В случае когда неликвидность депозитных учреждений имеет постоянный, а не временный характер, поскольку они стали неплатежеспособными, страхование депозитов существует для защиты интересов мелких вкладчиков, как уже отмечалось в главах 12 и 13, однако федеральная система страхования депозитов была довольно ненадежной в последние несколько лет, так что значение этого третьего вида защиты финансовой системы сильно уменьшилось. Естественно, это увеличило нагрузку на первые два слоя федеральной сети безопасности финансовой системы, за которые ФРС несет ответственность.

В этой главе мы подробно остановились на роли ФРС как полномочного института центрального банка США. Однако обязанности ФРС не исчерпываются вышеприведенными в данной главе. Конгресс также наделил ФРС правом проведения денежно-кредитной политики в США. Этой важной функции ФРС мы уделим внимание в следующей главе.

Краткое содержание

1. Традиционно центральные банки выполняют три основные функции: фискального агента правительства, банка банков и органа, разрабатывающего и проводящего денежно-кредитную политику.
2. В качестве фискального агента правительства центральный банк обычно служит депозитарием Казначейства и агентом по расходованию государственных средств и размещению государственных займов.
3. В качестве банка для частных банков центральный банк действует как кредитор последней инстанции и/или как гарант стабильности национальной финансовой системы.
4. Главной причиной исполнения центральным банком функции кредитора последней инстанции и/или гаранта стабильности финансовой системы является вероятность воздействия внешних эффектов на систему платежей. Такого рода внешние эффекты возникают, когда действия агента, вовлеченного в платежную операцию, влияют на благосостояние агента, не участвующего в этой сделке.
5. Как любой другой банк, ФРС имеет балансовый отчет, состоящий из активов, пассивов и счета капитальных средств. Основным активом ФРС являются государственные ценные бумаги США; другим важным, хотя и сравнительно небольшим по объему активом являются ссуды депозитным учреждениям. Основные пассивы ФРС — банкноты ФРС (наличные деньги) и резервные депозиты депозитных учреждений.
6. ФРС играет важную роль в системе платежей в США. Однако до создания ФРС Первый и Второй банки Соединенных Штатов производили аналогичные операции по клирингу банкнот, обеспеченных золотом. Перед закрытием Второго банка и основанием ФРС депозитные учреждения выработали простые схемы взаимозачета платежей, в которых обычно участвовали частные клиринговые палаты.
7. Хотя большинство платежей в США производятся наличными и чеками, самые крупные платежи осуществляются через электронные системы перевода средств Fedwire или CHIPS.
8. Участие в любой системе платежей подвергает стороны сделки разнообразным потенциальным рискам. Среди них системный риск, который представляет собой вероятность того, что одна из сторон сделки может не получить должный платеж, поскольку другая сторона не получила должный платеж от третьей стороны. Так как источник риска — именно третья сторона, то системный риск представляет собой внешний эффект в системе платежей.
9. Исполняя функции кредитора последней инстанции и гаранта стабильности финансовой системы, Федеральная резервная система является ключевой частью федеральной сети безопасности финансовой системы в США.

Словарь терминов

Автоматизированная клиринговая палата (*automated clearing house, ACH*) — система взаимных расчетов, по которой платежи осуществляются в пределах одного-двух дней.

Ассоциация банков—членов клиринговой палаты (*clearing-house association*) — группа банков, создавшая центральный орган — клиринговую палату — для клиринга платежей, производимых по счетам банков-членов.

Внешние эффекты (экстерналии) (*externalities*) — термин, обозначающий ситуации, при которых экономические сделки между группой фирм или частных лиц влияют на благосостояние других фирм и частных лиц, не участвующих в сделке.

Временный чековый кредит ФРС (*Federal Reserve float*) — чистая разница между средствами, не инкассированными в пользу ФРС, и средствами, не инкассированными со счета ФРС.

Гарант стабильности финансовой системы (*custodian of the financial system*) — функция центрального банка, связанная с осуществлением надзора над национальной системой платежей для обеспечения бесперебойного функционирования финансовой системы.

Депозиты иностранных государств (*foreign official deposits*) — счета в ФРС других государств или их финансовых учреждений (типа центральных банков), обычно текущие, с которых в необходимых случаях снимаются средства для осуществления долларовых платежей в США.

Дневной овердрафт (*daylight overdraft*) — отрицательный остаток на счете депозитного учреждения в системе клиринговых расчетов Fedwire или CHIPS в течение нескольких часов или минут.

Долговые сертификаты клиринговой палаты (*clearing-house loan certificates*) — права на банковские депозиты в виде металлических денег, которые банки выдали в качестве ссуды другим банкам, у которых на депозитных счетах не было металлических денег. Эти сертификаты вместе с металлическими деньгами стали частью денежной базы банковской системы во второй половине XIX в.

Залоговые активы (*pledged assets*) — активы, обычно в форме казначейских ценных бумаг или муниципальных облигаций, которые депозитные учреждения должны хранить в качестве обеспечения депозитов, привлекаемых от федерального правительства, правительств штатов или местных органов власти.

Золотые сертификаты (*gold certificates*) — имущественные права на золотые запасы, выпущенные Казначейством США для ФРС и хранящиеся в качестве ее активов.

Кредитный риск (*credit risk*) — вероятность того, что должник не возвратит полностью ссуду кредитору.

Кредитор последней инстанции (*lender of last resort*) — учреждение, которое всегда готово предоставить кредит любому заемщику, в том числе и неликвидному, но платежеспособному депозитному учреждению, во время надвигающегося банковского кризиса и т. п.

Отрицательные внешние эффекты (*negative externalities*) — рыночные сделки, которые уменьшают экономическое благосостояние индивидов или фирм, не принимающих в них участия.

Положительные внешние эффекты (*positive externalities*) — рыночные сделки, которые увеличивают экономическое благосостояние индивидов или фирм, не участвующих в этих сделках.

Регистрационные сделки с ценными бумагами (*book-entry security transactions*) — покупка и продажа государственных ценных бумаг типа облигаций и казначейских векселей, которые совершаются через систему Fedwire.

Риск ликвидности (*liquidity risk*) — вероятность того, что платеж, даже в полном объеме, может прийти не вовремя.

Риск непоставки (*delivery risk*) — риск того, что одна сторона сможет выполнить свои обязательства по договору, а другая — нет.

Рыночный риск (*market risk*) — вероятность того, что кредитор не получит сумму долга по ссуде полностью, поскольку заемщик не выполняет условий сделки, так что им придется заключать новое соглашение.

Сертификаты клиринговой палаты (*clearing-house certificates*) — права на металлические деньги банков—членов клиринговой палаты, которые эти банки использовали для осуществления взаимных расчетов при обмене банкнот на золото в XIX в.

Сертификаты специальных прав заимствования (сертификаты СДР) (*special drawing rights certificates/ SDR certificates*) — активы ФРС, которые представляют собой казначейские облигации, полученные в качестве обеспечения доли ФРС в финансировании специальных прав заимствования; являются одним из видов международных средств платежа, появившихся в 1970-е годы.

Система автоматических кассовых машин (банкоматов) (*automated teller machine networks, ATM networks*) — система платежей, которую используют вкладчики банков для снятия наличных денег со своих счетов.

Система межбанковских электронных клиринговых расчетов (*Clearing House Interbank Payment System, CHIPS*) — электронная система перевода крупных сумм, находящаяся в собственности и управлении Нью-Йоркской ассоциации банков—членов клиринговой палаты.

Система «место продажи» (*point-of-sale networks, POS networks*) — система терминалов для производства платежей, которые позволяют потребителям оплачивать покупки путем прямого вычета средств с их депозитных счетов в финансовых учреждениях.

Система платежей (*payments system*) — институциональная структура, с помощью которой домашние хозяйства, фирмы и финансовые учреждения осуществляют взаимные расчеты.

Система Fedwire — электронная система перевода крупных сумм, которая находится в собственности и управлении ФРС.

Системный риск (*systemic risk*) — вероятность того, что некоторые учреждения в силу того, что в системе платежей они взаимосвязаны с другими учреждениями, не смогут выполнить своих обязательств по кредитным соглашениям в результате неплатежей по сделкам между другими учреждениями; вид отрицательных внешних эффектов в системе платежей.

Федеральная сеть безопасности финансовой системы (*federal financial safety net*) — различные виды защиты федерального правительства от обострения широко распространенных финансовых проблем и возникновения финансовой паники. Предполагает осуществление функций ФРС как гаранта стабильности финансовой системы и как кредитора последней инстанции, наличие федеральной системы страхования депозитов.

Фискальный агент (*fiscal agent*) — функция центрального банка как депозитария государственных средств, полученных от сбора налогов и размещения займов, и как координатора правительственной эмиссии долговых инструментов при размещении займов.

Штрафные ставки (*penalty rates*) — процентные ставки типа учетной ставки ФРС, которые устанавливаются выше уровня рыночных процентных ставок и, таким образом, как бы штрафуют учреждение-заемщика.

Электронная система перевода пособий (*electronic benefits transfer, EBT*) — управляемая государством сеть, которая осуществляет выплату пособий нуждающимся (типа пособий многодетным семьям) или выдачу продуктовых талонов.

Электронные системы перевода крупных сумм (*large-dollar payments systems*) — системы платежей, специализирующиеся на обслуживании платежей, которые характеризуются очень большим стоимостным объемом.

Вопросы для самопроверки

1. Выпишите и дайте определения своими словами ключевых функций центрального банка. Какие из них кажутся вам самыми важными? Почему?
2. Используя материал главы 14, ответьте, какие статьи активов и пассивов баланса ФРС являются наиважнейшими с точки зрения денежно-кредитной политики? Свой ответ поясните.
3. Определите своими словами значение термина «внешние эффекты» (экстерналии). Приведите по крайней мере по одному реальному примеру отрицательных и положительных внешних эффектов в банковском деле и вне этой сферы.
4. Многие экономисты в 1960-е годы предсказывали, что достижение нынешнего объема клиринга чеков нереально. Они утверждали, что со временем общество избавится от чеков и бумажных денег. Однако эти формы платежа до сих пор существуют. Как вы думаете, какие факторы экономисты 1960-х годов могли не учесть в своих прогнозах? Поясните свой ответ.
5. Перечислите и дайте определение системным рискам. Какие из них оправдывают потенциальную функцию ФРС в качестве кредитора последней инстанции? Объясните почему.

Задачи

16-1. На рынке ссудных капиталов график спроса на банковский кредит (C) задан уравнением:

$$C = 10 - 15r,$$

а график предложения банковского кредита на рынке задан в виде:

$$C = 5 + 35r.$$

а) Постройте графики этих уравнений.

б) Какова равновесная рыночная процентная ставка?

в) Чему равен равновесный объем банковского кредитования?

16-2. Предположим, что график рыночного предложения, построенный по условиям задачи 16-1, не учитывает системные риски для общества, связанные с выдачей банковских ссуд. Если соответственно учесть эти риски при построении кривой предложения, то она будет задана уравнением $C = 35r$.

а) Постройте новый график предложения, скорректировав график, построенный по условиям задачи 16-1.

б) Рассчитайте процентную ставку, которая будет установлена на рынке, если системные риски будут соответственно приниматься в расчет. Опираясь на полученный ответ, подсчитайте, насколько процентная ставка, соответствующая графику, построенному при решении части (а) этой задачи, ниже той, которая необходима для покрытия всех видов системных рисков?

в) Предположим, что ФРС намерена с помощью системы правил (распоряжений) побудить банковскую систему увеличить предложение кредита, чтобы покрыть системные

риски, возникающие при выдаче ссуд. Насколько ФРС захочет сократить общий объем банковского кредитования по сравнению с равновесным объемом кредитования, определяемым по условиям задачи 16-1?

Рекомендуемая литература

Baer Herbert L., Evanoff Douglas D., Payments System Issues in Financial Markets That Never Sleep. — Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, 14 (6), November/December 1990, pp. 2—15.

Domowitz Ian, The Mechanics of Automated Trade Execution Systems. — Working Paper, Northwestern University, June 1990.

Federal Reserve Payments System Policy Committee, Proposals for Modifying the Payment System Risk Reduction Policy of the Federal Reserve System. — Board of Governors of the Federal Reserve System, August 1988.

Garcia Gillian, Plautz Elizabeth, The Federal Reserve: Lender of Last Resort. — Cambridge (Mass.): Ballinger, 1988.

Gilbert R. Alton, Payments System Risk: What Is It and What Will Happen If We Try to Reduce It? — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 71 (1), January/February 1989, pp. 3—17.

Goodfriend Marvin, Money, Credit, Banking, and Payments System Policy. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 77 (1), January/February 1989, pp. 7—23.

Goodhart Charles, The Evolution of Central Banks. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1988.

Smith Vera C., The Rationale of Central Banking and the Free Banking Alternative. — 1936; reprinted in Indianapolis: Liberty Press, 1990.

Summers Bruce J., Clearing and Payment Systems: The Role of the Central Bank. — Federal Reserve Bulletin, 77 (2), February 1991, pp. 81—90.

Timberlake Richard H., The Central Banking Role of Clearinghouse Associations. — Journal of Money, Credit, and Banking, 16 (1), February 1984, pp. 1—15.

VanHoose David D., Sellon Gordon H., Jr., Daylight Overdrafts, Payments System Risk, and Public Policy. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 74 (2), September/October 1989, pp. 9—29.

Wood John C., Smith Dolores S., Electronic Transfer of Government Benefits. — Federal Reserve Bulletin, 77 (4), April 1991, pp. 203—217.

Глава 17

Федеральная резервная система: инструменты денежно-кредитной политики

Основные проблемы

1. Что такое операции на открытом рынке?
2. Какое воздействие на экономику оказывают операции на открытом рынке?
3. Что такое активные и защитные операции на открытом рынке, какая между ними разница?
4. Что из себя представляет политика дисконтного окна ФРС?
5. Почему учетная ставка не являлась важным инструментом денежно-кредитной политики ФРС?
6. Как ФРС выполняет функцию кредитора последней инстанции?
7. Какие виды активов могут быть использованы в качестве обязательных резервов?
8. Почему депозитным учреждениям необходимо хранить резервы?
9. Какой должна быть структура обязательных резервов?

В соответствии с Конституцией США Конгресс обладает всеми полномочиями контроля над эмиссией денег и денежной массой. С принятием Закона о Федеральной резервной системе 1913 г. (с последующими поправками) Конгресс наделил этими полномочиями ФРС. Поэтому ФРС ответственна за проведение денежно-кредитной политики в США. В данной главе мы рассмотрим, что у ФРС есть три основных **инструмента** (*instruments*), которые она использует для достижения этой цели. Это операции на открытом рынке, политика дисконтного (учетного) окна и резервные требования.

Операции на открытом рынке

Самым главным инструментом денежно-кредитной политики в США являются **операции на открытом рынке** (*open-market operations*). Они представляют собой покупку и продажу ФРС государственных ценных бумаг США. Как отмечалось в главе 5, эти ценные бумаги включают в себя казначейские векселя, среднесрочные и долгосрочные казначейские облигации. На самом деле ФРС обычно поводит операции на открытом рынке через покупку и продажу казначейских векселей. К тому же операции на открытом рынке включают в себя покупку и продажу ценных бумаг федеральных агентств, например сертификатов Федеральной национальной ипотечной ассоциации, и, в меньшей степени, банковские акцепты.

ТРИ ПРЯМЫХ ЭФФЕКТА ОПЕРАЦИЙ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

Когда ФРС покупает или продает ценные бумаги на открытом рынке, то это оказывает на экономику тройной эффект:

1. Резервы депозитных учреждений изменяются.
2. Цена (и, следовательно, доходность) ценных бумаг меняется.
3. Меняются ожидания в экономике.

Изменения резервов В главе 14 было показано, как покупка ФРС казначейских векселей у депозитного учреждения меняет резервы депозитных учреждений. Короче говоря, если ФРС купила на 1 млн. долл. казначейских векселей у депозитного учреждения, то ФРС придется заплатить увеличением резервного счета этого учреждения. Это означает, что депозитное учреждение меняет структуру своего портфеля активов. Теперь у него на 1 млн. долл. меньше казначейских векселей и на 1 млн. долл. больше резервов в ФРС. В ФРС происходит прирост активов (казначейских векселей) и пассивов (обязательств по депозитам депозитного учреждения-продавца) на 1 млн. долл.

Резервы депозитного учреждения также возрастут, если ФРС купит на эту сумму казначейские векселя у частного сектора. Таким образом, у кого бы ФРС ни купила государственные ценные бумаги, резервы депозитных учреждений увеличатся ровно на эту сумму. Более того, при прочих равных условиях, денежная масса увеличится в несколько раз относительно первоначальной суммы покупки ФРС. Такой прирост денежной массы может в конце концов привести к росту экономической активности.

Соответственно, продажа ФРС казначейских векселей депозитному учреждению или небанковскому сектору уменьшает суммарные резервы депозитных учреждений и обычно ведет к многократному сокращению денежной массы. Это сокращение денежной массы со временем *может*, как мы убедимся в части VI, привести к спаду деловой активности.

Изменения процентной ставки Как было показано в главе 7, при изменении цены векселя или облигации меняется также и их доходность. Увеличение объема покупок приведет к росту цены, что приведет к уменьшению доходности, и, соответственно, наоборот.

Поскольку ФРС — крупнейший продавец/покупатель государственных ценных бумаг США относительно других продавцов/покупателей ценных бумаг, ФРС может (обычно) непосредственно воздействовать на цену векселя или облигации. Следовательно, ФРС может влиять на процентные ставки. В принципе ФРС могла, если бы инфляционные ожидания были постоянны (об этом см. ниже), изменять краткосрочные, среднесрочные или долгосрочные процентные ставки, покупая или продавая ценные бумаги на этих рынках. Чтобы удержать данную цену (соответственно, процентную ставку) на вексель, единственное, что нужно сделать ФРС, — так это быть готовой продавать или покупать столько, сколько захотят продать или купить остальные участники торговли при данной цене (процентной ставке).

Изменения ожиданий Эффект объявления существует для операций на открытом рынке так же, как и для других денежно-кредитных инструментов. Наблюдатели ФРС — аналитики фондового рынка, персонал брокерских домов, инвесторы, финансовые директора корпораций и множество других лиц, включая профессоров университетов, — отслеживают операции на открытом рынке и предсказывают будущее воздействие операций на открытом рынке на такие рыночные переменные, как процентные ставки и уровень инфляции. К сожалению, нет полного согласия среди экономистов по поводу того, как именно меняются ожидания при определенных изменениях в проведении операций на открытом рынке. С одной стороны, увеличение покупки ФРС ценных бумаг можно трактовать как экспансионистскую денежно-кредитную политику, в результате которой процентные ставки уменьшатся, возрастут объем

производства и инвестиции, повысятся потребительские расходы. С другой стороны, такая политика может стать причиной ожидания дальнейшего увеличения денежной массы и инфляции. Инфляционные ожидания побудят кредиторов повышать процентные ставки. Более того, они могут уменьшить инвестиции и потребительские расходы.

Тем не менее точка зрения, что покупка ценных бумаг на открытом рынке является признаком экспансионистской денежно-кредитной политики, даже с учетом ожиданий, преобладает среди экономистов. Здесь мы будем рассматривать покупку ценных бумаг именно в таком свете. Важно понять, что изменения в операциях на открытом рынке обязательно приведут к изменению ожиданий, но нельзя предусмотреть все последствия по причине возможных различий в поведении разных экономических агентов.

ВОЗДЕЙСТВИЕ ОПЕРАЦИЙ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ НА РЕЗЕРВЫ, ДЕНЕЖНУЮ МАССУ И ОБЪЕМ КРЕДИТОВАНИЯ

Мы пока не обладаем всеми инструментами для полного анализа влияния операций на открытом рынке на процентные ставки (см. главу 25). Однако мы можем воспользоваться моделями денежного и общего кредитного мультипликатора, приведенными в главе 14, для исследования воздействия операций на открытом рынке на денежную массу и объем кредитования.

Виды резервов и денежная база Основой проведения денежно-кредитной политики ФРС является способность воздействовать на резервы депозитных учреждений и/или на схему денежного мультипликатора. Однако суммарные резервы показывают далеко не все. По этой причине ФРС установила несколько показателей резервов:

1. *Денежная база.* Экономисты также называют денежную базу, или просто базу, или резервную базу, «деньгами повышенной мощности». **Денежная база** (*monetary base, MB*) состоит из суммарных резервов (*TR*) депозитных учреждений плюс наличные деньги в обращении (*C*). Последние включают в себя наличные деньги в распоряжении небанковского сектора, но только не в хранилищах ФРС, Казначейства США или банков. Экономисты иногда называют эту сумму ($MB = TR + C$) деньгами повышенной мощности, так как один доллар может представлять собой несколько долларов на текущих счетах в системе частичного резервного покрытия, как было показано в главе 14. Чем выше требуемая норма резервного покрытия, тем меньше «мощность» каждого доллара денежной базы, и, соответственно, наоборот. Другими словами, денежная база состоит из активов, доступных обществу, которые депозитные учреждения могут использовать в качестве обязательных резервов в ФРС. (Напомним, что кассовая наличность депозитных учреждений может быть использована в качестве обязательных резервов.)
2. *Избыточные резервы.* **Избыточные резервы** (*excess reserves, ER*) — это резервы сверх обязательных по закону. Они равны разнице между суммарными резервами и обязательными резервами (*RR*), т. е. $ER = TR - RR$.
3. *Заемные резервы.* **Заемные резервы** (*borrowed reserves, BR*) — это резервы, которые депозитные учреждения взяли в долг у ФРС.
4. *Незаемные резервы.* **Незаемные резервы** (*nonborrowed reserves, NBR*) равны разнице между суммарными резервами и заемными ($NBR = TR - BR$). Более подробно мы проанализируем заемные и незаемные резервы в главе 25.
5. *Незаемная база.* **Незаемная база** (*nonborrowed base*) — это разница между денежной базой и заемными резервами, или, соответственно, незаемные резервы плюс наличные деньги, хранимые небанковским сектором.

6. *Свободные резервы.* **Свободные резервы** (*free reserves, FR*) равны избыточным резервам минус заемные резервы ($FR = ER - BR$). Депозитные учреждения склонны возвращать ФРС заемные резервы перед покупкой ценных бумаг или перед тем, как взять ссуду. При этом свободные резервы являются хорошим показателем возможного расширения депозитными учреждениями своих активов.

Когда ФРС покупает ценную бумагу, она добавляет ее к своим собственным активам. Обычно она выписывает чек на свой счет, и, когда этот чек депонируется депозитным учреждением, происходит расширение суммарных резервов банковской системы. Следовательно, немедленным результатом операций на открытом рынке является прирост банковских резервов.

Воздействие операций на открытом рынке на резервы и денежную массу Заемные резервы не меняются в результате операций на открытом рынке до тех пор, пока ФРС не сделает резервы доступными для депозитных учреждений через дисконтное окно. Это означает, что именно незаемные резервы растут при покупке на открытом рынке. Продажа, наоборот, уменьшает незаемную часть суммарных резервов в банковской системе.

Напомним из главы 14, что модель денежного мультипликатора показывает следующее:

$$\Delta M = m \times \Delta MB. \qquad (17\text{-}1)$$

Прирост денежной массы равен произведению денежного мультипликатора на прирост денежной базы. Из нашего определения следует, что денежная база равна $MB = TR + C$. Или $MB = NBR + BR + C$, поскольку суммарные резервы, по определению, должны быть равны сумме заемных и незаемных резервов. Поэтому, в общем, $\Delta MB = \Delta NBR + \Delta BR + \Delta C$. При прочих равных условиях операции на открытом рынке изменяют только незаемные резервы, так что $\Delta BR = \Delta C = 0$. Поэтому операции на открытом рынке увеличивают денежную базу за счет прироста незаемных резервов, т. е. $\Delta MB = \Delta NBR$. При этом уравнение (17-1) можно переписать, как

$$\Delta M = m \times \Delta NBR. \qquad (17\text{-}2)$$

Уравнение (17-2) показывает, что изменение незаемных резервов обладает полным эффектом воздействия мультипликатора на денежную массу. Поэтому мы можем сделать вывод о том, что покупка на открытом рынке, в результате которой изменение незаемных резервов будет положительным, при прочих равных условиях увеличит денежную массу на величину прироста незаемных резервов, умноженную на денежный мультипликатор. И наоборот, продажа на открытом рынке, при которой изменение незаемных резервов будет отрицательным, при прочих равных условиях уменьшит денежную массу на величину сокращения незаемных резервов, умноженную на денежный мультипликатор.

Воздействие операций на открытом рынке на общий объем банковского кредитования Напомним, что в основной модели банковской системы в главе 14 мы сделали допущение, что весь объем банковского кредитования состоял из ссуд (L). Как мы показали в главе 14, прирост объема банковского кредитования может быть выражен кратной величиной прироста денежной базы:

$$\Delta L = m_L \times \Delta MB, \qquad (17\text{-}3)$$

где m_L — кредитный мультипликатор.

При прочих равных условиях, включая неизменный уровень наличности и заемных резервов, мы знаем, что $\Delta MB = \Delta NBR$ после проведения операции на открытом рынке. Следовательно, уравнение (17-3) можно переписать следующим образом:

$$\Delta L = m_L \times \Delta NBR. \quad (17\text{-}4)$$

Уравнение (17-4) показывает, что изменение незаемных резервов после операции на открытом рынке умножается на общий кредитный мультипликатор, что равно изменению общего объема банковского кредитования. Если ФРС *покупает* ценные бумаги на открытом рынке, прирост незаемных резервов будет *положительным* и общий объем банковского кредитования возрастет на величину, кратную приросту незаемных резервов. Если ФРС *продает* ценные бумаги на открытом рынке, прирост незаемных резервов будет *отрицательным*, и общий объем банковского кредитования сократится на величину, кратную приросту незаемных резервов.

Можно заметить, что операции на открытом рынке представляют собой прямой метод воздействия ФРС на денежную массу и объем кредитования в экономике. Именно это делает операции на открытом рынке наиболее часто используемым ФРС инструментом денежно-кредитной политики. Конечно, ФРС проводит операции на открытом рынке каждый день. При этом решаются проблемы немного шире описанных нашими простыми уравнениями. Многие чиновники и сотрудники аппарата ФРС координируют деятельность ФРС в этом отношении.

МЕХАНИЗМ ОПЕРАЦИЙ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

Комитет по операциям на открытом рынке ФРС (FOMC) проводит заседания восемь раз в год в Вашингтоне. Комитету предоставляется информация по текущей экономической ситуации и будущим проектам, что обычно называют «показ схем» (chart show). Затем FOMC издает директиву, которая является инструкцией для двух управляющих счетами по операциям на открытом рынке. Один управляющий возглавляет внутренние операции; второй — внешние. Оба являются вице-президентами Федерального резервного банка Нью-Йорка. Последний является агентом 12 федеральных резервных банков при проведении операций на открытом рынке. Оба управляющих получают поручения от FOMC.

Директива FOMC **Директива FOMC** (*FOMC directive*) управляющим счетами состоит из трех частей.

1. Часть *A* содержит постановку целей качественной стабилизации, к примеру повышение уровня занятости, снижение инфляции, стабильный рост реального объема производства и улучшение платежного баланса.
2. Часть *B* включает конкретные цели на следующий год (с текущего квартала и до соответствующего квартала следующего года). Эти цели различны для различных лет, но обычно они сводятся к условиям предоставления кредита, размеру процентных ставок или денежных агрегатов (различным показателям денежной массы, например *M*1 и *M*2).
3. Часть *C* содержит список краткосрочных задач, которые принимают в расчет особые календарные события (например, Рождество, когда утечка наличности необычайно велика), но соответствуют целям в части *B*.

Важно понять, что директива FOMC не устанавливает конкретных целей для обеспечения необходимых резервов в системе. Уже управляющим счетами придется определять сумму, на которую нужно будет купить или продать ценные бумаги на открытом рынке для достижения целей, установленных в директиве. Конечно, управляющие обладают определенной степенью свободы действий. Если FOMC изменяет свое решение или считает, что его директивы не выполняются соответствующим образом, тогда он может довести до сведения управляющих дополнительные устные инструкции до следующего заседания FOMC.

Хотя директива обычно публикуется (в настоящее время через 30 дней), это происходит не слишком оперативно. Причина, по которой ФРС держит содержание директивы в секрете в течение трех-четырех недель, заключается в том, что, по мнению ФРС, некоторые люди могут воспользоваться этой информацией быстрее других и получить прибыль за их счет. Придерживаясь такой политики скрытности, управляющий счетами по внутренним операциям в Федеральном резервном банке Нью-Йорка размещает приказы о покупке и продаже одновременно с другими дилерами, так что нельзя сразу определить, является ли ФРС чистым покупателем или чистым продавцом. Естественно, такое положение вещей тоже критикуется; некоторые люди считают, что в наш век современных электронных коммуникаций ФРС следует объявлять о своей директиве сразу же. Нелегко понять, как такое немедленное открытие планов может помочь одним и навредить другим. Однако очевидна ценность информации, полученной из первых рук.

Повседневные операции После получения директивы управляющие кратко вводят в курс дел свой персонал, и операции начинаются. В частности, управляющий счетами по внутренним операциям контактирует с дюжиной (или около того) специальных дилеров по государственным ценным бумагам в Нью-Йорке, те в свою очередь имеют дело с остальными участниками торговли. Поскольку ФРС наполовину государственное учреждение (она находится в собственности банков-членов, но ее руководители назначаются государством), ее деятельность находится под тщательным наблюдением. Поэтому она старается продавать по самой высокой цене и покупать — по самой низкой при осуществлении своих операций на открытом рынке.

Часто бумажный чек при такого рода операциях не нужен. Как мы уже обсуждали в последней главе, система Fedwire связывает федеральные резервные банки округов с коммерческими банками, которые являются клиринговыми агентами специальных дилеров по государственным ценным бумагам. Компьютеры, связанные между собой через сеть Fedwire, списывают и начисляют средства по операциям на регистрационных счетах депозитных учреждений, обычно в тот же день, когда совершается сделка. Операции на открытом рынке в любой день длятся всего лишь около получаса.

Как мы увидим в разделе «Современная дискуссия», помещенном ниже, ФРС покупает и продает на суммы, во много раз превышающие чистые изменения денежной базы. Индивидуальные покупки или продажи на открытом рынке обычно исчисляются миллионами долларов, вложенных в ценные бумаги; сумма покупки в 100 000 долл., рассмотренной в главе 14, была округленным числом и не особенно реалистичным.

ВИДЫ ОПЕРАЦИЙ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

Какой бы ни была цель, ФРС использует два основных вида операций на открытом рынке:

1. Прямые покупки или продажи.
2. Покупки по соглашениям REPO, продажи по соответствующим соглашениям купли-продажи (обратные REPO, также известные как парные сделки (matched transactions)).

Прямые покупки или продажи Прямые покупки или продажи, как вы, вероятно, догадываетесь, — это когда ФРС покупает или продает ценные бумаги на открытом рынке безо всяких обязательств по сделкам. Если ФРС покупает ценные бумаги, она не обязана выкупить их через определенный срок. Если ФРС продает ценные бумаги, покупатель не обязан продать их обратно ФРС.

Соглашения REPO и обратные REPO В соответствии с соглашением REPO Федеральная резервная система покупает ценные бумаги у дилера и последний соглашается выкупить эти ценные бумаги в определенный срок и по определенной цене. В сущности, такая операция является ссудой ФРС дилеру; процентная ставка устанавливается путем аукциона среди дилеров. Покупка ФРС по такому соглашению называется сделкой REPO.

Дополнением сделки REPO является обратная, или парная, сделка купли-продажи. В такой операции ФРС продает ценные бумаги дилеру и также соглашается выкупить их обратно по заранее установленной цене и в определенный срок. Эта сумма является ссудой, полученной ФРС от дилера.

REPO и обратные REPO обычно являются краткосрочными контрактами. ФРС обычно проводит сделки REPO на срок менее 15 дней (обычно 7 дней). Сначала крупные коммерческие банки и дилеры по государственным ценным бумагам использовали REPO в качестве альтернативных способов финансирования государственных ценных бумаг. Сегодня, однако, достаточно большое количество институциональных инвесторов регулярно используют соглашения REPO, и Федеральный резервный банк Нью-Йорка использует такого рода сделки для воплощения директив денежно-кредитной политики и для осуществления инвестиций иностранных государств и органов, осуществляющих контроль над денежным обращением.

Длительность сделок REPO и обратных REPO показывает, что ФРС использует их, только когда желает временно изменить резервы депозитных учреждений. Таблица 17-1 показывает, что на эти сделки приходится наибольшая доля в общем объеме операций ФРС на открытом рынке. Более того, эта доля постоянно растет.

ЗАЩИТНЫЕ И АКТИВНЫЕ ОПЕРАЦИИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

На первый взгляд табл. 17-1 выглядит пугающе. Чистые изменения стоимости ценных бумаг в собственности ФРС (и, в меньшей степени, банковских акцептов) представляют лишь часть всего объема сделок. Другая их часть — сделки REPO и обратные сделки REPO, объем которых в 115 раз превышает объем прямых покупок и продаж государственных ценных бумаг и муниципальных облигаций.

Для понимания табл. 17-1 важно различать активные и защитные операции на открытом рынке. ФРС использует **активные операции на открытом рынке** (*dynamic open-market operations*) для изменения уровня резервов депозитных учреждений. Прямые покупки или продажи государственных ценных бумаг и облигаций федеральных агентств носят более или менее постоянный характер. **Защитные операции на открытом рынке** (*defensive open-market operations*) являются корректировками для сохранения текущего уровня суммарных резервов депозитных учреждений. Время от времени экономика попадает в предсказуемые и непредвиденные ситуации, которые автоматически временно изменяют суммарные резервы и/или денежную массу. Краткосрочные защитные операции необходимы, чтобы сохранять стабильность в экономике и ожидаемый уровень суммарных резервов. Именно для этого и предусмотрены сделки REPO и обратные сделки REPO, вследствие своей краткосрочности. Сделки REPO предоставляют временные резервы, а обратные сделки REPO изымают временные избыточные резервы.

Рассмотрим два примера. Под Рождество из депозитных учреждений снимается большое количество наличных денег, что заставляет их уменьшать свои резервы, как показано в главе 14. ФРС противопоставляет утечке наличности сделки REPO. ФРС покупает ценные бумаги по соглашениям, в соответствии с которыми она продаст их

обратно после Рождества. Первоначальная покупка ФРС создает резервы на период святок; затем в начале января ФРС продает обратно ценные бумаги для компенсации большого количества наличных денег, которое небанковский сектор будет обратно вкладывать в депозитные учреждения.

Похожая ситуация возникает, когда наступает время уплаты подоходного налога. При этом резервы депозитных учреждений уменьшаются, и денежная масса падает вместе с ними по мере того, как налогоплательщики высылают чеки в Налоговую службу (которая входит в структуру Казначейства США). Счет Казначейства в ФРС поэтому увеличивается на ту же сумму, на которую уменьшаются счета населения в депозитных учреждениях. Временное уменьшение общих вкладов населения и резервов депозитных учреждений может быть компенсировано, что часто делается, с помощью сделок REPO.

ТАБЛИЦА 17-1

Операции ФРС на открытом рынке, 1991 г.

Типы сделок*	
Прямые сделки	
Суммарные покупки	31 439
Суммарные продажи	120
Погашение	1000
Обратные сделки REPO	
Суммарные покупки	1 570 456
Суммарные продажи	1 571 534
Сделки REPO	
Суммарные покупки	310 084
Суммарные продажи	311 752
Общие изменения в системе:	
Остаток на счете по операциям на открытом рынке с 1990 г.	29 729

* В миллионах долларов. Включают в себя государственные ценные бумаги США и облигации федеральных агентств, за исключением банковских акцептов.

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, Federal Reserve Bulletin.

Политика дисконтного окна

Операции на открытом рынке меняют объем незаемных резервов в банковской системе, таким образом изменяя уровень суммарных резервов и (с помощью денежного мультипликатора) денежную массу и объем кредитования. Это не единственный способ, посредством которого ФРС может изменять уровень резервов, денежную массу и объем кредитования. По определению, суммарные резервы равны сумме незаемных и заемных резервов; последние являются резервами, которые ФРС выдает в виде ссуд депозитным учреждениям. Поэтому кредитование ФРС депозитных учреждений является еще одним средством проведения денежно-кредитной политики.

ТЕОРИЯ ПОЛИТИКИ ДИСКОНТНОГО ОКНА

Дисконтирование — это процесс выдачи ссуд ФРС депозитным учреждениям. Термин «дисконтирование» связан с механизмом предоставления таких ссуд. Депозитные учреждения переучитывают подходящие ценные бумаги или коммерческие ссуды путем продажи этих ссуд ФРС на короткий срок в обмен на увеличение резервного

счета данного депозитного учреждения. ФРС дисконтирует актив (ссуду), увеличивая резервный счет на величину, которая меньше значения IOU (I owe you — Я вам должен), т. е. меньше размера обязательства. Затем депозитное учреждение выкупает актив по номинальной цене.

На практике, однако, наиболее общим типом займа, предоставляемого ФРС депозитному учреждению, является **ссуда** (*advance*) в виде простого векселя, подписанного официальным представителем данного депозитного учреждения и обеспеченного государственными ценными бумагами США. Выдача ссуд ФРС банкам-членам обычно называется дисконтированием. На практике каждый федеральный резервный банк предоставляет ссуды с помощью, выражаясь фигурально, дисконтного окна.

Политика дисконтного окна Экономисты часто называют сроки и условия, в соответствии с которыми ФРС выдает ссуды депозитным учреждениям, **политикой дисконтного окна** (*discount window policy*). **Учетная ставка** (*discount rate*) ФРС является процентной ставкой по ссудам. Если ФРС была бы готова для предоставления неограниченного количества резервов при любой данной учетной ставке, то она могла бы прямо контролировать (даже устанавливать) краткосрочные процентные ставки. К примеру, если ФРС захотела бы снизить краткосрочные процентные ставки, с помощью дисконтного окна она могла бы выдать неограниченное число кредитов по процентным ставками ниже рыночных. Конкуренция среди депозитных учреждений заставит упасть все краткосрочные процентные ставки. Таким образом, ФРС могла бы сделать свои ссуды более выгодным источником дохода для депозитного учреждения, чем продажи депозитных сертификатов, ценных бумаг или займы на рынке федеральных фондов.

Политика дисконтного окна также влияет на объем резервов, который ФРС согласна выдать в виде ссуд депозитным учреждениям при любой данной учетной ставке. Поскольку ФРС может кредитовать на любую сумму и прирост объема кредитования прямо увеличивает резервы, ФРС может установить необходимый уровень денежной массы путем определения объема своих ссуд. Например, если ФРС знала бы количество наличных денег, необходимых небанковскому сектору, и объем избыточных резервов, которые депозитные учреждения склонны хранить (разумные резервы), тогда (при данной требуемой норме резервного покрытия) она могла бы определить денежную массу или ее прирост просто за счет корректировки объема ссуд. Но при этом придется оставить контроль над процентными ставками. ФРС вынуждена будет увеличивать или снижать объем своего кредитования независимо от того, что происходит с процентными ставками.

Воздействие изменения объема кредитования через дисконтное окно на банковские резервы и денежную массу В соответствии с законом спроса, уменьшение цены товара или услуги влечет за собой рост спроса на них; и наоборот, повышение цены сокращает спрос. Аналогично поскольку учетная ставка ФРС является «ценой» резервов, которые депозитные учреждения занимают у ФРС, то в случае уменьшения учетной ставки депозитные учреждения станут занимать больше резервов у ФРС, а в случае ее повышения — наоборот. Следовательно, изменение учетной ставки влечет за собой изменение объема заемных резервов в банковской системе.

Когда ФРС предоставляет ссуду депозитному учреждению, то резервный депозитный счет последнего в ФРС кредитуется. Таким образом, ФРС получает дополнительный пассив, и суммарные резервы в банковской системе увеличиваются. Кроме того, активы ФРС увеличиваются на сумму ссуды депозитному учреждению.

Вернемся к уравнению (17-1), из которого следует, что $\Delta M = m \times \Delta MB$. Кроме того, $\Delta MB = \Delta NBR + \Delta BR + \Delta C$. При прочих равных условиях, включая неизмен-

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Спорные вопросы, связанные с чернингом, и скрытность операций ФРС на открытом рынке

На критике ФРС многие люди делают карьеру. Конгрессмен Райт Пэтмен (Patman), к примеру, более 10 лет критиковал Уильяма М. Мартина и ФРС в 1950—60-е годы. В последнее время ФРС более обоснованно, чем Р. Пэтмен, критикуют экономисты, и делают это по двум причинам. Во-первых, некоторые экономисты считают, что ФРС проводит в целом слишком много операций на открытом рынке. Во-вторых, часть экономистов (многие из которых входят и в первую группу) уверена, что ФРС предоставляет недостаточную информацию относительно своих целей при проведении операций на открытом рынке.

Дискуссионные проблемы, связанные с чернингом на открытом рынке

Как видно из табл. 17-1, ФРС проводит довольно большое число операций на открытом рынке, целью которых является изменение общего уровня резервов на относительно малую величину. Этот процесс получил название **чернинга** (*churning*). Вместе с ним возникло множество противоречивых вопросов. Некоторые жалуются, что единственными получателями выгод от этого процесса являются дюжины три дилеров, зарабатывающих огромные комиссионные. (Отметим, что, когда профессиональные участники фондового рынка способствуют проведению избыточного числа сделок купли-продажи ценных бумаг для увеличения собственной прибыли, они подлежат дисциплинарному взысканию.)

Официальные представители ФРС заявляют, что в основном такого рода операции, строго говоря, вообще не являются чернингом. Они утверждают, что срочные сделки и операции по поручению иностранных центральных банков — это не чернинг. В частности, для предоставления резервов на срок ФРС заключает с дилерами соглашения REPO. Когда возникает необходимость временно уменьшить уровень резервов, то ФРС заключает обратные REPO. Официальные лица ФРС уверены, что сделки такого рода не должны включаться в подсчет суммарного объема покупок на открытом рынке (табл. 17-1).

К тому же они считают, что операции ФРС на открытом рынке носят защитный характер и предназначены лишь для корректировки сезонных различий в спросе на наличность и депозиты. Чернинг необходим именно по последней причине. Поэтому не существует простого решения этого вопроса. Любой фиксированный прирост резервов в банковской системе сведет к нулю защитный характер операций на открытом рынке. Поскольку сезонные изменения спроса на наличные деньги в течение года довольно велики, депозитные учреждения могут испытать временные, достаточно большие изменения в резервах в краткосрочном периоде. Например, если ФРС не проводит защитных операций на открытом рынке, то каждый декабрь будет резкое сокращение предложения депозитов и его резкое увеличение в январе, как раз обратное тому, что будет происходить со спросом на наличные деньги.

Слишком много секретности в ФРС?

Деятельность ФРС окружена ореолом секретности. Безобидные на первый взгляд документы в ФРС часто имеют надписи «секретно» и «совершенно секретно». Вплоть до 1966 г. ФРС могла придать такой статус любому документу. В 1966 г. Конгресс принял Закон о свободе информации, который дал право любому гражданину США затребовать любой государственный документ и обязал любое государственное агентство обосновать необходимость в соблюдении секретности.

В 1975 г. студент юридического факультета из Джорджтауна подал в суд на FOMC, ссылаясь на Закон о свободе информации. Его жалоба заключалась в том, что FOMC держал в секрете свои директивы по операциям на открытом рынке в течение 90 дней после их принятия. Он запросил решения суда, чтобы обязать FOMC опубликовывать содержание своей директивы сразу же после заседания комитета. В мае 1976 г. окружной суд США решил дело в пользу студента и обязал FOMC опубликовывать его директиву в течение одного рабочего дня с момента принятия.

С 1976 по 1979 г. ФРС подавала апелляции в Верховный суд, в которых среди других пунктов было утверждение, что отсутствие права FOMC на секретность могло стать причиной «нечестной спекуляции» на финансовых рынках, неадекватной реакции рынка на политику ФРС и повредить коммерческим интересам государства, так как недостаток секретности повлечет за собой большую изменчивость процентных ставок. Верховный суд передал это дело для дальнейшего рассмотрения в окружной суд. В конце концов ФРС выиграла дело, хотя срок опубликования директивы после ее принятия сократился до дня завершения следующего заседания FOMC (примерно через шесть недель).

Если и существует группа людей, которая не может спокойно пережить отсутствие доступа к секретам, так это политики. Начиная с 1989 г. несколько членов Конгресса во главе с конгрессменом Ли Гамильтоном, вносили законопроекты о снятии секретности с операций ФРС. Их усилия могли увенчаться успехом, если бы не тот факт, что они все усложнили, пытаясь внести и другие изменения в ФРС, например ввести обратно в Совет управляющих министра финансов. Однако право ФРС на защиту своих секретов до сих пор существует, хотя многие экономисты сомневаются, что опубликование директив FOMC могло принести такой вред, как утверждала в суде ФРС.

Опубликование информации ФРС не всегда может быть выгодным. Исследование, проведенное в 1991 г. Дэвидом Саймоном (Simon) — экономистом, работающим на ФРС, — установило, что участники финансовых рынков уделяют довольно много внимания намерениям ФРС. К тому же прогнозы процентных ставок очень эффективно использовали содержание директивы FOMC буквально через день после заседания комитета, хотя официального опубликования ее не было. Причина, согласно этому исследованию, в том, что операции ФРС на открытом рынке сигнализируют финансовым рынкам о направлении политики ФРС и «наблюдатели ФРС» на рынках могут вычислить, что решил FOMC на своем заседании.

Источники: Friedman Milton, Monetary Policy: Theory and Practice. — Journal of Money, Credit, and Banking, 14 (1), February 1982, pp. 98—118; *Levin Fred J., Meulendyke Ann-Marie*, Monetary Policy: Theory and Practice, A Comment. — Journal of Money, Credit, and Banking, 14 (3), August 1982, pp. 399—403; *Goodfriend Marvin*, Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking. — Journal of Monetary Economics, 17 (1), January 1986, pp. 63—92; *Uchitelle Louis*, Moves On in Congress to Lift Secrecy at the Federal Reserve. — New York Times, Sept. 16, 1989, p.1; *Clark Lindley H., Jr.*, Remaking the Fed: Maybe It's Time. — Wall Street Journal, Sept. 18, 1989, p. 1; *Simon David P.*, Secrecy, Signalling, and the Accuracy of Expectations during the Borrowed Reserves Operating Regime. — Journal of Banking and Finance, 15 (2), April 1991, pp. 329—341.

ный уровень наличности и незаемных резервов, $\Delta MB = \Delta BR$ при изменении учетной ставки ФРС. Поэтому

$$\Delta M = m \times \Delta BR. \qquad (17\text{-}5)$$

Уравнение (17-5) показывает, что изменение величины заемных резервов в результате изменения учетной ставки ФРС воздействует на денежную массу, вызывая эффект мультипликатора. Например, снижение учетной ставки послужит причиной увеличения заемных резервов, и будет иметь место *положительный* эффект мультипликатора, т. е. денежная масса многократно увеличится. И наоборот, повышение учетной ставки повлечет за собой сокращение заемных резервов, и возникнет *отрицательный* эффект мультипликатора; в результате денежная масса многократно уменьшится.

При отдельном рассмотрении уравнения (17-5) может возникнуть мысль о том, что политика дисконтного окна аналогична операциям на открытом рынке. Однако эта политика обладает меньшим прямым влиянием, чем операции на открытом рынке. Причина в следующем. Если ФРС захочет изменить денежную массу в определенном размере, то из уравнения (17-5) станет ясно, насколько следует менять величину заемных резервов. Но вместе с тем останется неизвестным, насколько для этого нужно изменить учетную ставку. Такая зависимость между политикой дисконтного окна

и резервами и другие факторы, обсуждаемые ниже, сделали этот инструмент денежно-кредитной политики менее значимым.

Политика дисконтного окна и общий объем банковского кредитования Из уравнения (17-3) мы знаем, что прирост денежной базы влечет за собой многократный прирост общего объема банковского кредитования: $\Delta L = m_L \times \Delta MB$. Более того, мы знаем, что $\Delta MB = \Delta NBR + \Delta BR + \Delta C$. К тому же нам известно, что изменение учетной ставки при прочих равных условиях является причиной изменения величины заемных резервов. Поэтому

$$\Delta L = m_L \times \Delta BR \qquad (17\text{-}6)$$

показывает влияние прироста заемных резервов после изменения учетной ставки на общий объем банковского кредитования.

В соответствии с уравнением (17-6) прирост заемных резервов влечет за собой многократное изменение общего объема кредитования. Увеличение заемных резервов, вызванное снижением учетной ставки, станет причиной мультипликационного роста общего объема кредитования. И соответственно, наоборот, уменьшение заемных резервов, вызванное повышением учетной ставки, приведет к мультипликационному сокращению общего объема кредитования. Воздействие политики дисконтного окна на уровень кредитования слабее операций на открытом рынке, хотя зависимость между приростом резервов и изменением денежной массы та же самая.

Механизм выдачи ссуд ФРС В соответствии с Законом о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 г. все депозитные учреждения, которые обязаны хранить резервы в ФРС, могут подавать заявки на получение ссуд в федеральном резервном банке соответствующего округа. Если ФРС предоставляет ссуду, то она попадает в одну из трех категорий.

1. *Корректировочный кредит* (*adjustment credit*). Такие ссуды позволяют депозитным учреждениям произвести корректировку своих портфелей в ответ на незапланированную активность по депозитам и ссудам.
2. *Сезонный кредит* (*seasonal credit*). Ссуды данного типа предоставляют определенным учреждениям (например, фермерским банкам) специальный доступ к дисконтному окну для финансирования таких сезонных видов деятельности, как отпуска, посевная кампания и уборка урожая. Сезонные ссуды предоставляются тем депозитным учреждениям, которые не обладают прямым доступом к национальным денежным рынкам.
3. *Пролонгированный кредит* (*extended credit*). Данная программа предусмотрена для удовлетворения долгосрочных потребностей в кредите депозитных учреждений, у которых в течение длительного периода существуют проблемы с оттоком наличности.

В соответствии с правилами, установленными в Инструкции *A* (с последующими изменениями и дополнениями), у банков должна быть обоснованная причина для получения займа, причем только если не было найдено других источников финансирования. Такой причиной может быть: 1) потребность в ликвидных средствах в результате незапланированного роста активности по депозитам или ссудам; 2) избежание овердрафтов на резервных счетах; 3) недостаточная ликвидность вследствие внешних факторов, например сбоя системы электронного перевода средств.

Необоснованные причины для получения займа включают в себя: 1) попытку воспользоваться благоприятной разницей между учетной ставкой и процентными ставками по альтернативным источникам средств; 2) поддержание активности по депозитам

или ссудам. К тому же ФРС определяет сумму, регулярность выплат и срок погашения ссуд для банков разных размеров.

Несмотря на эти инструкции, на практике корректировочный и сезонный кредит чувствительны к разнице между ставкой по федеральным фондам и учетной ставкой.

В последние годы произошел значительный рост пролонгированных и сезонных кредитов. Рисунок 17-1 показывает соответственно долю каждого из трех типов кредита. Очевидно, что роль традиционного типа кредита — корректировочного — существенно снизилась в последнее время. Видимо, ФРС в настоящее время отдает предпочтение долгосрочным ссудам.

Что послужило причиной такого изменения? Как отмечалось в предыдущей главе и главе 12, федеральная система страхования депозитов испытывает серьезные трудности. Поэтому именно ФРС, другому важному участнику федеральной сети безопасности финансовой системы, приходится брать на себя решение проблем этой сети. Один из вариантов решения этих проблем — открытие дисконтного окна для растущего числа банков, находящихся в критической ситуации. Критики ФРС считают, что это не соответствует классической точке зрения на роль кредитора последней инстанции, но ФРС продолжает политику долгосрочного кредитования.

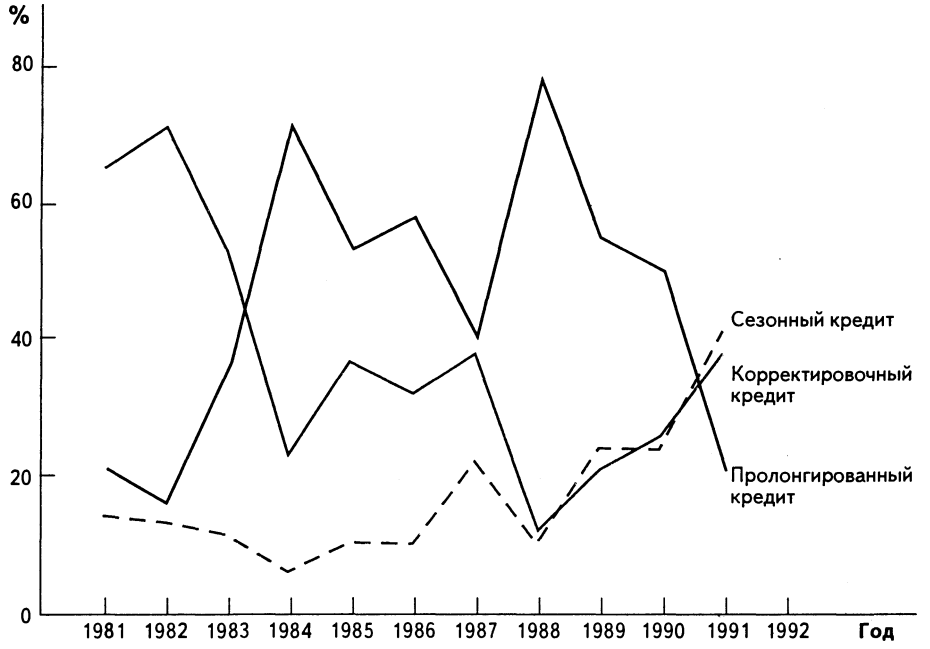


Рис. 17-1

Распределение кредитов, полученных через дисконтное окно, по типам, 1970—1991 гг. (*Источник*: Federal Reserve Bulletin; проценты рассчитаны исходя из среднемесячных сумм в долларах.)

В защиту ФРС отметим, что пролонгированный кредит становится все более дорогим для депозитного учреждения-заемщика. Начиная с 1987 г. ФРС с увеличением срока погашения ссуд устанавливала для депозитных учреждений более высокую учетную ставку по прогрессивной шкале. Для учреждений, получающих ссуду на срок более нескольких месяцев, учетная ставка может действительно стать штрафной.

ПЕРЕСМОТР УЧЕТНОЙ ПОЛИТИКИ

Как уже отмечалось, изменение учетной ставки может оказать непосредственное влияние на резервы депозитных учреждений, денежную массу и объем кредитования. При этом может оказываться и другое, второстепенное влияние.

Эффект объявления Другим методом воздействия на размер учетной ставки является так называемый **эффект объявления** (*announcement effect*). Это означает, что изменяя учетную ставку, ФРС может показать свои намерения и финансовая система будет соответственно реагировать. Однако не ясно, что имеется в виду под соответствующей реакцией. Повышение учетной ставки может трактоваться как: 1) намерение ФРС ужесточить денежно-кредитную политику; 2) признание ФРС своей неспособности сдерживания инфляции и попытка удержать учетную ставку на уровне растущих краткосрочных процентных ставок. Так называемые наблюдатели ФРС, следовательно, часто сталкиваются с трудностями, ожидая, каким же будет эффект объявления. Действие, которое может трактоваться двояко, едва ли может быть эффективно использовано в качестве инструмента денежно-кредитной политики. Более того, будет казаться, что ФРС могла бы демонстрировать свои намерения другими способами или просто сделав официальное заявление. Поскольку изменение учетной ставки можно интерпретировать, по крайней мере, двояко, причем эти трактовки будут довольно противоречивы, то в общем последствия эффекта объявления бывают незначительными.

Пассивная учетная политика Обычно изменение учетной ставки ФРС много критикуется. Если она растет, то пресса и политики обычно трактуют это как ужесточение денежно-кредитной политики; эта мера непопулярна. Конечно, некоторые наблюдатели связывают кризис фондового рынка 1987 г. именно с повышением учетной ставки. Неудивительно, что в основном учетная ставка оставалась на том же уровне в ответ на изменения экономической конъюнктуры. Раньше ФРС не хотела сама «раскачивать лодку».

Во время бума процентные ставки вместе с другими ценами растут. Если ФРС не поднимет учетную ставку, то «цена» заемных резервов будет ниже, чем другие краткосрочные ставки. Поэтому ФРС будет выдавать ссуды как раз в период осуществления антиинфляционной политики, когда необходимы денежно-кредитные ограничения. В лучшем случае запаздывающее, или пассивное, изменение учетной ставки будет препятствовать денежно-кредитной политике, в худшем — повлечет за собой дестабилизирующий эффект. Тем не менее можно с уверенностью сказать, что большинство экономистов не волнует эта проблема, потому что ФРС необязательно выдавать определенный объем ссуд через дисконтное окно. А если такое кредитование и происходит, то оно будет компенсировано продажей на открытом рынке казначейских векселей.

Изменения учетной ставки Совет директоров каждого федерального резервного банка регулярно (через 14 дней) должен либо изменять, либо вновь устанавливать учетную ставку. Совет управляющих получает информацию о рекомендуемом уровне учетной ставки (обычно это не изменение) и может либо одобрить, либо наложить на него вето. Посмотрим на данные по изменениям учетной ставки: С 1 января 1960 г. до 1 января 1970 г. Федеральный резервный банк Нью-Йорка изменял учетную ставку 13 раз. Затем, с 1 января 1970 г. до 1 января 1980 г. такое изменение происходило 36 раз.

Повышение частоты изменений учетной ставки не означает более активного использования учетной политики. При близком рассмотрении видно, что изменение учетной ставки происходило вслед за изменением ставки по федеральным фондам. Рисунок 17-2 показывает, что, действительно, заимствование банков—членов ФРС чувствительно к относительным изменениям учетной ставки. Несмотря на тот факт, что ФРС в

принципе не выдает ссуды для получения прибыли, количество заявок на получение кредитов прямо зависит от разницы между учетной ставкой и ставкой по федеральным фондам. При увеличении этой разницы учетная ставка уменьшается относительно ставки по федеральным фондам, и действия депозитных учреждений вполне предсказуемы: они берут больше ссуд в ФРС. Это означает, что на практике довольно сложно выдавать ссуды только при особой необходимости. Очевидно, что депозитным учреждениям необходимо больше занимать, когда это более выгодно.

В действительности, эти изменения учетной ставки, происходящие вслед за изменением ставки по федеральным фондам, представляют собой пассивные действия со стороны ФРС. Обычно ФРС предпочитает поддерживать *относительную* учетную ставку на постоянном уровне.

Другие издержки использования дисконтного окна Отметим, что учетная ставка не отражает всю полноту затрат депозитных учреждений при заимствовании через дисконтное окно. Инструкции ФРС ограничивают размер, регулярность выплат и срок погашения ссуд, полученных через дисконтное окно. Следовательно, если банк берет ссуду в настоящее время, возможно, он не сможет сделать это позже, когда ставка по федеральным фондам может намного превышать учетную ставку. К тому же депозитные учреждения могут считать, что слишком большой объем ссуженных средств может повлечь за собой большую степень надзора со стороны ФРС. Вдобавок если станет известно, что определенный банк использует дисконтное окно, то это может показаться признаком слабости.

Рис. 17-2

Заимствование через дисконтное окно и разница в ставках. Графики показывают, что когда разница (спрэд) между ставкой по федеральным фондам и учетной ставкой (график черного цвета) увеличивается, то общий объем кредитования через дисконтное окно (график зеленого цвета) также имеет тенденцию к росту. В общем, когда спрэд уменьшается, то же самое происходит и с объемом ссуд, полученных ФРС. (*Источник*: Federal Reserve Bulletin, различные выпуски.)

Резервные требования, устанавливаемые ФРС

Третий, наименее используемый инструмент денежно-кредитной политики — это *резервные требования* (*reserve requirements*). Как отмечалось в главе 14, ФРС использует этот инструмент, требуя от депозитных учреждений хранить резервы в определенной пропорции к депозитам. Эти обязательные пропорции являются требуемыми нормами обязательных резервов.

РЕЗЕРВНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ

Конгресс наделил ФРС полномочиями устанавливать официальные резервные требования — в определенных пределах — для депозитных учреждений. Последние могут использовать для удовлетворения этих требований только кассовую наличность и депозиты в ФРС.

Воздействие изменений резервных требований на денежную массу и объем кредитования Изменения резервных требований не изменяют уровень суммарных резервов в экономике. ФРС определяет объем незаемных резервов с помощью операций на открытом рынке и устанавливает объем заемных резервов через дисконтное окно. Поэтому изменения резервных требований не влияют на денежную базу.

Напомним, однако, что денежный мультипликатор в нашей базовой модели, рассматриваемой в главе 14, был равен $m = (1 + c)/(d + e + c)$, где c — ожидаемое небанковским сектором отношение наличных денег к объему трансакционных депозитов; e — процентное отношение избыточных резервов, которые склонны хранить депозитные учреждения, к объему трансакционных депозитов; d — требуемая норма резервного покрытия для трансакционных депозитов. Изменение этой нормы, следовательно, изменяет величину денежного мультипликатора. Снижение требуемой нормы резервного покрытия увеличивает величину мультипликатора, увеличение этой нормы — соответственно уменьшает.

В соответствии с моделью денежного мультипликатора $M = m \times MB$, т. е. денежная масса равна произведению денежного мультипликатора на денежную базу. Изменение обязательных резервов изменяет величину денежного мультипликатора, но при прочих равных условиях не влияет на денежную базу. Поэтому мы имеем:

$$\Delta M = \Delta m \times MB. \qquad (17\text{-}7)$$

Уравнение (17-7) показывает, что изменение величины денежного мультипликатора (вследствие изменения требуемой нормы резервного покрытия для изменения денежной массы) умножается на денежную базу. Так как сокращение требуемой нормы резервного покрытия *увеличивает* значение мультипликатора, *уменьшение* обязательных резервов *увеличивает* денежную массу. И наоборот, поскольку увеличение требуемой нормы резервного покрытия *уменьшает* значение мультипликатора, *увеличение* обязательных резервов *сокращает* денежную массу.

Из уравнения (17-3) ясно, что эффект мультипликатора денежной базы воздействует и на общий объем кредитования: $\Delta L = m_L \times \Delta MB$. В главе 14 мы убедились, что общий кредитный мультипликатор $m_L = [1 - (d + e)]/(d + e + c)$. Уменьшение требуемой нормы резервного покрытия увеличивает числитель в формуле общего кредитного мультипликатора (когда e падает, то величина $1 - (d + e)$ становится больше) одновременно с уменьшением знаменателя (величина $d + e + c$ сокращается при уменьшении e), так что уменьшение резервных требований увеличивает размер общего кредитного мультипликатора. Соответственно, наоборот, увеличение обязательных резервов уменьшает величину мультипликатора.

Можно сделать вывод, что

$$\Delta L = \Delta m_L \times MB. \qquad (17\text{-}8)$$

Как и при оценке влияния резервных требований на денежную базу, изменение обязательных резервов изменяет общий объем банковского кредитования путем изменения величины мультипликатора относительно денежной базы. Поэтому в результате *уменьшения* резервных требований происходит увеличение общего кредитного мультипликатора и, следовательно, общего объема банковского кредитования. *Увеличение* резервных требований влечет за собой *уменьшение* общего кредитного мультипликатора и *сокращает* общий объем банковского кредитования.

В принципе ФРС могла бы менять резервные требования для воздействия на денежную массу и объем кредитования. Однако на практике это редко происходит. Причина в том, что обязательные резервы являются *недостаточно гибким* (*blunt*) инструментом денежно-кредитной политики. Система расчета обязательных резервов не совсем проста, как мы увидим далее. Изменение требуемой нормы резервного покрытия требует изменения планирования и управления деятельностью ФРС и депозитных учреждений. Поэтому ФРС крайне редко изменяет резервные требования. В период с 1980 по 1992 г. это произошло всего лишь три раза.

Расчет обязательных резервов У депозитных учреждений нет необходимости ежедневно удовлетворять резервные требования; вместо этого находится средняя величина резервов за более длительный период. Вплоть до 1968 г. банк—член ФРС рассчитывал норму резервного покрытия с помощью **системы текущего учета резервов** (*contemporaneous reserve accounting system, CRA*). Система CRA требовала от банков—членов ФРС расчета обязательных резервов еженедельно на основе объема чистых депозитов. Чистые депозиты до востребования — это общий объем депозитов до востребования минус денежные документы на инкассо и долг другим банкам. Объем депозитов и объем обязательных резервов рассчитывались еженедельно, но так называемая неделя подведения баланса (statement week) продолжалась с четверга до следующей среды. Ежедневная средняя величина обязательных резервов равнялась определенному проценту от среднего объема чистых депозитов в банке в течение этой недели.

С 1968 по февраль 1984 г. банки—члены ФРС (т. е. все депозитные учреждения в настоящее время) использовали **систему учета резервов на основе прошлых показателей** (*lagged reserve accounting system, LRA*). Депозитные учреждения рассчитывали величину обязательных резервов в текущую неделю, используя средний объем чистых депозитов за две недели до этого; они удовлетворяли резервным требованиям путем добавления кассовой наличности, которая имелась две недели назад, к среднему чистому остатку резервов в федеральном резервном банке за текущую неделю. Верхняя часть рис. 17-3 показывает временное разделение *расчета* и *поддержания* необходимого уровня обязательных резервов по системе LRA. Депозитные учреждения рассчитывали объем депозитов для определения величины обязательных резервов в течение «недели расчета» и поддерживали резервы на уровне, соответствующем резервным требованиям во время последующей «недели поддержания».

ФРС ввела систему LRA для того, чтобы у депозитных учреждений была возможность сократить объем избыточных резервов и увеличить доход. Смысл был в том, что если депозитные учреждения могли всегда предвидеть объем обязательных резервов через две недели, то у них будет возможность избежать хранения слишком большого объема не приносящих проценты избыточных резервов в течение этих двух недель. Система LRA, казалось, была достаточно эффективна; средний объем избы-

точных резервов всех банков—членов ФРС упал с 400 млн. долл. в 1978 г. до приблизительно 250 млн. долл. к 1980 г.

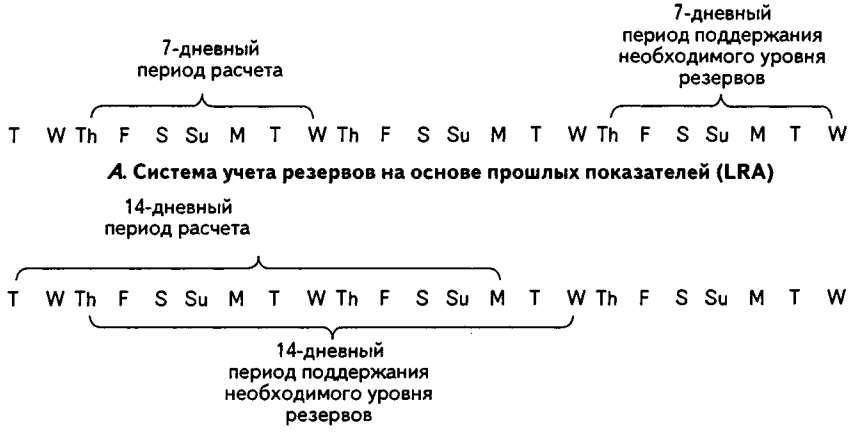


Рис. 17-3

Системы учета резервов. С 1968 по февраль 1984 г. депозитные учреждения использовали систему учета резервов на основе прошлых показателей (рис. *А*). При этой системе депозитные учреждения производили учет своих депозитов для определения соответствующей величины обязательных резервов в течение «недели расчета», которая длилась с четверга (Th) до следующей среды (W), и поддерживали резервы на уровне, соответствующем резервным требованиям во время «недели поддержания», с четверга, наступающего через неделю, и до следующей среды.

В соответствии с системой «почти текущего» учета (ACRA), принятой в феврале 1984 г., период расчета резервов теперь составляет 14 дней, со вторника (T) до понедельника (M) спустя две недели (рис. *Б*). В течение этого двухнедельного периода депозитные учреждения рассчитывали средний уровень депозитов для определения величины обязательных резервов. Период поддержания обязательных резервов также длится 14 дней, с первого (после начала периода расчета) четверга и до среды также две недели спустя. Поэтому период поддержания резервов заканчивается на два дня позже, чем период расчета.

Критика системы LRA Введение системы учета резервов на основе прошлых показателей было выгодно депозитным учреждениям тем, что уменьшило средний объем избыточных резервов. Однако, как оказалось, она стала мешать проведению денежно-кредитной политики, когда ФРС в 1979 г. стала прилагать большие усилия для контроля над приростом незаемных резервов и денежной массы. Поскольку обязательные резервы устанавливались заранее в соответствии с системой LRA, т. е. на основе депозитов, хранимых за две недели до момента оценки, ФРС обнаружила, что ей приходится предоставлять необходимые резервы, чтобы резервные требования могли быть выполнены при наступлении недели поддержания установленного уровня резервов депозитных учреждений. В свою очередь это затруднило ФРС возможность сокращения суммарных резервов при необходимости уменьшения прироста денежной массы.

В ответ на острую критику системы LRA Федеральная резервная система согласилась вернуться к **системе «почти текущего» учета резервов** (*almost contemporaneous reserve accounting, ACRA*), что произошло в феврале 1984 г. Нижняя часть рис. 17-3 показывает временное распределение в системе ACRA. Период расчета резервов теперь 14 дней; в течение этого двухнедельного периода депозитные учреждения рас-

считывают средний объем депозитов для определения величины обязательных резервов. Период поддержания необходимого уровня резервов также длится 14 дней, но заканчивается на два дня позже. Эти два дня дают депозитным учреждениям возможность для увеличения или уменьшения среднего резервного остатка, так как они знают его размер для соответствия резервным требованиям на момент окончания этого периода.

СООТВЕТСТВИЕ РЕЗЕРВНЫМ ТРЕБОВАНИЯМ

В настоящее время ФРС установила резервные требования для первых нескольких десятков миллионов долларов по трансакционным депозитам в каждом депозитном учреждении в размере 3%. Требуемая норма резервного покрытия *сверх* этой границы равна 10%. Это значит, что резервные требования для сотен миллиардов долларов на трансакционных счетах в депозитных учреждениях равны 10%.

Депозитные учреждения могут получить средства для удовлетворения резервных требований путем продажи ценных бумаг (или других активов) другим депозитным учреждениям или путем займа в одном из них на рынке федеральных фондов. Отметим, однако, что хотя одно депозитное учреждение может получить возможность увеличить резервы, но все депозитные учреждения не могут сделать этого одновременно. Общая сумма существующих резервов не может быть изменена одним депозитным учреждением или даже всеми при взаимном обмене активами и резервами.

Депозитные учреждения могут, однако, увеличивать суммарные резервы путем займа в ФРС или продажи ей ценных бумаг. Они также имеют возможность соответствовать резервным требованиям, если они выдают меньше ссуд и не возобновляют их по мере наступления срока погашения.

ДЛЯ ЧЕГО НЕОБХОДИМЫ РЕЗЕРВНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ?

Ранее в истории банковской сферы США некоторые штаты устанавливали резервные требования для банков, получившие чартер правительств этих штатов. Национальные банки также должны были соответствовать требуемым нормам резервного покрытия *начиная с 1864 г. В настоящее время практически все депозитные учреждения вынуждены* хранить обязательные резервы. Почему же ФРС устанавливает резервные требования?

Чтобы определить значимость чего-либо, нужно представить ситуацию, где такой элемент отсутствует. Каким будет влияние на экономику нулевых обязательных резервов? Последствия такой системы будут просто ужасающими. Действительно, кажется, что депозитные учреждения, скорее всего, добровольно будут хранить определенный процент общей массы депозитов в качестве резервов. У таких институтов достаточно опыта для расчета того количества средств, которое им может понадобиться, чтобы обеспечить фондами отток наличности и депозитов. От них потребуется достаточный для удовлетворения всех требований вкладчиков уровень ликвидности. Таким образом, депозитные учреждения, несомненно, будут хранить резервы для покрытия запланированных снятий, т. е. **разумные резервы** (*prudent reserves*). Таким образом, даже при отсутствии резервных требований разумные резервы не будут нулевыми.

Могут ли ФРС и Конгресс определить для всех депозитных учреждений требуемые нормы резервного покрытия лучше той, которую установили бы сами учреждения? Могут ли ФРС и Конгресс определить оптимальные нормы резервного покрытия в периоды кризисов?

Защищают ли вкладчика резервные требования? Только если бы требуемая норма резервного покрытия равнялась 100%, вкладчики могли быть уверены в получении своих денег по требованию. Закрытие многих банков, соответствующих резервным

требованиям ФРС, во время Великой депрессии является доказательством того, что даже с обязательными резервами (менее 100%) банки могут обанкротиться, и это действительно происходит.

На самом деле аргумент в пользу резервных требований в качестве защиты вкладчика в настоящее время не имеет большого значения. Страхование депозитов практически свело к нулю вероятность того, что большинство вкладчиков ринется в банк за своими деньгами. Так зачем же тогда нужны резервные требования?

Причины существования резервных требований Резервные требования нужно рассматривать как инструмент денежно-кредитной политики ФРС. ФРС может непосредственно менять резервные требования (в пределах, установленных Конгрессом) и, как уже отмечалось, изменять объем денежной массы. Аргумент в пользу резервных требований имеет отношение к стабильности денежного мультипликатора. Если резервные требования стабильны, то в определенных рамках денежный мультипликатор также будет стабилен. Это значит, что ФРС может осуществлять контроль над денежной массой с большей точностью с помощью операций на открытом рынке. Установленная депозитными учреждениями норма резервного покрытия будет, естественно, гораздо менее стабильна, и контроль над денежной массой будет затруднен.

Поскольку более высокая требуемая норма резервного покрытия укрепляет зависимость денежной базы и денежной массы, некоторые критики ФРС считают, что ее решение отменить резервные требования по срочным депозитам в 1990 г. и сократить резервные требования по трансакционным депозитам в 1992 г. было знаком ее намерения не осуществлять контроль над денежной массой. Один из авторов этой книги участвовал в собрании персонала ФРС в 1988 г., когда ведущие сотрудники аппарата Совета управляющих ФРС не могли придумать ни одной нормальной причины для обоснования тех нормативов обязательных резервов при политике, проводимой в то время. Один из сотрудников не одобрил отмену резервных требований, так как это могло повредить «престижу ФРС».

В 1990 г. ФРС внесла большие изменения в свою нормативную базу, полностью отменив резервные требования по срочным депозитам. Теперь она оценивает величину обязательных резервов только по трансакционным депозитам. Многие считали такие действия ФРС ошибочными, так как, по их мнению, изменения денежной массы существенно влияют на экономическую активность. До обсуждения этого вопроса в последующих главах нужно четко представлять зависимость между деньгами и экономикой. Именно это и будет целью следующей главы.

Другие инструменты проведения денежно-кредитной политики

Три инструмента, описанные выше, — операции на открытом рынке, регулирование учетной ставки и требуемой нормы резервного покрытия — основные средства, используемые ФРС при проведении денежно-кредитной политики. Однако время от времени она прибегает и к другим инструментам.

ВОЗДЕЙСТВИЕ УБЕЖДЕНИЕМ

Воздействие убеждением (*moral suasion*) — это еще один инструмент, который ФРС использует для того, чтобы побудить финансовые учреждения действовать в интересах общества. В сущности, ФРС обычно пытается убедить эти учреждения обращать большее внимание на долгосрочные процентные ставки и меньшее — на краткосрочные. Например, в период инфляции ФРС может обратиться к финансовым учреждениями с просьбой уменьшить объем кредитования и помочь «остудить разогретую экономику».

На практике воздействие убеждением может превратиться в «выкручивание рук». Например, ФРС дает понять, что она припомнит тех, кто не желал сотрудничать с ней при выдаче ссуд через дисконтное окно. И поскольку ФРС может запрещать слияние банков, у нее есть возможность с помощью воздействия убеждением решать определенные денежно-кредитные задачи.

СЕЛЕКТИВНЫЙ КОНТРОЛЬ

До этого момента мы анализировали инструменты ФРС, которые непосредственно воздействуют на резервы и/или процентные ставки. Селективный контроль, однако, предназначен для конкретных рынков, на которые общая денежно-кредитная политика может и не оказывать влияние.

Нормативная маржа Предписываемая законом маржа — это специальная предоплата при покупке акций; в сущности, она ограничивает долю цены покупки акций, которая не должна быть оплачена наличными. Например, маржа в 20% запрещает покупателям не оплачивать больше 80% от цены покупаемых акций. Конгресс наделил ФРС правом при необходимости поднимать маржу до 100% от цены акций, чтобы иметь под контролем создавшуюся на рынке спекулятивную ситуацию. До биржевого краха в 1987 г. большинство полагало, что надобности в такой марже не было, и ФРС даже запрашивала Конгресс об отмене права на ее установление. Теперь такой уверенности в необходимости отмены этого права у ФРС уже нет.

Кредитный контроль Во время второй мировой и корейской войн ФРС установила минимальную величину первоначального взноса и максимальные сроки погашения по ссудам на потребительские товары длительного пользования. Закон о кредитном контроле 1969 г. наделил президента США правом разрешать ФРС регулировать и осуществлять контроль над «любым или всеми кредитами» для борьбы с инфляцией. В 1980 г. президент США Дж. Картер позволил ФРС установить норму резервного контроля для необеспеченных потребительских ссуд в 15%. Многие считали, что такое регулирование внесло вклад в сокращение объема кредитования и возникновение экономического спада 1981—1982 гг.

У ФРС есть несколько инструментов денежно-кредитной политики, с помощью которых она может оказывать воздействие на денежную массу. Создается впечатление, что ФРС обладает мощными рычагами воздействия на национальную экономику. Тем не менее, как вы узнаете из следующих глав, многие экономисты ставят под сомнение способность ФРС предсказуемо влиять на экономику в долгосрочном периоде. Другие же считают, что ФРС — ведущее учреждение в США, участвующее в выработке и исполнении денежно-кредитной политики. Конечное влияние денежно-кредитной политики на экономику является центральным вопросом экономической науки, и следующие несколько глав посвящены именно этой проблеме.

Краткое содержание

1. Операции на открытом рынке — это покупка и продажа ФРС государственных ценных бумаг США. На практике ФРС проводит эти операции через покупку и продажу ценных бумаг Казначейства и федеральных агентств.
2. Когда ФРС проводит операции на открытом рынке, она воздействует на экономику в трех направлениях: изменяются резервы депозитных учреждений, процентные ставки по ценным бумагам и ожидания во всей экономике.
3. Директива FOMC, предназначенная управляющим счетами, состоит из трех частей: цели качественной стабилизации; определенные диапазоны условий кредитования, размера

процентных ставок и денежных агрегатов на следующий год; краткосрочные цели, принимаемые исходя из конкретных сезонных изменений. Управляющие счетами устанавливают конкретный размер покупки или продажи ценных бумаг, соответствующий общей директиве. Директива FOMC не публикуется сразу же, хотя польза этого не очевидна.

4. Существуют два основных типа операций на открытом рынке: а) непосредственные продажи или покупки; б) сделки REPO и обратные сделки REPO. Поскольку последние являются краткосрочными соглашениями, ФРС использует их только для временного изменения резервов депозитного учреждения, в основном при проведении защитных операций на открытом рынке. Сделки REPO представляют временные дополнительные резервы и обратные сделки REPO временно сокращают избыточные резервы; ФРС применяет защитные операции на открытом рынке для поддержания определенного уровня резервов депозитных учреждений. Активные операции на открытом рынке предназначены для изменения уровня резервов депозитных учреждений, лучше всего для этой цели подходят прямая продажа и покупка ФРС казначейских ценных бумаг.
5. ФРС предоставляет ссуды депозитным учреждениям с помощью механизма, получившего название кредитования через дисконтное окно. В принципе это может являться важным, но обычно не основным инструментом денежно-кредитной политики ФРС.
6. Политика дисконтного окна относится к условиям и срокам, в соответствии с которыми ФРС предоставляет ссуды депозитным учреждениям. Такая политика устанавливает ценовые характеристики (учетную ставку) и количественные характеристики (объем кредитования ФРС).
7. Политика дисконтного окна перестала играть роль основного инструмента ФРС вследствие практики установления учетной ставки ниже рыночных процентных ставок и «отбивания охоты» у банков брать ссуды от ФРС.
8. В настоящее время существуют три категории ссуд ФРС депозитным учреждениям: а) корректировочный кредит, обычно краткосрочный; б) сезонный кредит для мелких и средних банков, находящихся в местах отдыха или фермерских районах; в) пролонгированный кредит в случае возникновения длительных проблем с ликвидностью у конкретного учреждения.
9. Каждое депозитное учреждение должно рассчитывать свои обязательные резервы в соответствии с нормативами ФРС. До 1968 г. использовалась система текущего учета резервов. При этой системе в течение любой недели подведения баланса ежедневная средняя величина обязательных резервов должна была равняться установленному проценту от средних чистых депозитов банка. С 1968 г. по февраль 1984 г. депозитным учреждениям разрешили использовать систему учета резервов на основе прошлых показателей, так что они могли точнее рассчитывать свои обязательные резервы и хранить меньше избыточных резервов, не приносящих процентов. С февраля 1984 г. депозитным учреждениям пришлось перейти к системе «почти текущего» учета резервов.
10. Депозитное учреждение может соответствовать резервным требованиям, используя продажи ценных бумаг ФРС или другим депозитным учреждениям, ссуды от других депозитных учреждений на рынке федеральных фондов, уменьшая объем кредитования, не возобновляя погашенные ссуды и привлекая ссуды от ФРС.

Словарь терминов

Активные операции на открытом рынке (*dynamic open-market operations*) — операции на открытом рынке, в которых ФРС с помощью прямых покупок и продаж намеревается изменить уровень резервов депозитных учреждений.

Воздействие убеждением (*moral suasion*) — инструмент денежно-кредитной политики, с помощью которого ФРС побуждает финансовые учреждения осуществлять свою деятельность, не забывая об общественных интересах.

Денежная база (*monetary base*) — суммарные банковские резервы плюс наличные деньги в обращении вне депозитных учреждений. Другое ее название — резервная база, или деньги повышенной мощности.

Директива FOMC (*FOMC directive*) — инструкции Комитета по операциям на открытом рынке ФРС управляющим счетами, которые включают в себя: 1) цели качественной стабилизации; 2) конкретные диапазоны условий кредитования, размера процентных ставок и денежных агрегатов; 3) цели с учетом определенных календарных событий.

Заемные резервы (*borrowed reserves*) — резервы, которые депозитные учреждения получают от ФРС через дисконтное окно в виде ссуд.

Защитные операции на открытом рынке (*defensive open-market operations*) — покупки или продажи ФРС государственных ценных бумаг, в которых она использует сделки REPO и обратные сделки REPO для сохранения текущего уровня резервов депозитных учреждений.

Избыточные резервы (*excess reserves*) — разница между суммарными и обязательными резервами.

Инструменты (*instruments*) — инструменты, которые использует ФРС при проведении денежно-кредитной политики, как, например, операции на открытом рынке.

Незаемная база (*nonborrowed base*) — разница между денежной базой и величиной заемных резервов.

Незаемные резервы (*nonborrowed reserves*) — разница между суммарными и заемными резервами.

Операции на открытом рынке (*open-market operations*) — покупки и продажи ФРС государственных ценных бумаг США.

Политика дисконтного окна (*discount window policy*) — сроки и условия, в соответствии с которыми ФРС выдает ссуды депозитным учреждениям.

Разумные резервы (*prudent reserves*) — резервы, которые хранят депозитные учреждения, для покрытия предвиденных чистых снятий со счетов.

Свободные резервы (*free reserves*) — разница между избыточными резервами и заемными резервами.

Система «почти текущего» учета резервов (*almost contemporaneous reserve accounting system, ACRA*) — система расчета величины обязательных резервов, применяемая в настоящее время, в которой банки вычисляют средний объем депозитов за двухнедельный период и затем поддерживают обязательные резервы на уровне среднего объема депозитов.

Система текущего учета резервов (*contemporaneous reserve accounting system, CRA*) — способ еженедельного расчета обязательных резервов депозитного учреждения, основываясь на среднем объеме ежедневных чистых депозитов за текущую неделю.

Система учета резервов на основе прошлых показателей (*lagged reserve accounting system, LRA*) — способ расчета обязательных резервов депозитного учреждения, основанный на среднем объеме ежедневных чистых депозитов этого учреждения за две прошедшие недели.

Ссуда (*advance*) — долговое обязательство, подписанное официальным представителем депозитного учреждения; последнее использует государственные ценные бумаги США и другие активы в качестве залога для получения ссуды от ФРС.

Учетная ставка (*discount rate*) — процентная ставка, которую ФРС устанавливает по ссудам, предоставляемым депозитным учреждениям.

Федеральные фонды (*federal funds*) — депозиты, обычно хранимые в ФРС, которые одно депозитное учреждение занимает у другого.

Чернинг (*churning*) — процесс проведения большого количества операций на открытом рынке, которые изменяют общий уровень резервов на сравнительно малую величину.

Эффект объявления (*announcement effect*) — воздействие изменений, например учетной ставки, на экономическую активность, когда такое изменение рассматривается как изменение денежно-кредитной политики.

Вопросы для самопроверки

1. Дайте определение и определите разницу между следующими понятиями: избыточные резервы, обязательные резервы, заемные резервы, незаемные резервы, свободные резервы, суммарные резервы и денежная база.
2. Своими словами объясните разницу между активными и защитными операциями на открытом рынке.
3. Почему есть смысл в том, что операции на открытом рынке являются полезным инструментом денежно-кредитной политики в странах с крупными, хорошо развитыми финансовыми рынками?
4. Почему ФРС использует операции на открытом рынке в качестве основного инструмента регулярной денежно-кредитной политики, хотя механизм воздействия на экономику операций на открытом рынке и политики дисконтного окна практически одинаков? Объясните свой ответ.
5. Объясните, почему механизм изменения денежной массы в результате изменения обязательных резервов отличается от механизма воздействия операций на открытом рынке или изменения учетной ставки. Дайте математическое и устное объяснение.
6. Почему депозитные учреждения предпочли бы системе текущего учета резервов систему учета резервов на основе прошлых показателей?

Задачи

17-1. Пусть консолидированный балансовый отчет депозитных учреждений задан следующей таблицей.

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Кассовая наличность	100	Депозиты до востребования	2000
Депозиты в ФРС	300	Срочные депозиты	4000
Ссуды	4000	Собственный капитал	500
Ценные бумаги	2000		
Другие активы	100		

Требуемая норма резервного покрытия по депозитам до востребования равна 10% и по срочным — 5%.

а) Найдите объем избыточных резервов.

б) Если ФРС продает государственные ценные бумаги на 100 долл. небанковскому сектору, который их оплачивает, снимая необходимые суммы с текущих счетов, какие изменения сразу произойдут в балансовом отчете?

в) Определите величину изменения избыточных резервов.

г) Какие изменения произойдут в конце концов в балансовом отчете при условии, что возврат ссуд будет связан с одинаковым уменьшением депозитов до востребования и срочных депозитов?

17-2. Продолжая условия задачи 17-1, представим себе, что ФРС купила государственные ценные бумаги у коммерческих банков на 10 долл.

а) Какие изменения произойдут немедленно в консолидированном балансовом отчете?

б) Определите полученную величину избыточных резервов.

в) Определите максимально возможное изменение денежного агрегата M1.

г) Определите максимально возможное изменение денежного агрегата M2.

17-3. Предположим, что банк *A* берет ссуду в 1000 долл., имея нулевые избыточные резервы; требуемая норма резервного покрытия равна 12%. Что произойдет: а) с пассивами; б) с действительными резервами; в) с обязательными резервами; г) с общим состоянием резервов (избыток или нехватка) банка *A*?

17-4. Продолжая условия задачи 17-3, предположим, что банк *A* продает ценные бумаги на 120 долл. одному из своих клиентов для того, чтобы выплатить деньги федеральному резервному банку. Сразу после продажи этих ценных бумаг что произойдет: а) с пассивами; б) с активами банка *A*?

17-5. Предположим, что балансовый отчет представлен следующей таблицей.

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Кассовая наличность	1	Вклады до востребования	20
Депозиты в ФРС	3	Срочные депозиты	40
Ссуды	40	Собственный капитал	5
Ценные бумаги	20		
Другие активы	1		

Требуемая норма резервного покрытия по депозитам до востребования равна 10% и по срочным депозитам — 5%.

а) Определите величину избыточных резервов.

б) Если ФРС уменьшила учетную ставку для банков-членов, так что банк взял ссуду в размере 2 долл., то какие изменения произойдут сразу после этого в балансовом отчете?

в) Определите величину избыточных резервов после изменений.

г) В каком размере банк может выдать ссуду клиенту при условии, что она вернется в этот банк в виде вклада до востребования?

д) Какую сумму может выдать банк в виде ссуды, если поступления по ссуде будут сниматься со счета?

17-6. *Bound Brook Bank* ежедневно имеет чистые депозиты в размере примерно 10 млн. долл. и кассовую наличность в среднем 10 000 долл. в течение расчетного периода (одной недели). Какую сумму этому банку придется депонировать в ФРС две недели спустя по системе учета резервов на основе прошлых показателей при условии, что требуемая норма резервного покрытия равна 12%?

17-7. Изучите нижеприведенный Т-счет и ответьте на следующие вопросы:

а) Чему равна требуемая норма резервного покрытия для данного банка?

б) Если для всех депозитных учреждений действовала эта норма, то каково значение максимального денежного мультипликатора?

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Ссуды и инвестиции	176 000	Депозиты	200 000
Резервы (обязательные 24 000, избыточные 0)	24 000		

17-8. Допустим, что требуемая норма резервного покрытия для банка в задаче 17-7 стала 8%.

а) Что произойдет с суммарными банковскими резервами?

б) Какова величина избыточных банковских резервов?

в) Что банк, скорее всего, будет делать в этой ситуации?

г) Если для всех депозитных учреждений требуемая норма резервного покрытия тоже равна 8%, каково значение максимального денежного мультипликатора?

17-9. Посмотрите на нижеприведенный консолидированный балансовый отчет депозитных учреждений. Пусть требуемая норма резервного покрытия равна 10% по депозитам до востребования и 5% по срочным депозитам.

Активы, долл.		Пассивы, долл.	
Кассовая наличность	100	Депозиты до востребования	2000
Депозиты в ФРС	300	Срочные депозиты	4000
Ссуды	4000	Собственный капитал	500
Ценные бумаги	2000		
Другие активы	100		

а) Определите величину избыточных резервов.

б) Если ФРС сократит требуемую норму резервного покрытия до 8 и 4% соответственно, найдите величину избыточных резервов.

в) Чему будет равно максимальное увеличение денежного агрегата M1?

Рекомендуемая литература

Federal Reserve Bank of Kansas City, Operation of the Federal Reserve Discount Window under the Monetary Control Act of 1980, August 3, 1982.

Friedman Milton, Monetary Policy: Theory and Practice. — Journal of Money, Credit, and Banking, 14 (1), February 1982, pp. 98—118.

Friedman Milton, A Program for Monetary Stability. — New York: Fordham University Press, 1960.

Gilbert R. Alton, Benefits of Borrowing from the Federal Reserve When the Discount Rate Is below Market Interest Rates. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 61 (3), March 1979, pp. 25—32.

Goodfriend Marvin, Monetary Mystique: Secrecy and Central Banking. — Journal of Monetary Economics, 17 (1), January 1986, pp. 63—92.

Goodfriend Marvin, Hargraves Monica, A Historical Assessment of the Rationales and Functions of Reserve Requirements. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 69 (2), March/April 1983), pp. 3—21.

Levin Fred J., Meulendyke Ann-Marie, Monetary Policy: Theory and Practice, A Comment. — Journal of Money, Credit, and Banking, 14 (3), August 1982, pp. 399—403.

Lumpkin Stephen A., Repurchase and Reverse Repurchase Agreements. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 13 (1), January/February 1987.

Mengle David L., The Discount Window. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 72 (3), May/June 1986, pp. 2—10.

Meulendyke Ann-Marie, U.S. Monetary Policy and Financial Markets. — New York: Federal Reserve Bank of New York, 1990.

Roth Howard L., Federal Reserve Open Market Techniques. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 71 (3), March 1986, pp. 3—15.

Simon David P., Secrecy, Signalling, and the Accuracy of Expectations during the Borrowed Reserves Operating Regime. — Journal of Banking and Finance, 15 (2), April 1991, pp. 227—470.

Часть V

Макроэкономическая теория и теория денег

Глава 18

Классические основы теории денег

Основные проблемы

1. Почему экономисты классической школы считали, что объем производства при полной занятости представляет собой товары и услуги, которые производят и потребляют фирмы и работники?
2. При каких условиях, по мнению экономистов-классиков, объем производства в экономике будет ниже уровня производства при полной занятости?
3. Что из себя представляет классическая теория спроса на деньги?
4. Как в классической модели устанавливается уровень цен?
5. Как в классической модели определяются процентные ставки?

Генри Уорд Бичер (Beecher, 1813—1887) в своей работе «*Пословицы из плимутской ямы*» (*Proverbs from Plymouth Pulpit*) писал: «Деньги похожи на снег. Если на дорогах образуются заносы из снега, тогда никто не может пройти. Однако если снег равномерно лежит на земле, тогда пройти по дороге совсем нетрудно». Этим он хотел сказать, что увеличение денежной массы до определенного момента улучшает функционирование экономики, однако слишком большое количество денег может быть вредным. Конечно, прагматический взгляд, который разделяют многие экономисты, заключается в том, что чрезмерное количество денег в экономике может стать причиной инфляции, а недостаточное — привести к спаду экономической активности. Но определить оптимальную денежную массу очень непросто, что показано в оставшихся главах данной книги.

Успешная денежно-кредитная политика предполагает, по крайней мере, два элемента:

1. Теоретическое обоснование, или модель экономики. Первым основным шагом при определении оптимальной денежной массы является понимание процесса *определения* валового национального продукта, уровня занятости, государственных расходов и цен. К тому же необходимо знать, как эти экономические переменные *взаимозависимы*.
2. Теория, которая служит для объяснения того, как изменение текущей денежной массы (денежной массы в долларах текущего года без учета изменений цен) воздействуют на эти экономические переменные.

Пролог к части V

Как вы узнаете из глав части V, экономисты не всегда приходили к единому мнению в вопросе о роли, которую играют или должны играть деньги в экономике. Они до сих пор не достигли консенсуса по этому вопросу. При этом были разработаны несколько теоретических моделей экономики.

КЛАССИЧЕСКАЯ МОДЕЛЬ

Классическая модель была первой систематической попыткой объяснить детерминанты таких важных макроэкономических, или *агрегатных*, переменных, как уровень цен, валовой национальный продукт, уровень занятости и расходов. С помощью классической модели также пытались дать объяснение взаимосвязи этих переменных и роли денег.

Классическая экономическая теория была основной теоретической школой начиная с 1770-х и до 1930-х годов. В круг приверженцев этой школы входят такие умы, как Адам Смит (1723—1790), Дэвид Юм (1711—1776), Давид Рикардо (1772—1823), Джеймс Милль (1773—1836) и его сын Джон Стюарт Милль (1806—1873), Томас Мальтус (1766—1834), Карл Маркс (1818—1883), а также А. С. Пигу (1877—1959) и другие экономисты-неоклассики более позднего периода — Л. Вальрас (1834—1910), А. Маршалл (1842—1924) и К. Виксель (1851—1926). Даже Н. Коперник (1473—1543), будучи астрономом, внес вклад в классическую модель, и есть все основания полагать, что Т. Мальтус повлиял на учение об эволюции Чарльза Дарвина. Классическая модель, как показано в данной главе, является комбинацией макроэкономической теории кембриджской школы и пересмотренной Джоном Мейнардом Кейнсом теории, которую мы в дальнейшем рассмотрим.

В основном экономисты-классики считали, что капитализм является саморегулируемой экономической системой. Они утверждали, что присущий капиталистической системе механизм саморегуляции автоматически приведет к полному использованию таких экономических ресурсов, как труд домашних хозяйств. Экономисты-классики признавали, что временная безработица может существовать в виде фрикционной безработицы, когда работники находятся в поиске работы, но со *временем* вынужденная безработица исчезнет. Работники ощутят на себе наличие широко распространенной безработицы, т. е. когда на рынке труда имеет место избыток рабочей силы. Постепенно это повлечет за собой уменьшение заработной платы, и безработица будет исчезать по мере того, как фирмы станут нанимать все больше рабочей силы и работники будут предлагать меньший объем услуг.

В результате работники и фирмы будут производить товары и услуги при полной занятости. Домашние хозяйства смогут купить эти товары и услуги. Когда фирмы предоставляют товары, доход для их покупки будет автоматически появляться в форме заработной платы, ренты, процента и прибыли. Если домашние хозяйства слишком много сберегают — существует избыток сбережений, — процентные ставки будут падать, таким образом побуждая домашние хозяйства уменьшить сбережения, а компании — увеличить инвестиции. Общий вывод классической теории о том, что работники и фирмы будут выпускать товары и услуги, которые домашние хозяйства будут покупать, можно представить в виде формулы: «предложение товаров порождает спрос».

Естественно, такая точка зрения практически не оставляла места государственному вмешательству в экономику. Поскольку капиталистическая экономика приходит в состояние равновесия при объеме производства в условиях полной занятости, денежно-кредитная политика не может оказывать воздействия на объем производства. Поэтому существует **нейтральность денег** (*neutrality of money*). Это означает, что деньги не влияют на экономическую активность. Изменение денежной массы повлияет на объем ожидаемых сделок домашних хозяйств, но не окажет воздействия на объем производства при полной занятости. Только цены могут соответственно корректироваться. Следовательно, как утверждает классическая теория, увеличение денежной

массы ведет к пропорциональному росту уровня цен. Вследствие уменьшения денежной массы, по их мнению, происходит пропорциональное снижение уровня цен.

Экономисты-классики признавали, что эта теория была лишь экономической моделью. Они понимали, что различные институциональные факторы, существующие на практике, такие, как краткосрочные ограничения возможностей домашних хозяйств получать и анализировать информацию, законодательно установленный уровень минимальной оплаты труда, долгосрочные трудовые договоры и существование профсоюзов в некоторых отраслях, могут препятствовать эластичности заработной платы, цен и процентных ставок, принятой в качестве предпосылки этой модели. Однако они считали, что существование таких институциональных факторов оказывает незначительное влияние на основы их теории, предназначенной для моделирования экономики.

КЕЙНСИАНСКАЯ РЕВОЛЮЦИЯ И НОВАЯ ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ШКОЛА

Великая депрессия 1930-х годов показала практически полную бесполезность классической теории на практике. Общий уровень цен и заработной платы существенно снизился во время кризиса, но то же самое произошло с объемом производства и уровнем занятости. Реальный национальный доход упал на 25% в период с 1929 до 1933 г., а безработица достигала 17% от численности трудоспособного населения в самые тяжелые периоды кризиса. Экономисты постдепрессионного периода, ведомые великим экономистом Джоном Мейнардом Кейнсом, попытались основать новую школу экономической мысли, изучающую функционирование экономики и роль денежно-кредитной политики, воздействующей на размер валового национального продукта, уровень занятости, расходов и цен.

В соответствии с положениями новой школы капиталистическая экономика не является саморегулируемой. Вместо этого, как считали Дж. М. Кейнс и его последователи, капиталистическая экономика испытывает проблемы, связанные с недостаточной эластичностью цен и заработной платы и несовершенством информации, располагаемой фирмами и работниками. Поэтому вряд ли экономика достигнет уровня производства при полной занятости. Решение этих проблем требует активного вмешательства государства, его стабилизирующих действий, гарантирующих достижение полной занятости. Крайним выражением этой новой экономической школы явилось то, что она перевернула классическую формулу наоборот. Она утверждала, что «спрос на товары порождает предложение».

Вряд ли будет ошибочным утверждение, что экономическая политика в период после второй мировой войны, особенно с начала 1960-х и до конца 1970-х годов, в основном была социальным экспериментом по **управлению спросом** (*demand management*). Этот эксперимент заключался в использовании бюджетных и денежно-кредитных инструментов для достижения оптимального уровня ожидаемых расходов в экономике и проверял правильность положений новой школы, развитых Дж. М. Кейнсом и его последователями. Среди последних были лауреаты Нобелевской премии Пол Самуэльсон, Джеймс Тобин, Франко Модильяни и Роберт Солоу. Насколько успешен был этот эксперимент, является темой дискуссии.

ПРОБЛЕМА СТАГФЛЯЦИИ И ПЕРЕОСМЫСЛЕНИЕ ПОЛОЖЕНИЙ КЕЙНСИАНСТВА

События, происходившие с середины 1970-х годов, поставили под сомнение теорию Дж. М. Кейнса и его последователей. В частности, довольно неприятной проблемой стала **стагфляция** (*stagflation*), т. е. одновременное наличие высокого уровня инфляции и безработицы. Кейнсианство не предусматривало возникновения такой проблемы и, естественно, казалось неподходящей теорией для поиска ее решения. Поэтому про-

блема стагфляции 1970-х годов, возможно, имела такое же негативное воздействие на экономическую теорию послевоенного периода, как Великая депрессия — на классическую модель.

В 1970—80-е годы развернулись острые дискуссии среди экономистов по поводу оптимальной модели экономики (оптимальной в смысле наиболее точно предсказуемой) и теории, в которой денежно-кредитная политика занимала бы достойное место. Хотя было создано несколько специфических теорий, большинство экономистов в 1990-е годы делится на две основные группы. Первая пытается восстановить существенные элементы исходной классической модели, дополнив их некоторыми положениями кейнсианства, которые они считали полезными. Ядро этой группы называют сторонниками новой классической макроэкономики. Они продолжают традиции экономистов-классиков, утверждая, что предпосылка об эластичности цен, заработной платы и процентных ставок является основой для оптимальной модели экономики и анализа роли денег в ней.

Экономисты-неоклассики разделяют точку зрения, господствующую в послевоенной экономической теории о том, что информационные ограничения иногда препятствуют процессу саморегуляции экономики. Однако они не считают это значительным препятствием для достижения объема производства при полной занятости. Не принимают они и точку зрения, которая заключается в том, что систематические, т. е. предсказуемые, изменения денежно-кредитной политики влияют на экономическую активность. Их главным аргументом является утверждение, что индивид действует рационально, исходя из своих интересов, таким образом, пытаясь достичь полной занятости без необходимости государственного вмешательства. Самое бескомпромиссное выражение этой точки зрения, известное как теория реальных циклов деловой активности (real business cycle theory), подразумевает, что денежно-кредитная политика всегда нейтральна и что «предложение порождает спрос», в точности как в исходной классической модели.

ДАЛЬНЕЙШЕЕ РАЗВИТИЕ КЕЙНСИАНСТВА

Вторая группа экономистов в настоящее время развивает основные положения кейнсианства. Так же как Дж. М. Кейнс и его первые сторонники, эти экономисты считают, что информационные недостатки и неэластичность цен, заработной платы и процентных ставок являются главными элементами для понимания и прогнозирования будущего развития экономики. Они утверждают, что необходимы теории, сочетающие в себе анализ этих элементов. В то же время они понимают недостатки традиционной кейнсианской концепции. Таким образом, эти экономисты развивают современные теории, используя при этом отдельные положения классической школы, которые, по их мнению, имеют важное значение. Современные кейнсианцы разработали теорию, в которой неэластичность цен, заработной платы и процентных ставок является следствием рациональных решений, принятых индивидами, которые преследуют собственные интересы. В результате получилась неокейнсианская экономическая теория, которая утверждает, что «спрос порождает предложение».

Разумеется, различные точки зрения на проблемы функционирования экономики и роли денежно-кредитной политики могут представить известную трудность для студентов, изучающих теорию денег и банковского дела, преподавателей, а также авторов учебника. Однако, с другой стороны, это тема становится более интригующей и интересной в интеллектуальном плане. Проблемы, которые мы обсудим в главах части V, будут и в дальнейшем приковывать к себе внимание экономистов и политиков и требовать для своего решения их усилий. И несомненно, эти проблемы будут обсуждаться ими в следующем столетии. Помните об этом, когда будете изучать главы части V.

Более того, если вы чувствуете, что теряете нить рассуждений, читая эти главы, лучше начать сначала.

Некоторые основные понятия

Прежде чем мы начнем изучение роли денег в экономике, необходимо дать определение некоторых основных понятий, которые будут использоваться в главах части V.

НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОХОД И ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА

Национальным доходом называется сумма всех доходов в экономике. Поскольку домашние хозяйства являются собственниками факторов производства, которые можно приобрести на заработную плату, ренту, проценты/дивиденды и прибыль, то они получают все эти доходные поступления. Сумма дохода, полученного в течение определенного периода, измеряется в ценах этого периода и обозначается Y. Весь доход, полученный домашними хозяйствами в конце концов тратится на товары и услуги, производимые фирмами. Он расходуется непосредственно домашними хозяйствами и в косвенной форме — государством или фирмами. Расходы государства финансируются за счет налогообложения домашних хозяйств и заимствования их сбережений. Фирмы осуществляют расходы (инвестиции) посредством покупки товаров и услуг, производимых другими компаниями, они используют сбережения домашних хозяйств. Общий объем продукции, произведенной фирмами, или объем производства, также равен Y, т. е. объем производства компаний в ценах текущего периода является доходом, выраженным в тех же самых ценах и полученным домашними хозяйствами за этот период.

УРОВЕНЬ ЦЕН

Величина дохода и величина объема производства в разные периоды могут различаться, поскольку либо фирмы производят другое количество товаров и услуг, либо цены на товары и услуги соответственно меняются. Если мы обозначим количество *реальных* товаров и услуг за определенный период как y, тогда уровень цен на эти товары и услуги (P) должен равняться Y/y. Экономисты называют этот показатель уровня цен **дефлятором дохода—цен** (*income price deflator*). Поскольку Y/y по определению равно P, следовательно, величина Y равна произведению P на y.

Базовым называют период, в котором $Y = y$, так что $P = 1$. В базовом периоде текущий доход Y равен реальному (скорректированному с учетом уровня цен) доходу (y), и показатель уровня цен $P = 1$. Текущий доход за другой период может превышать реальный доход за этот период (y), в этом случае $P > 1$. Вместе с тем текущий доход Y за отличный от базового период может быть меньше реального дохода за этот же период (y), т. е. $P < 1$. Таким образом, дефлятор дохода—цен позволяет установить, являются ли причиной изменений текущего дохода изменения реального объема дохода и производства (y), или изменения уровня цен (P), либо оба эти фактора.

Так как $P = Y/y$, следовательно, величина y равна Y/P. Это означает, что реальный доход (y) равен номинальному доходу (Y) с учетом дефлятора дохода—цен (P). Обычно для расчета реального дохода на основе номинального дохода экономисты используют следующую процедуру. Берут номинальный доход Y в долларах и P рассчитывают как индекс, который приводит текущие номинальные цены к реальным ценам за базовый период. Таким образом, дефлятор дохода—цен (P) является номинальным стоимостным выражением реальных величин за базовый период. Путем деления Y на P мы получаем стоимостные величины за базовый период, которые подходят для оценки реального дохода (y).

Основной целью монетарной экономической теории (теории денег) является объяснение того, как изменения денежной массы могут влиять на реальный объем производства (y) и на уровень цен (P). Поскольку y и P представляют собой агрегатные показатели для всей экономики, то они являются примерами **макроэкономических переменных** (*macroeconomic variables*). Они представляют собой совокупные величины, которые дают информацию об изменениях во всей экономике. Основная часть этой теории посвящена объяснению того, как определяются эти макроэкономические переменные и какую роль в этом процессе играют деньги.

Основы теории денег

Главным выводом классической модели и, естественно, основой основ теории денег является постулат «предложение товаров порождает спрос». Эта фраза, принадлежащая Жану Батисту Сею (Say, 1767—1832), известна как **закон Сея** (*Say's law*). Действительно ли эта фраза является описанием «закона» — это дискуссионный вопрос среди экономистов, исследующих механизм функционирования экономики и определение оптимальной денежной массы.

В основе закона Сея и большей части классической экономической теории лежат предпосылки о том, что человеческие потребности неограничены и что основной целью каждого из нас как индивида, преследующего личные интересы, является достижение максимального удовлетворения. К тому же человеческое мышление *рационально*; т. е. мы всегда стараемся делать так, чтобы не были забыты наши интересы. Это достигается путем наилучшего использования времени и доступной информации при принятии экономических решений.

Модель поведения индивидуальных экономических агентов — каждого из нас в отдельности и всех вместе — подразумевает, что увеличение предложения одного товара или услуги повлечет за собой увеличение спроса на другой товар (услугу). К тому же, без вмешательства государства, мы все добровольно меняем цену, по которой хотим купить или продать товары или услуги. В результате цены, заработная плата и процентная ставка являются гибкими инструментами. Все эти положения в общем означают, что экономика будет стремиться к достижению полной занятости. Влияние денег будет нейтральным. Оставшиеся разделы главы мы посвятим объяснению этих классических выводов.

Предпосылки классической модели

В основе классической модели лежат три ключевые предпосылки:

1. Экономические агенты (т. е. работники, потребители и предприниматели) руководствуются мотивом *рационального преследования личной выгоды*. Представляя работников и потребителей, домашние хозяйства стараются максимизировать свое экономическое благосостояние. Представляя владельцев фирм, домашние хозяйства всегда хотят увеличить общую прибыль предпринимателей. Экономисты-классики называют такие цели домашних хозяйств поведением максимизации полезности. Это означает, что домашние хозяйства делают все возможное для максимизации удовлетворения своих потребностей.
2. На рынке товаров (услуг) и факторов производства существует *совершенная конкуренция*. Никакой единичный покупатель или продавец конечной продукции или факторов производства не может оказать воздействия на цены, господствующие на

рынке. Следовательно, каждый субъект принимает *цены как данные*. Никто из индивидов не торгует достаточным объемом товаров или факторов производства, чтобы повлиять на цены этих товаров или факторов производства. Тем не менее вместе покупатели или продавцы на этих рынках могут изменить цены до определенного равновесного уровня, т. е. совокупный спрос и совокупное предложение на рынках товаров или факторов производства определяют цены на эти товары и производственные факторы.

3. Экономические агенты не страдают от **денежной иллюзии** (*money illusion*). Это означает, что в общем покупатели и продавцы правильно понимают и реагируют только на изменения *реальных* величин (т. е. *относительных* или скорректированных с учетом уровня цен) цен, заработной платы и процентных ставок. Они не изменяют объема купли-продажи конечной продукции и факторов производства вследствие простых изменений *номинальных* цен. Например, предположим, что данное домашнее хозяйство приобрело определенный набор товаров и услуг и предоставило определенное количество труда и других факторных услуг (услуги таких факторов производства, как земля и капитал) в течение года. Отсутствие денежной иллюзии означает, что домашнее хозяйство купит или продаст то же количество товаров (услуг) или факторных услуг, если за этот год доход увеличился в три раза при трехкратном увеличении цен. Поскольку реальные, или относительные, цены не изменились, классическая модель предполагает, что объем сделок домашнего хозяйства на рынке сохранится на том же уровне при прочих равных условиях. Иными словами, домашнее хозяйство не пострадает от денежной иллюзии.

Классическая теория производства, занятости и совокупного спроса

Любая экономическая модель должна строиться исходя из того, как производятся товары и услуги и в каких количествах. Поэтому будет правильнее начать с теории производства, использования производственных факторов, таких, как труд, и предложения фирмами товаров и услуг.

АГРЕГАТНАЯ ПРОИЗВОДСТВЕННАЯ ФУНКЦИЯ

Производственная функция (*production function*) отражает то количество товаров или услуг, которое домашние хозяйства и фирмы смогут произвести при различных возможных уровнях факторных затрат и данном уровне знаний или технологии. В математической форме производственную функцию можно выразить следующим образом (черта сверху означает, что переменная является постоянной):

$$y = f(\overline{K}, N, \overline{A}), \tag{18-1}$$

где y — реальный объем производства в единицу времени;
$\overline{K}$ — затраты капитальных товаров (товары, которые можно использовать в производстве других товаров);
N — затраты труда в единицу времени;
$\overline{A}$ — затраты, связанные с использованием земли.

Уравнение (18-1) показывает, что объем производства товаров и услуг является функцией затрат капитала, трудовых затрат и затрат, связанных с использованием земли.

Производство в краткосрочный период Краткосрочный период — это время, недостаточное для того, чтобы фирмы могли изменить комбинацию всех факторов производства. В макроэкономике капитальные затраты и затраты, связанные с использованием земли, в краткосрочном периоде являются постоянными величинами. Однако затраты труда (N) могут различаться. Экономисты используют в качестве показателей затрат труда такие показатели, как число занятых работников, время их работы или их комбинацию, называемую *человеко-часами* (выражаемую в постоянных единицах).

В краткосрочном периоде, когда затраты капитала и земли постоянны, проще всего представить производственную функцию как зависимость между N и y:

$$y = f(N), \tag{18-2}$$

помня о том, что другие факторы производства и уровень развития техники играют важную роль в долгосрочном периоде. Объем производства y — это совокупный объем производства товаров и услуг в экономике.

Пример производственной функции В качестве простого примера представим, что производственная функция является степенной функцией и $y = N^{1/2}$ (где $N^{1/2}$ — квадратный корень из N). Естественно, если $N = 0$, то продукция не производится. (Даже если основной капитал включает в себя роботов, то все равно кому-то придется привести их в действие.) Если фирмы используют труд N работников в течение данного временного интервала, то при $N = 1$ они произведут одну единицу продукции. Более того, по мере увеличения затрат труда до $N = 4$ (подходящее число, так как это два в квадрате) объем производства возрастет до двух единиц продукции, при $N = 9$ будет уже три единицы, при $N = 16$ — четыре и т. д.

Этот весьма упрощенный пример иллюстрирует основную экономическую предпосылку, т. е. что агрегатная производственная функция удовлетворяет **закону убывающей предельной отдачи** (*law of diminishing marginal returns*). В нашем примере с каждым последующим увеличением значения N выпуск продукции возрастал на одну единицу. Но каждый раз для обеспечения прироста выпуска продукции требовался больший прирост затрат труда, т. е. для увеличения выпуска с 0 до 1 потребовался лишь один дополнительный работник, но каждое последующее увеличение выпуска на одну единицу требовало большего — на 3 (4 минус 1), 5 (9 минус 4) и 7 единиц (16 минус 9) — увеличения занятой рабочей силы. Поэтому в соответствии с законом убывающей предельной отдачи, которому удовлетворяет агрегатная производственная функция, требуется больший объем затрат труда для производства каждой последующей единицы продукции.

Другим подобным способом иллюстрации закона убывающей предельной отдачи является измерение выпуска продукции при каждом последующем увеличении затрат труда. Например, при $N = 1$ в агрегатной производственной функции получим $y = 1$, т. е. одну единицу продукции; при $N = 2$ получим $2^{1/2}$, или примерно 1,41 единицы; если $N = 3$, то получим $3^{1/2}$, или приблизительно 1,73 единицы; при $N = 4$ — соответственно две единицы продукции. Поэтому увеличение N с 0 до 1 ведет к росту выпуска продукции на одну единицу, с 1 до 2 — на 0,41 единицы (1,41 − 1), с 2 до 3 — на 0,32 единицы, с 3 до 4 — на 0,27 единицы. Прирост выпуска продукции с увеличением затрат труда на единицу продукции называется **предельным продуктом труда** (*marginal product of labor*). Предельный продукт труда — это увеличение выпуска продукции вследствие найма дополнительного работника. Закон убывающей предельной отдачи подразумевает, что предельный продукт труда, т. е. прирост продукции, постепенно уменьшается по мере увеличения объема выпуска продукции.

Графическое представление производственной функции и предельного продукта труда На рис. 18-1*А* представлена общая производственная функция. Как показано на рисунке, любая агрегатная производственная функция, иллюстрирующая закон убывающей предельной отдачи, имеет выпуклую форму. Степенная функция является примером из множества функций, обладающих этим свойством. График на рис. 18-1*Б* показывает, что для подобных производственных функций предельный продукт труда будет уменьшаться, как и в нашем числовом примере. Экономисты называют такой график графиком предельного продукта труда. Отрицательный наклон этой прямой является отражением закона убывающей предельной отдачи.

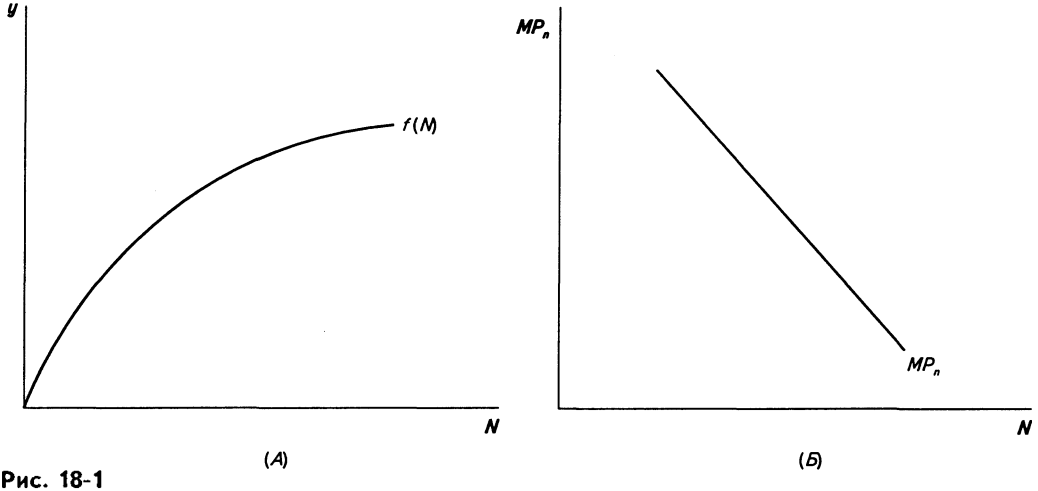


Рис. 18-1

Производственная функция и график предельного продукта труда MP_n. В краткосрочном периоде рост объема производства требует увеличения затрат труда, так как техника и другие факторы производства остаются постоянными (рис. *А*). Производственная функция имеет выпуклую форму вследствие закона убывающей предельной отдачи, в соответствии с которым прирост продукции уменьшается при неизменности прироста затрат труда. Это означает, что предельный продукт труда уменьшается (рис. *Б*).

СОВОКУПНЫЙ СПРОС НА ТРУД

В странах с развитой экономикой, с высоким уровнем специализации большая часть работников трудится по найму. Сравнительно небольшая часть населения имеет собственное дело. Следовательно, рынок труда развивается. На нем покупатели (фирмы) и продавцы рабочей силы (домашние хозяйства) совершают сделки добровольно. К тому же в странах с развитой экономикой используются деньги, так что фирмы выплачивают работникам ставку номинальной заработной платы в единицу времени (W), измеряемой в долларах на единицу труда. Домашние хозяйства и фирмы могут оценивать эти выплаты только с точки зрения цен на товары, которые потребляют работники и которые производят фирмы. Причина в том, что работников волнует тот объем товаров и услуг, который они смогут приобрести на заработную плату, в то время как фирмы заботятся о реальной оплате труда работников в обмен на производимые товары и услуги. Таким образом, домашние хозяйства и фирмы вместе принимают экономические решения на основании реальных (скорректированных с учетом уровня цен) ставок заработной платы, как будет показано ниже.

Для упрощения анализа лучше всего предположить, что существует условный товар (услуга), производимый всеми фирмами в экономике, и что существует только

один уровень квалификации работников. В соответствии с этими предположениями существуют национальный рынок этого товара и рынок труда, где представлен единственный вид рабочей силы. (Для большей реалистичности эти предположения можно было бы опустить, но это намного усложнило бы изложение и понимание данного материала.) На этих рынках устанавливается единственная цена условного товара (услуги), которая, следовательно, определяет уровень цен в экономике, и единственная ставка заработной платы.

Как для любого другого рынка, мы можем получить график совокупного спроса на труд путем сложения графиков спроса индивидуальных фирм.

Спрос фирмы на труд Отдельная фирма на конкурентном рынке, максимизирующая прибыль, всегда производит продукцию до того момента, когда предельный доход (marginal revenue, MR) равен предельным издержкам (marginal cost, MC). К тому же поскольку такая фирма на конкурентном рынке не может влиять на цену своей продукции, каждая единица продукции приносит одинаковый предельный доход, который является ценой единицы продукции. Таким образом, фирмы будут производить продукцию до того момента, когда

$$MR \equiv P = MC. \tag{18-3}$$

Однако в таком случае, по определению, предельные издержки равны отношению ставки заработной платы (W) к предельному продукту труда (MP_n), т. е.

$$MC \equiv W/MP_n. \tag{18-4}$$

Рассмотрим следующий пример. Предположим, что в определенный временной интервал ставка номинальной заработной платы (W) равна 10 долл. на единицу затрат труда и что предельный продукт труда при данном объеме производства (MP_n) равен 5 единицам продукции на единицу затрат труда. Тогда предельные издержки (MC) при данном объеме производства будут 2 долл. на единицу продукции.

Кроме того, напомним, что график предельных издержек фирмы обычно имеет положительный наклон. Уравнение (18-4), естественно, задано именно таким образом. Мы знаем, что вследствие закона убывающей предельной отдачи с увеличением объема производства предельный продукт труда уменьшается. Для данной величины W уравнение (18-4) подразумевает, что по мере роста объема производства предельный продукт труда уменьшается и предельные издержки растут. Поэтому график предельных издержек фирмы имеет положительный наклон.

Если мы подставим выражение (18-4) в уравнение (18-3), то найдем, что фирма, стремящаяся к максимальной прибыли, будет нанимать работников до того момента, когда

$$P = W/MP_n,$$

или, умножив обе части на MP_n, получим:

$$W = MP_n \times P, \tag{18-5}$$

где $MP_n \times P$ — оценка предельного продукта труда при данной цене продукции фирмы. Экономисты называют это **ценой предельного продукта труда** (*value of the marginal product of labor*, VMP_n), $VMP_n \equiv MP_n \times P$.

График цены предельного продукта труда имеет отрицательный наклон (рис. 18-2*A*). Фирма принимает цену на свою продукцию (P) за постоянную величину. Вследствие закона убывающей предельной отдачи предельный продукт труда уменьшается по мере роста объема производства. Поэтому цена предельного продукта труда также падает при увеличении выпуска продукции.

Уравнение (18-5) показывает, что фирма нанимает рабочую силу до тех пор, пока ставка заработной платы (рыночная ставка номинальной заработной платы W) равна величине предельного продукта труда. Рисунок 18-2*Б* иллюстрирует это условие для двух разных ставок заработной платы (W_0 и W_1). При ставке W_0 количество рабочей силы, необходимой фирме, равно N_0. При более высокой ставке W_1 величина предельного продукта труда должна возрасти, если фирма хочет максимизировать прибыль, так что ей придется нанимать меньше работников (N_1). График цены предельного продукта труда показывает различные комбинации ставок номинальной заработной платы и уровней занятости, подходящих для фирм. Поэтому это и есть *график спроса фирм на труд*, где значения номинальной заработной платы откладываются по оси ординат.

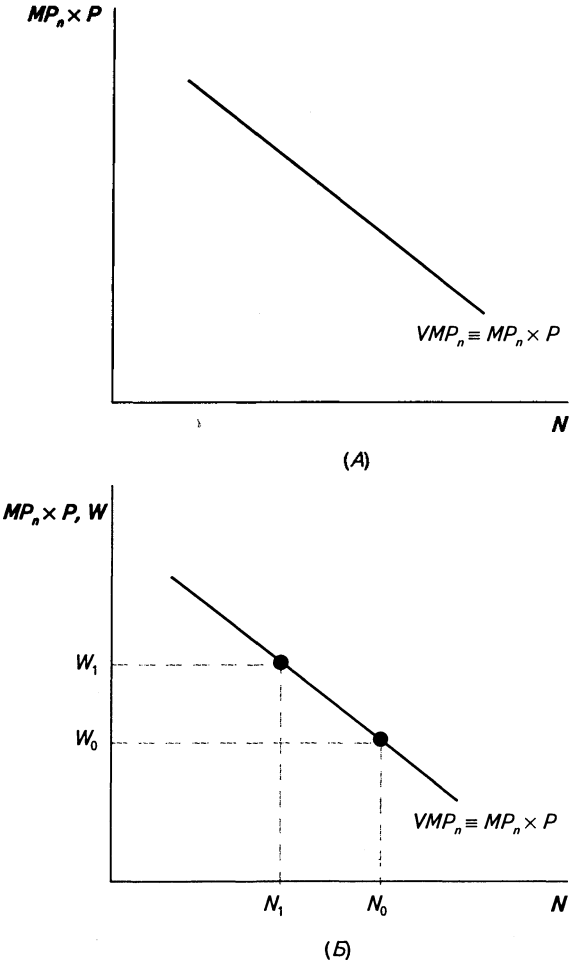


Рис. 18-2
График цены предельного продукта труда и спрос на труд. График цены предельного продукта труда имеет отрицательный наклон (рис. *А*) в соответствии с законом убывающей предельной отдачи. Поскольку максимизирующая прибыль фирма нанимает дополнительных работников до того момента, когда величина предельного продукта труда не станет равна номинальной заработной плате, увеличение рыночной ставки номинальной заработной платы влечет за собой сокращение величины спроса фирмы на труд (рис. *Б*). Графически это можно представить как движение вверх вдоль прямой спроса фирмы на труд.

Отметим, что уравнение (18-5) можно переписать в виде:

$$W/P = MP_n, \qquad (18\text{-}6)$$

где W/P является ставкой реальной заработной платы, скорректированной с учетом уровня цен. В этом случае условие найма работников фирмой, максимизирующей при-

быль, предполагает, что это стоит делать, пока предельный продукт труда (реальный прирост производства от найма дополнительной единицы рабочей силы) не станет равен ставке реальной заработной платы (реальная величина факторных затрат фирмы на использование дополнительной единицы рабочей силы). Отметим, однако, что уравнения (18-5) и (18-6) — это просто разные способы выражения одного и того же условия. Это означает, что они оба подразумевают одинаковые ожидаемые затраты труда для соответствующих величин W, P и MP_n.

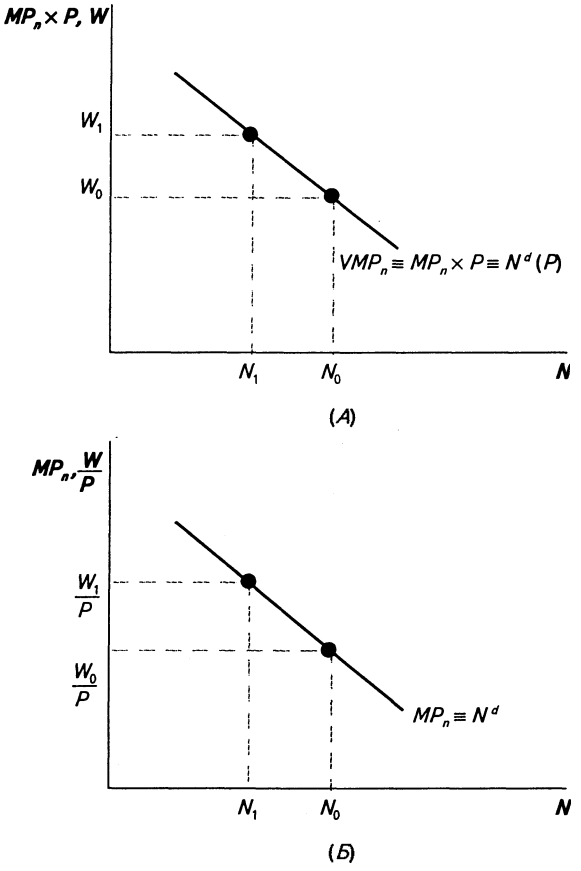


Рис. 18-3
Альтернативное графическое представление спроса на труд. Фирма, максимизирующая прибыль, нанимает рабочую силу до того момента, когда предельный продукт труда не будет равен *номинальной* заработной плате, так что увеличение ставки номинальной заработной платы уменьшает спрос фирмы на труд (рис. *А*). Соответственно фирма нанимает рабочую силу, пока предельный продукт труда не станет равен *реальной* заработной плате. Рост ставки номинальной заработной платы при неизменном уровне цен повлечет за собой рост реальной заработной платы и уменьшение спроса на труд (рис. *Б*).

Для примера рассмотрим рис. 18-3. Рисунок 18-3*А* аналогичен рис. 18-2*Б*, на котором представлен график цены предельного продукта труда ($VMP_n \equiv MP_n \times P$), где значения ставки номинальной заработной платы откладываются по оси ординат. На рис. 18-3*А* представлены две различные комбинации ожидаемого уровня занятости при данной номинальной заработной плате. На рис. 18-3*Б* показаны те же комбинации, только все переменные разделили на P, т. е. график предельного продукта труда (MP_n) построен с учетом реальной заработной платы (W/P). Одним и тем же величинам P, W_0 и W_1, однако, на каждом из графиков должны соответствовать одинаковые ожидаемые уровни занятости. Поэтому, если значения номинальной заработной платы (W) отложены по оси ординат, график цены предельного продукта труда ($VMP_n \equiv MP_n \times P$) является графиком спроса фирмы на труд. Поэтому график на рис. 18-3*Б* просто обозначен N^d, а график на рис. 18-3*А* — $N^d(P)$. Это сделано,

чтобы подчеркнуть, что наклон графика спроса на труд, построенный с учетом номинальной заработной платы, зависит от цен на продукцию. Оба графика дают одинаковые значения ожидаемых уровней занятости при различных ставках заработной платы и данной цене на продукцию.

Рисунок 18-4 иллюстрирует эффект увеличения предельного продукта труда. Такое увеличение могло произойти вследствие усовершенствования техники, увеличения объема затрат капитала или земли, используемых работниками в производстве продукции. Как показано на рис. 18-4*Б*, предельный продукт труда больше при каждом данном уровне производства, так что график предельного продукта труда (MP_n) смещается вверх, из положения MP_n^0 в MP_n^1. Это означает, что, хотя уровень цен не изменился, график цены предельного продукта труда (VMP_n) должен сместиться вверх (рис. 18-4*А*). Даже если ставка заработной платы зафиксирована в точке W_0, то в результате ожидаемый фирмой уровень занятости возрастет. Причина проста: производительность труда работников теперь выше. Если ставка номинальной заработной платы не изменится, то фирма будет планировать дополнительный наем работников. Более того, ожидаемый уровень занятости увеличится на ту же величину для любого графика, с N_0 до N_1.

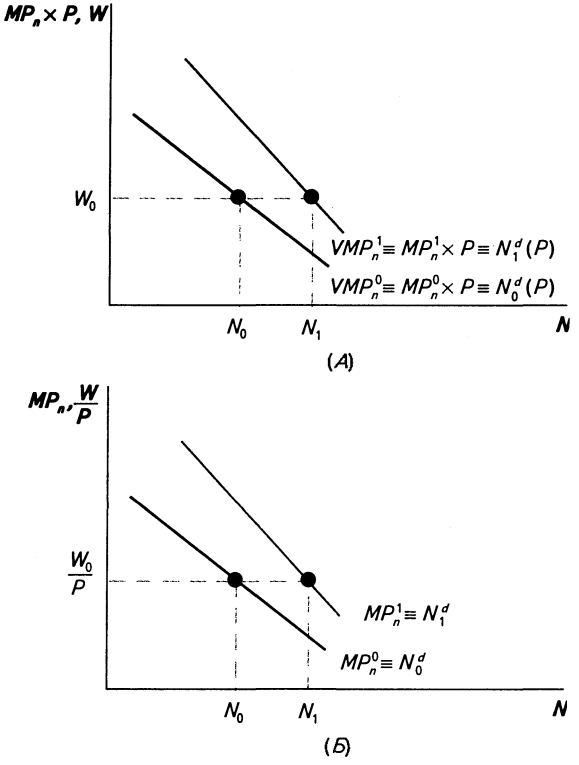


Рис. 18-4
Влияние увеличения предельного продукта труда на спрос фирмы на труд. Прирост предельного продукта труда увеличивает цену предельного продукта труда для любого данного уровня цен на продукцию фирмы (рис. *А*). При любой данной ставке заработной платы фирма будет планировать дополнительный наем работников. Соответственно увеличение предельного продукта труда также подразумевает, что при фиксированной ставке реальной заработной платы фирма наймет больше работников (рис. *Б*).

Рисунок 18-5 показывает влияние роста уровня цен. На рис. 18-5*А*, вследствие роста цены на продукцию фирмы с P_0 до P_1, график VMP_n смещается вверх. При рыночной ставке номинальной заработной платы W_0 фирма будет склонна нанять скорее N_1, чем N_0 единиц рабочей силы. На рис. 18-5*Б*, поскольку по оси ординат откладываются значения реальной (скорректированной с учетом уровня цен) заработ-

ной платы, с ростом уровня цен реальная заработная плата уменьшится. Это уменьшение можно проиллюстрировать движением вправо вдоль графика предельного продукта труда (MP_n). Но поскольку этот график является эквивалентным представлением спроса фирмы на труд, то произойдет такое же увеличение спроса фирмы на труд.

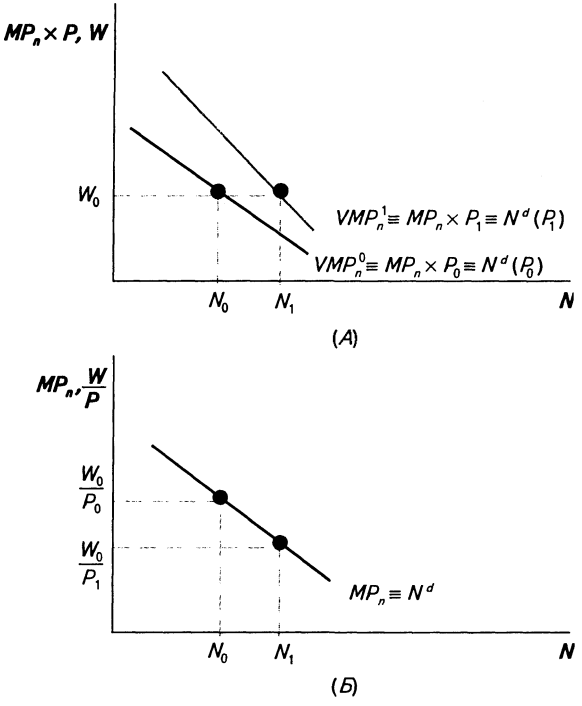


Рис. 18-5
Влияние роста цен на спрос фирмы на труд. Рост цен на продукцию фирмы увеличивает цену предельного продукта труда при любом уровне занятости. Если номинальная заработная плата остается неизменной, то фирма будет планировать дополнительный наем работников (рис. *А*). Соответственно реальная заработная плата уменьшается, если цены растут при том, что номинальная заработная плата остается на том же уровне, так что фирма будет склонна нанять дополнительных работников (рис. *Б*).

Совокупный спрос на труд в экономике Для любого способа графического представления спроса на труд если сложить по горизонтали все графики спроса на труд, то получится график совокупного спроса на труд в упрощенной модели экономики. В общем именно поэтому этот график очень похож на графики, представленные на рис. 18-3. Более того, влияние изменения уровня техники, доступность других факторов производства и уровень цен будут идентичны представленным на рис. 18-4 и 18-5.

СОВОКУПНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ ТРУДА

В соответствии с классической теорией (и с практикой большинства из нас) работа нам в тягость в силу своей утомительности. Конечно, работник испытывает *нарастающую предельную тягость труда* (*increasing marginal disutility*) (или утомление) при увеличении числа часов работы в день, неделю или месяц. Если это действительно так, тогда зачем люди работают? Поскольку они получают доход в виде заработной платы, то могут использовать эти деньги для покупки товаров и услуг. Потребление товаров и услуг приносит людям удовлетворение, которое компенсирует тягость труда.

Предложение труда отдельно взятым работником Рациональный продавец рабочей силы (например, вы, ваш преподаватель или один из авторов этого учебника), следовательно, соизмеряет предельную тягость (или издержки) труда в дополнительную единицу времени с предельной полезностью (или выгодой), которую он может получить (или сберечь) в виде дополнительного дохода при текущей ставке предельной

номинальной заработной платы. В точке равновесия рационально мыслящий работник будет предлагать свои услуги до того момента, когда предельная полезность в виде рыночной ставки номинальной заработной платы будет равна предельной тягости труда в последнюю единицу времени.

Работнику важна реальная (скорректированная с учетом уровня цен) заработная плата, так как именно она является мерой покупательной способности дохода работника. Предположим, что работник получает повышение зарплаты на 50%. Если цены товаров и услуг, которые он мог купить, также возрастут на 50%, тогда работник не станет богаче, работая большее или меньшее время, чем в данный момент. Если поведение будет несколько другим, то это значит, что работник страдает от денежной иллюзии. В классической модели вероятность денежной иллюзии очевидно отвергается.

Рациональный работник в классической модели согласится работать дополнительное время только при условии, что *реальная* заработная плата действительно повысится. Ставка реальной заработной платы может возрасти при двух обстоятельствах: 1) если ставка номинальной заработной платы увеличивается при неизменности уровня цен; 2) если уровень цен падает при неизменности номинальной заработной платы. Рисунок 18-6 иллюстрирует влияние роста номинальной заработной платы с W_0 до W_1 при фиксированном уровне цен P_0. Как показано на рис. 18-6*А*, это влечет за собой рост реальной заработной платы, что побуждает работника предоставлять больше трудовых услуг. Поэтому график предложения труда N^S имеет положительный наклон. На рис. 18-6*Б* показан тот же результат, но только по оси ординат откладываются значения номинальной заработной платы. Предложение труда возрастет на то же значение, но предложение труда зависит от цен на продукцию. Поэтому мы обозначим $N^S(P_0)$ этот вариант графика предложения труда, который связан особым образом с уровнем цен P_0. Графическое представление предложения труда отдельно взятого работника предполагает движение вдоль кривой при увеличении номинальной заработной платы.

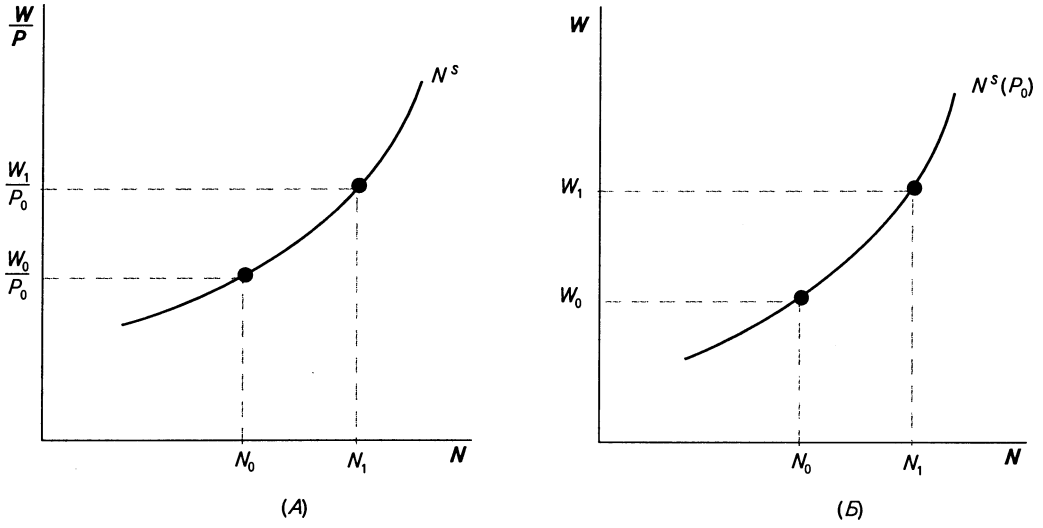


Рис. 18-6
Предложение труда работниками. Работники предоставляют больше своих услуг по мере увеличения реальной заработной платы, поэтому график предложения труда имеет положительный наклон (рис. *А*). Соответственно, когда номинальная заработная плата увеличивается при неизменном уровне цен P_0 (рис. *Б*), работник готов трудиться больше времени.

Рисунок 18-7 иллюстрирует эффект падения уровня цен при фиксированной ставке номинальной заработной платы. На рис. 18-7*А* снижение уровня цен с P_0 до P_1 влечет за собой увеличение реальной заработной платы работника. Таким образом, он предоставляет больше трудовых услуг, что можно проиллюстрировать движением вдоль графика N^S. На рис. 18-7*Б*, однако, рост уровня цен означает, что при данной ставке оплаты труда работник скорее готов предоставлять трудовые услуги в прежнем объеме (так как его реальная заработная плата выше). С разных точек зрения он готов иметь меньшую номинальную заработную плату за работу в течение данного количества часов. В любом случае график предложения труда должен *сместиться* вправо от оси ординат (по которой откладываются значения номинальной заработной платы), когда уровень цен падает с $N^S(P_0)$ до $N^S(P_1)$. Оба графика, тем не менее, представляют одинаковый выбор, так что ожидаемое данным работником количество рабочего времени возрастет на одинаковую величину в каждом случае.

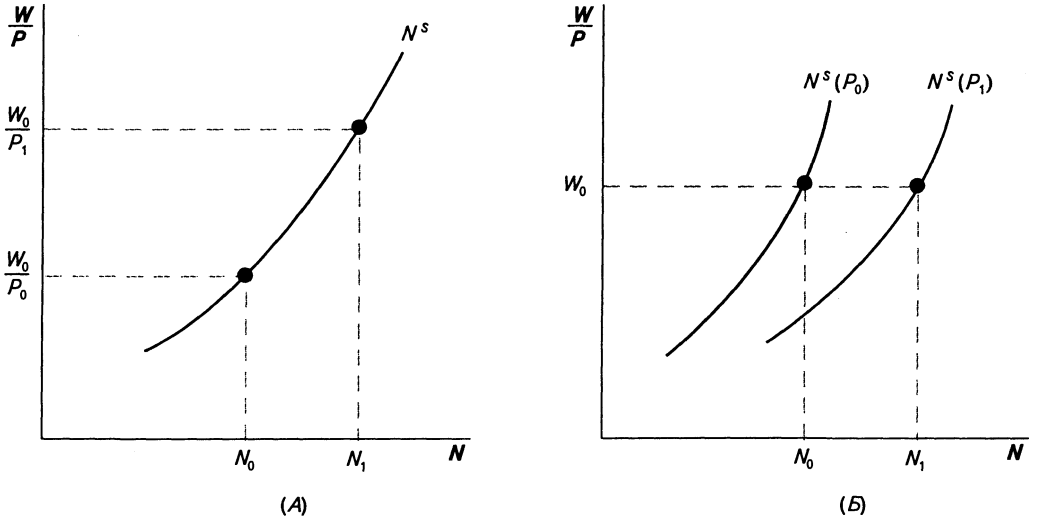
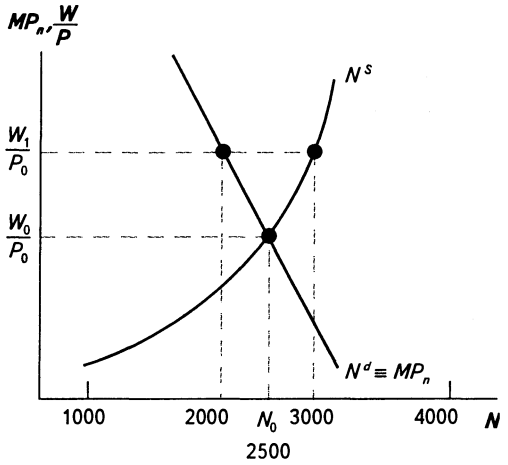
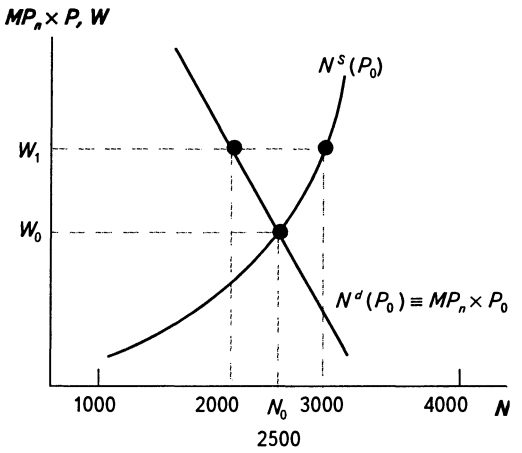


Рис. 18-7
Влияние падения цен на предложение труда. Падение уровня цен с P_0 до P_1, при неизменности номинальной заработной платы, влечет за собой рост реальной заработной платы. Поэтому увеличится предложение труда (рис. *А*). Соответственно при неизменной ставке номинальной заработной платы предложение труда также возрастет (рис. *Б*).

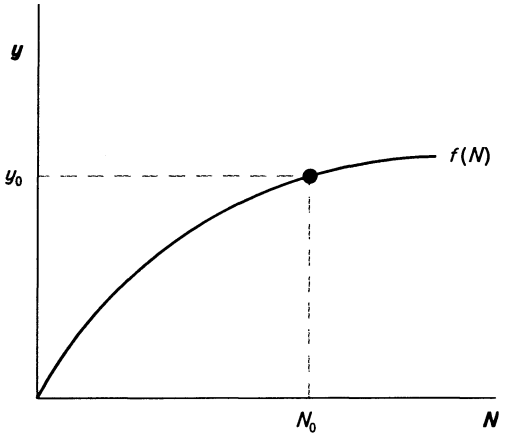
Предложение труда в экономике Путем суммирования по горизонтали отдельных графиков предложения труда можно получить график совокупного предложения труда. Мы можем сделать это на любом графике, учитывающем изменения реальной или номинальной заработной платы по оси ординат. Эти графики будут смещаться по тем же причинам, что и для отдельно взятого работника. Изменения номинальной заработной платы и уровня цен влияют на реальную заработную плату всех работников подобным образом. Любой вариант графика совокупного предложения труда (т. е. когда по оси ординат измеряется ставка номинальной или реальной заработной платы) также может сместиться, если меняются другие факторы. В качестве таких факторов могут выступать различия в отношении работников к труду, процент рабочей силы во всем населении или ставки налогов на заработную плату работников.



(А)



(Б)



(В)

Рис. 18-8
Определение совокупного объема производства. Уровень занятости устанавливается при достижении равновесия на рынке труда (рис. *А* или *Б*). Производственная функция в таком случае показывает объем производства, соответствующий уровню занятости (рис. *В*).

При номинальной заработной плате W_1, которая находится выше точки равновесия, существует ситуация неполной занятости. Объем производства будет ниже уровня полной занятости. При этом будет существовать временный избыток рабочей силы, т. е. безработица.

РАВНОВЕСИЕ НА РЫНКЕ ТРУДА И ГРАФИК СОВОКУПНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ

Рисунок 18-8 показывает совокупное предложение и совокупный спрос на труд для каждого возможного типа графического представления рынка труда, в зависимости от того, что измеряется по оси ординат — номинальная или реальная заработная плата. На рис. 18-8*А* и *Б* равновесная *номинальная* заработная плата, обозначенная W_0, устанавливается, когда спрос фирм на труд равен предложению труда, или N_0 (в данном случае $N_0 = 2500$ единиц рабочей силы) при *данном* уровне цен P_0.

Рассмотрим ставку реальной заработной платы W_1/P_0 (рис. 18-8*А*). При данной ставке фирмы предпочитают нанять только 2000 единиц рабочей силы. Но предложение составляет 3000 единиц. Это означает, что существует избыток в 1000 работников при ставке реальной заработной платы W_1/P_0. Экономисты обычно называют такой избыток рабочей силы *безработицей* (*unemployment*).

Что произойдет затем? Ответ классической модели состоит в том, что номинальная заработная плата будет уменьшаться по мере того, как незанятые работники будут конкурировать с имеющими работу. Они будут согласны на меньшую заработную

плату, что и приведет к ее уменьшению на рынке труда. Безработица будет лишь временным явлением.

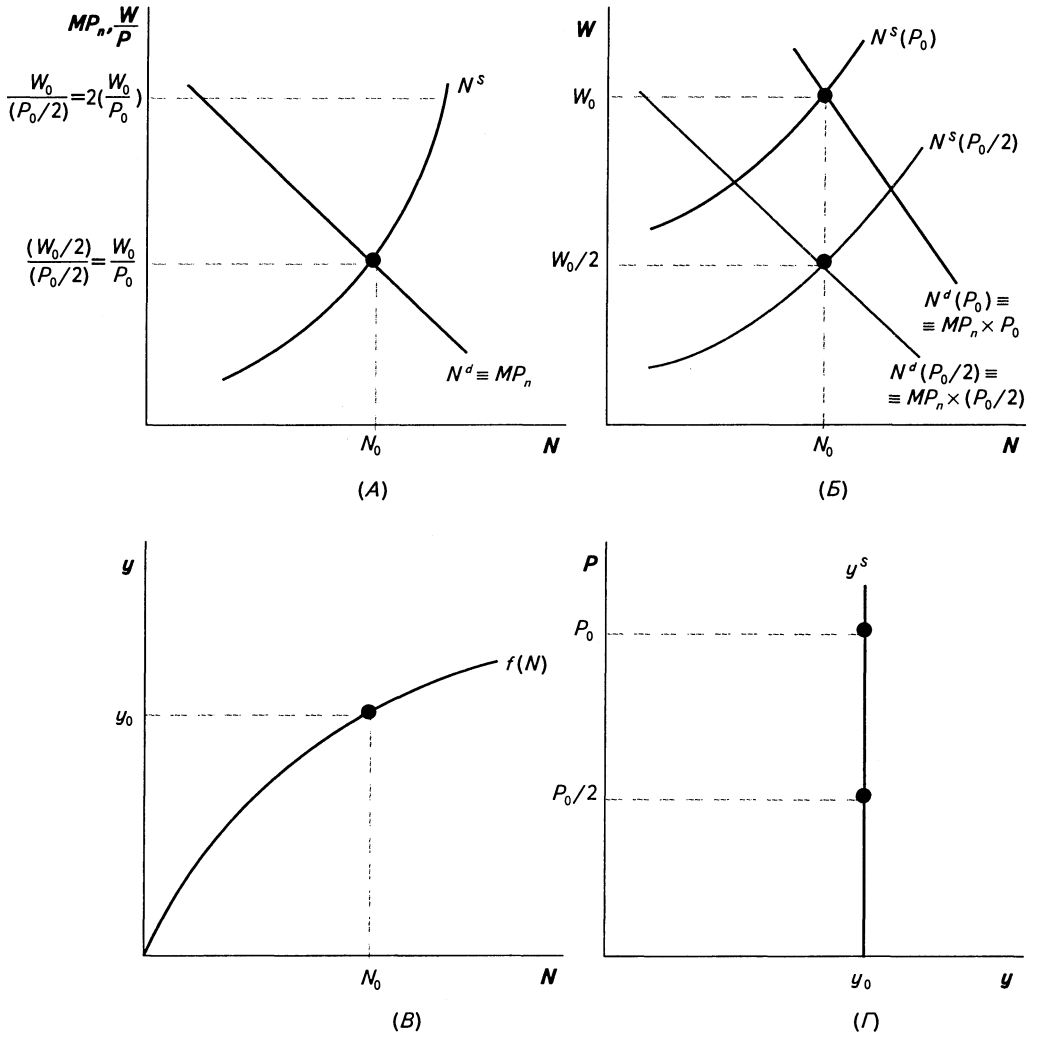


Рис. 18-9

Построение графика совокупного предложения в классической модели. Если уровень цен упадет вдвое, реальная заработная плата станет в два раза больше при неизменности ее номинальной ставки W_0 (рис. *А*). При более высокой реальной заработной плате, $W_0/(P_0/2) = 2W_0/P_0$, существует избыток рабочей силы. Номинальная заработная плата уменьшается, пока на рынке труда не установится равновесие при полной занятости, которому соответствует определенное количество рабочей силы N_0. Соответственно, когда уровень цен уменьшится вдвое, предельный продукт труда уменьшается и спрос на труд падает (рис. *Б*). Работники понимают, что их реальная заработная плата стала больше, так что растет предложение их услуг. В общем занятость остается на уровне N_0. Объем производства (рис. *В*) не изменяется при равновесии. Поэтому уменьшение уровня цен не влияет на реальный объем производства; прямая совокупного предложения расположена вертикально (рис. *Г*).

То же самое применимо и к графику на рис. 18-8*Б*. Здесь, однако, в качестве переменной по оси ординат используется номинальная заработная плата. Тем не менее на этом рисунке показано равновесие на рынке труда при номинальной заработной плате W_0, уровне занятости N_0 и данном уровне цен P_0, как и на рис. 18-8*А*. К тому же уровень номинальной заработной платы W_1 выше точки равновесия должен повлечь за собой тот же уровень безработицы, поскольку график иллюстрирует типично рыночное поведение. При достижении равновесия спроса и предложения номинальная заработная плата уменьшится. Безработица опять же в худшем случае будет временным явлением.

Точка равновесия на рынке труда соответствует *полной занятости* (*full employment*). Она определяется пересечением кривых спроса и предложения труда. При достижении равновесия экономика характеризуется приемлемым уровнем занятости при данной ставке номинальной заработной платы и уровне цен.

На рис. 18-8*В* представлен график объема производства, обеспеченного текущим количеством рабочей силы N_0. Поскольку рынок труда находится в равновесии, мы можем назвать этот уровень производства y_0 уровнем *производства при полной занятости*.

Классическая теория утверждает, что изменения общего уровня цен не влияют на уровень производства при полной занятости. Для подтверждения рассмотрим пример (рис. 18-9). Предположим, что рынок труда первоначально находится в равновесии (рис. 18-9*А* и *Б*). Номинальная заработная плата равна W_0, уровень занятости — N_0 при данном уровне цен P_0. При таком количестве рабочей силы уровень производства при полной занятости равен y_0 (рис. 18-9*В*). На последнем графике (рис. 18-9*Г*) объем производства измеряется по горизонтальной оси и уровень цен — по вертикальной. На этом графике равновесие наблюдается в комбинации «цена — объем производства» (P_0 и y_0).

Теперь предположим, что уровень цен уменьшился на 50%, до $P_0/2$. В результате при данной номинальной заработной плате W_0 (рис. 18-9*А*) реальная заработная плата увеличится в два раза, до $W_0/(P_0/2) = 2(W_0/P_0)$. При данной более высокой заработной плате возникнет безработица. Вследствие этого номинальная заработная плата станет меньше. Рынок труда достигнет равновесия, только когда номинальная заработная плата упадет на 50%, до $W_0/2$. Новая реальная заработная плата будет равна $(W_0/2)/(P_0/2)$, или W_0/P_0. Это и есть ставка реальной заработной платы, при которой достигается рыночное равновесие. В конце концов, ставка равновесной реальной заработной платы и уровень занятости не изменяются.

Рисунок 18-9*Б* иллюстрирует то же самое, но с другой точки зрения. Здесь по оси ординат откладываются значения номинальной заработной платы. Когда уровень цен упадет на 50%, то спрос на труд, так же как величина предельного продукта труда, уменьшится на 50%. К тому же работники не страдают от денежной иллюзии. Они понимают, что произошло увеличение их реальной заработной платы на 50%, и в ответ на это повышают предложение своих услуг. В результате равновесная номинальная оплата труда падает до $W_0/2$. Равновесный уровень занятости остается неизменным в точке N_0.

Поскольку уровень занятости не меняется, объем производства на рис. 18-9*В* остается неизменным. Однако на рис. 18-9*Г* уровень цен уменьшается вдвое. Поэтому в экономике устанавливается новое равновесие при том же объеме производства при полной занятости. Это происходит, даже хотя уровень цен теперь на 50% ниже.

Конечно, равновесный объем производства не изменится в ответ на любое данное изменение уровня цен. Это означает, что обе точки равновесия (рис. 18-9*Г*) в действительности принадлежат кривой различных комбинаций объема производства и цен,

при которых рынок труда находится в равновесии. Экономисты называют эту кривую *графиком совокупного предложения товаров и услуг* (*aggregate output supply schedule*), произведенных в экономике. В дальнейшем мы будем называть его проще — **графиком совокупного предложения** (*aggregate supply schedule*).

График совокупного предложения в классической модели при полной занятости представляет собой вертикальную прямую. В результате объем продукции определяется ее предложением. В классической модели когда задано расположение графика совокупного предложения в экономике, то известен и краткосрочный объем производства, независимо от любых других факторов.

Безработица в классической модели В классической модели безработица — явление временное. Если на рынке труда существует избыток рабочей силы, то ставки номинальной заработной платы будут скорректированы, чтобы избавиться от него. Однако экономисты-классики признавали, что иногда на практике имеет место безработица в течение длительного периода. Означает ли это, что в классической модели что-то неправильно? Экономисты-классики так не считали. Длительная безработица, по их мнению, может возникать по причине воздействия каких-либо внешних факторов, как-то: принятие законов о минимальной заработной плате или введение других ограничений (например, установление профсоюзами ставок заработной платы уменьшает эластичность заработной платы перед изменением цен). Они не принимали эти факторы всерьез настолько, чтобы включать их в модель экономики. Более того, они считали, что такие институциональные ограничения гибкости номинальной заработной платы были не нужны и что даже при их введении долго действовать они не будут. Как мы увидим в следующих главах, современные экономисты продолжают дискутировать по этим вопросам.

Количественная теория денег и совокупный спрос

Важной чертой построения графика совокупного предложения является то, что мы определяли равновесный уровень заработной платы и занятости при данном уровне цен; мы не рассматривали сам процесс установления уровня цен. Это не означает, что мы не заинтересованы в этом. Естественно, процесс установления цен в классической модели важен лишь для понимания весьма ограниченной роли, которую экономисты-классики предназначали денежно-кредитной политике.

КЛАССИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

Экономисты-классики считали, что решающим детерминантом уровня цен в экономике является количество денег в обращении. Это означало, что для определения уровня цен нужно было знать, сколько денег все домашние хозяйства склонны хранить. Следовательно, анализ установления уровня цен в классической модели начинается в теории *спроса на деньги*.

Количественная теория денег Краеугольным камнем классической модели определения уровня цен была **количественная теория денег** (*quantity theory of money*), согласно которой люди хранят деньги для осуществления различных видов сделок. Хотя многие представители классической школы были сторонниками количественной теории денег, современные экономисты считают, что наибольший вклад в ее разработку внес американский экономист Ирвинг Фишер (Fisher, 1867—1947) из Йельского университета. Упрощенная модель количественной теории денег основывается на **уравнении обмена** (*equation of exchange*):

$$MV \equiv Py, \tag{18-7}$$

где M — номинальная денежная масса (объем наличности и депозитов до востребования, выраженный в долларах) и V — скорость обращения денег в кругообороте доходов (т. е. среднее число раз, когда каждая денежная единица используется на приобретение конечных товаров и услуг в единицу времени). Следовательно, левая часть уравнения (18-7) является величиной денежных платежей (в долларах) за конечную продукцию и услуги. Правая часть уравнения — это произведение уровня цен на объем конечной продукции и услуг, что представляет собой ту же величину денежных платежей за конечную продукцию и услуги. Поскольку обе части должны быть одинаковыми, то уравнение (18-7) является тождеством.

Кембриджское уравнение Альфред Маршалл и его коллеги из Кембриджского университета в Англии предложили *бихевиористский* вариант количественной теории денег. Они вывели **кембриджское уравнение** (*Cambridge equation*), в соответствии с которым

$$M^d \equiv kPy, \tag{18-8}$$

где M^d является общим количеством денег, которое все экономические агенты склонны хранить, и k — это дробь ($0 < k < 1$). В производстве товаров и услуг в экономике создается равный для всех домашних хозяйств доход (поскольку они владеют всеми факторами производства). Поэтому величина Py является номинальным объемом производства и номинальным доходом, полученным домашними хозяйствами. Следовательно, уравнение (18-8) отражает простую теорию спроса на деньги со стороны домашних хозяйств. Оно просто показывает, что домашние хозяйства склонны сберегать определенную долю своего номинального дохода в виде денег.

Смысл этой теории в том, что основной функцией денег является их использование в качестве *средства обращения*. Для проведения запланированных сделок на рынках товаров и услуг домашним хозяйствам необходимы наличные деньги. В соответствии с уравнением (18-8) k равно $M^d/(Py)$. Это означает, что k является отношением номинального объема наличных денег, который склонен хранить небанковский сектор к совокупному номинальному доходу. Экономисты-классики считали, что k представляет собой стабильную пропорцию, которую можно принимать за величину постоянную (в долгосрочном периоде).

Теория спроса на деньги, которую экономисты-классики называли теорией **трансакционного мотива** (*transactions motive*) хранения денег, очевидно, проста. Люди часто хранят деньги не только для осуществления запланированных сделок на рынках товаров и услуг, но и для непредвиденных случаев. К примеру, что им делать, если они, делая запланированные покупки в магазине *K-Mart*, увидели мерцающий голубой свет над определенными товарами со специальной ценой, а у них не оказалось дополнительных средств на руках? И. Фишер и А. Маршалл признавали существование **мотива предосторожности** (*precautionary motive*) хранения денег для ситуаций, подобных случаю в магазине *K-Mart*. Тем не менее для упрощения анализа экономисты обычно объединяют эти два мотива и ссылаются только на трансакционный мотив.

СОВОКУПНЫЙ СПРОС И ОПРЕДЕЛЕНИЕ УРОВНЯ ЦЕН

До сих пор мы обсуждали только классическую теорию спроса на деньги. Выходит, что от кембриджского уравнения до теории совокупного спроса на товары и услуги, произведенные в экономике, — всего лишь один шаг. Еще более короткий шаг нужно сделать до теории ценообразования.

График совокупного спроса Предположим, что предложение наличных денег со стороны центрального банка равно $M^s = M_0$. В точке равновесия все население склонно хранить именно это количество денег, т. е. $M^d = M^s$. Это означает, что если использовать кембриджское уравнение (18-8) для ситуации, когда домашние хозяйства склонны хранить наличные деньги, номинальный объем которых равен предложению денег со стороны центрального банка, то это как раз и будет случай, когда $kPy = M_0$. Для такой ситуации можно вывести следующее уравнение:

$$y^d = M_0/(kP). \tag{18-9}$$

Это уравнение для **графика совокупного спроса** (*aggregate demand schedule*) в экономике, который представляет собой всевозможные комбинации реального объема производства и цен, который удовлетворяют потребительские нужды домашних хозяйств, при номинальном объеме наличных денег (M_0) и при данном среднем ожидаемом коэффициенте хранения денег (k).

На рис. 18-10 представлен график совокупного спроса. Как следует из уравнения (18-9), с ростом уровня цен реальный объем производства товаров и услуг, которые захотят приобрести домашние хозяйства, уменьшается. Причина в том, что с ростом уровня цен то же самое происходит и с номинальным доходом домашних хозяйств. В соответствии с кембриджским уравнением (18-8) домашние хозяйства предпочтут хранить больше наличных денег. Это означает, что они используют меньшую часть своего дохода для приобретения реальных товаров и услуг. Следовательно, спрос на реальные товары и услуги уменьшается с ростом уровня цен. Графически это можно представить как движение влево вдоль кривой совокупного спроса.

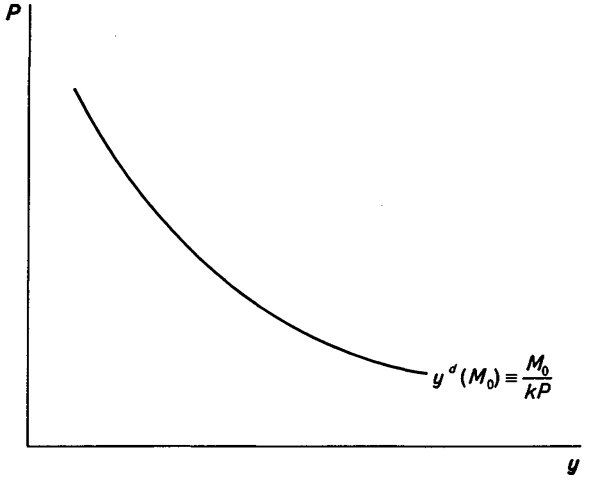


Рис. 18-10
График совокупного спроса в классической модели. График совокупного спроса на произведенные товары и услуги строится на основе кембриджского уравнения. У него отрицательный наклон, т. е. значения функции убывают. Это означает, что при более низком уровне цен, при неизменных номинальной денежной массе и коэффициенте k кембриджского уравнения спрос на товары и услуги возрастет.

Определение уровня цен На рис. 18-11*A* кривые совокупного спроса и предложения представлены вместе. В классической модели предложение товаров определяет объем производства, так что $y^s = y_0$ в точке пересечения кривых спроса и предложения. В этой точке на графике совокупного спроса, $y^d = y_0$, предложение товаров равно спросу («предложение порождает спрос на товары и услуги!»). В этой точке $y_0 = M_0/(kP)$. Так что равновесный уровень цен можно определить как

$$P = M_0/(ky_0). \tag{18-10}$$

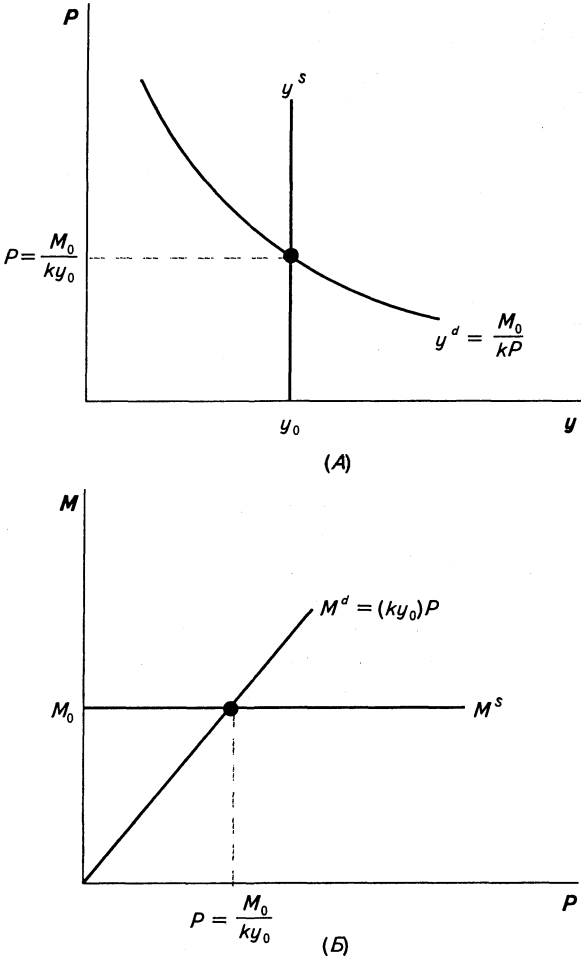


Рис. 18-11
Определение равновесного уровня цен в классической модели. Равновесный уровень цен определяется в точке, где предложение реальных товаров и услуг фирм, $y^s = y_0$, равно спросу потребителей на эти товары и услуги, $y^d = M_0/(kP)$. Именно в этой точке пересекаются кривые совокупного предложения и спроса при уровне цен $P = M_0/(ky_0)$ (рис. *А*). Соответственно, равновесный уровень цен определяется в точке, в которой спрос на деньги, $M^d = (ky_0)P$, равен предложению денег, $M^s = M_0$, т. е. где пересекаются кривые спроса и предложения денег (рис. *Б*).

Рисунок 18-11*Б* иллюстрирует еще одну точку зрения на определение уровня цен в классической модели. При равновесии домашние хозяйства будут хранить номинальный объем наличных денег M_0 при данном реальном объеме производства y_0. Кембриджское уравнение (18-8) указывает на то, что $M^d = kPy$, и на уровне производства, определяемом предложением, это уравнение принимает вид:

$$M^d = (ky_0)P. \qquad (18\text{-}11)$$

Можно представить это уравнение в виде прямой совокупного спроса с угловым коэффициентом ky_0 (рис. 18-11*Б*). Денежная масса равна постоянной величине M_0. На пересечении этих двух графиков уровень цен $P = M_0/(ky_0)$. Та же самая величина, установленная на рынке для реального объема производства, приведена в уравнении (18-10).

Короче говоря, оба графика являются равнозначным представлением процесса определения уровня цен в классической модели. Причина в том, что в классической модели домашние хозяйства либо сберегают часть своих доходов в виде наличных денег, либо тратят их на реальные товары и услуги. Поскольку предложение определяет объем производства в классической модели, когда домашние хозяйства склонны приобрести

товары и услуги в объеме, равном их предложению на рынке (равновесие на товарном рынке представлено на рис. 18-11*А*), они к тому же предпочитают хранить наличные деньги, номинальный объем которых равен предложению денег со стороны центрального банка (равновесие денежного рынка представлено на рис. 18-11*Б*). Обычно экономисты используют график равновесия на товарном рынке (рис. 18-11*А*). В общем, в экономическом анализе может быть использован любой из этих графиков, так как они оба дают один и тот же ответ.

Скорость обращения денег в классической модели Отметим, что уравнение (18-11) можно преобразовать, так что для любой данной денежной массы (M)

$$M/k = Py, \tag{18-12}$$

и данное равенство верно, когда денежный рынок находится в равновесии. Поскольку уравнение обмена (18-7) свидетельствует, что всегда справедливо следующее равенство

$$MV \equiv Py,$$

уравнение (18-12) предполагает, что в классической модели всегда верно, что $k \equiv \equiv 1/V$, или же соответственно

$$V \equiv 1/k. \tag{18-13}$$

Напомним, что экономисты-классики считали, что k в долгосрочном периоде — величина постоянная. В соответствии с уравнением (18-13) это допущение означает, что в классической модели скорость обращения денег постоянна. И. Фишер и другие последователи классической школы в действительности не считали, что это всегда так. (Это действительно очень большая редкость для любой экономики.) Однако они полагали, что эта величина *стабильна* (предсказуема) в течение долгосрочного периода, имеющего значение для их теории.

Зависимость между деньгами и ценами Предположим, что центральный банк решил изменить денежную массу с первоначальной величины M_0 до нового размера αM_0, где α — постоянная величина, не равная единице. Рисунок 18-12 иллюстрирует эффект такого изменения в случае, когда $\alpha > 1$. При этом новая денежная масса превышает первоначальную. Как показано на рис. 18-12*А*, увеличение денежной массы повысит спрос на продукцию. Рисунок 18-12*Б* показывает рост денежной массы как смещение вправо графика предложения денег.

Как показано на обоих графиках, равновесный уровень цен должен возрасти с P_0 до P_1, вслед за увеличением денежной массы. Вопрос, на который хотелось бы получить ответ, — насколько? Мы можем определить это следующим образом. Мы знаем из уравнения (18-10), что первоначальный уровень цен был $P_0 = M_0/(ky_0)$. Новый уровень цен после расширения денежной массы умножается на коэффициент α и будет равен $P_1 = \alpha M_0/(ky_0)$.

Следовательно, абсолютное изменение уровня цен вследствие изменения денежной массы будет равно $P_1 - P_0 = (\alpha - 1)[M_0/(ky_0)]$. *Пропорциональное изменение* уровня цен относительно его первоначальной величины составит:

$$\frac{P_1 - P_0}{P_0} = (\alpha - 1)\left(\frac{M_0}{ky_0}\right) \Big/ \left(\frac{M_0}{ky_0}\right) = \alpha - 1. \tag{18-14}$$

Предположим, что $\alpha = 2$. Тогда в нашем примере (рис. 18-12) денежная масса удвоилась с M_0 до $2M_0$. В результате уровень цен вырос с $P_0 = M_0/(ky_0)$ до $P_1 = 2M_0/(ky_0)=$

$= 2P_0$. Уровень цен удвоился, так что цены выросли соответственно с ростом денежной массы. Из уравнения (18-14) следует, что в соответствии с классической моделью такое удвоение денежной массы влечет за собой пропорциональное изменение уровня цен, т. е. уровень цен увеличится на 100%, что представляет собой удвоенный рост цен.

Можно сделать вывод, что классическая модель предсказывает, что при определяемом предложением уровне производства при полной занятости прирост денежной массы равен пропорциональным изменениям уровня цен на товары и услуги. Прирост денежной массы не влияет на уровень производства при полной занятости. Это справедливо, так как такие изменения воздействуют только на уровень совокупного спроса, а не совокупного предложения. Резкие изменения денежной массы, тем не менее, могут оказать огромное влияние на уровень цен. Поэтому экономисты-классики считали, что ключевая роль денежно-кредитной политики сводится к стабилизации уровня цен.

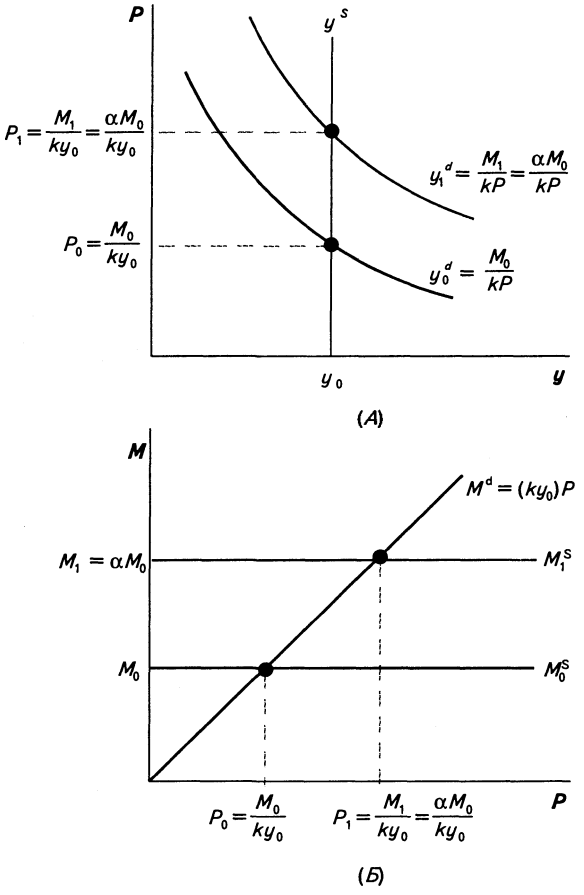


Рис. 18-12
Влияние роста номинальной денежной массы на равновесный уровень цен. Если номинальная денежная масса увеличивается в число раз, большее, чем единица, тогда график совокупного спроса смещается вправо (рис. *А*), а график совокупного предложения смещается вверх (рис. *Б*). Равновесный уровень цен увеличивается до уровня, равного произведению того же множителя на первоначальный уровень цен.

Определение ставки процента в классической модели

Одной из экономических переменных, которые привлекают внимание экономистов, изучающих денежно-кредитные отношения, является ставка процента. До сих пор мы мало говорили о подходе экономистов-классиков к пониманию процесса определения равновесной процентной ставки. Давайте же рассмотрим эту проблему.

Равновесие совокупного спроса и предложения на рынке товаров и услуг подразумевает, что вся продукция, произведенная в экономике, в конце концов распродается. Мы все знаем, что многие люди сберегают часть своего реального дохода, они не используют его полностью на покупку товаров и услуг. И хотя люди откладывают определенные средства, тем не менее в соответствии с классической моделью в условиях рыночного равновесия люди покупают всю произведенную продукцию. На первый взгляд здесь возникает противоречие, так как эти сбережения представляют собой *утечку* из потока расходов домашних хозяйств. Именно в разрешении этого очевидного противоречия и заключается роль ставки процента.

СБЕРЕЖЕНИЯ И ИНВЕСТИЦИИ

Люди часто сберегают товары, используя тот или иной способ. В современной экономике люди сберегают товары косвенным путем, с помощью использования имущественных прав на товары в виде финансовых обязательств, подобных банковским депозитам и облигациям. Когда вы открываете сберегательный счет, вы сохраняете за собой право на определенный товар, который можно было бы в другом случае приобрести. В сущности, вы как бы сберегаете реальные товары и услуги до определенного момента в будущем. Конечно, сбережение по своей природе представляет собой воздержание от текущего потребления, чтобы в будущем можно было его увеличить.

Однако не все люди занимаются сбережением. Многие хотели бы тратить больше, чем позволяют их доходы. Это особенно справедливо для владельцев фирм. Они части хотят приобрести капитальные товары для производства товаров и услуг с целью получения прибыли, используя приобретенный капитал, труд и землю. Однако покупка капитала может потребовать затрат, превышающих доходы владельцев. В результате они через свои фирмы как бы занимают эти товары у сберегателей. В современной экономике этот процесс происходит, когда заемщики обменивают имущественные права на товары в будущем и права на товары в настоящем, находящиеся в собственности сберегателей.

Часто фирмы занимают сберегаемый доход от имени владельца фирмы. Фирмы в этом случае *инвестируют этот взятый в долг доход*: они покупают капитальные товары для использования в процессе производства, т. е. эти сбережения, представлявшие утечку в потоке доходов и расходов, заново вливаются в этот поток в виде инвестиционных расходов компаний на товары и услуги.

График совокупных сбережений При данном реальном доходе основным детерминантом сбережений в единицу времени является ставка процента. По мнению экономистов-классиков, между реальной процентной ставкой (r_r) и объемом сбережений при данном уровне дохода существует прямая зависимость (при прочих равных условиях). (Вспомните обсуждение реальной процентной ставки в главе 7.) Если реальная процентная ставка растет, то домашние хозяйства станут сберегать больше и потреблять меньше при данном уровне дохода. Если же реальная процентная ставка падает, то, соответственно, сбережения уменьшатся и потребление возрастет.

Рисунок 18-13 иллюстрирует эту прямую зависимость между реальным объемом сбережений (сумма реального дохода, которую в общем сберегают домашние хозяйства) и реальной процентной ставкой. Этот график представляет собой кривую предложения. Объем сбережений домашних хозяйств в экономике представляет права собственности на реальные товары; в классической теории эти финансовые требования называют **ссудным капиталом** (*loanable funds*). Реальная процентная ставка является *ценой* этих ссудных капиталов, и кривая сбережений является имеющим положительный наклон *графиком предложения ссудного капитала*, также известным как *график*

Советский Союз столкнулся с количественной теорией денег

В конце 1980-х годов в Советском Союзе прилагались все усилия для перехода от плановой к «смешанной» экономике, где существует государственное и частное производство товаров и услуг. Однако вплоть до распада СССР в рождественский день 1991 г. практически все товары и услуги в стране производились государственными предприятиями. К тому же большинство цен оставались под жестким контролем государства. Очень часто возникал дефицит товаров, и торговля на черном рынке (т. е. торговля по негосударственным, неофициальным ценам) процветала. В начале 1991 г., пытаясь уменьшить обороты черного рынка, Советская власть решила объявить об обмене 50- и 100-рублевых купюр. При этом гражданам было дано только три дня для обмена крупных банкнот на более мелкие, чего многие сделать не успели.

Для такой политики было, возможно, два аргумента. Официальное намерение советского правительства было затруднить осуществление сделок на черном рынке. Правительство утверждало, что нелегальные торговцы часто использовали именно крупные купюры в своих сделках. Путем их отмены государство надеялось значительно затруднить проведение такого рода сделок.

В результате общее сокращение достигло 26 млрд. руб., т. е. произошло приблизительно 20-процентное уменьшение номинального объема наличных денег, которые выпускало советское правительство. Западные экономисты считали, что советские политики приняли классическую гипотезу о стабильной, если не постоянной, скорости обращения денег в кругообороте доходов. Западные ученые полагали, что советские лидеры надеялись, что сокращение номинальной денежной массы позволит при стабильной скорости обращения денег уменьшить совокупный спрос и давление на цены в сторону их повышения. В результате стимула к операциям на черном рынке не будет. Это, возможно, и было вторым и самым важным аргументом для обмена купюр в 1991 г.

Отметим, что количественная теория денег утверждает, что для бывшего Советского Союза было справедливо равенство $MV = Py$, где P представляет собой контролируемый государством уровень цен и y — определяемый государством уровень производства. (Естественно, черный рынок продолжает функционировать, так что уровень цен не был *полностью* фиксированным, но это полезное упрощающее допущение.) Мы можем сразу же предсказать, следуя количественной теории, что сокращение номинальной денежной массы повлечет за собой возмещающее увеличение скорости обращения денег в кругообороте доходов. Обе величины в правой части уравнения постоянны, так что изменение M в одном направлении будет компенсироваться изменением V в другом. Поэтому скорость обращения советских рублей не будет оставаться стабильной, как в классической экономической модели. Причина в том, что контроль над ценами в бывшем Советском Союзе нарушил основной элемент классической модели, а именно наличие совершенной конкуренции и ценовой эластичности.

Естественно, скорость обращения советских рублей в кругообороте доходов увеличилась в 1990 и 1991 гг. В результате совокупный спрос упал ненамного вслед за сокращением номинальной денежной массы. Наоборот, значительные суммы, которые советские граждане хранили в виде наличных денег и откладывали годами, были «экспроприированы» отменой крупных купюр. Давление на цены товаров и услуг в сторону их повышения продолжалось практически без изменений, и черный рынок процветал. Однако из этого можно извлечь важный урок: классическая модель — плохой пример для проведения политики, если любое из ее ключевых положений — гибкость цен при совершенной конкуренции — не применяется на практике.

Источник: Crane Keith, How Not to Cure a Monetary «Hangover». — Wall Street Journal, January 28, 1991, p. A10.

совокупных сбережений. С ростом реальной процентной ставки предложение сбережений в форме ссудного капитала увеличивается. Когда же реальная процентная ставка падает, то предложение сбережений в виде ссудного капитала уменьшается.

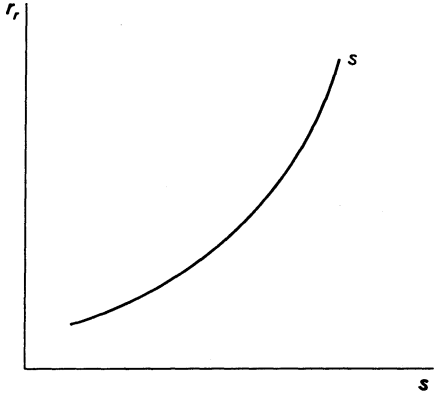


Рис. 18-13
График сбережений. При данном уровне национального дохода индивиды будут сберегать больше и потреблять меньше, если реальная процентная ставка растет. Кривая сбережений является графиком предложения ссудного капитала. Она смещается вправо, если уровень реального дохода увеличивается или если индивиды хотят потреблять меньше в настоящий момент, чтобы в будущем потреблять больше. Кривая смещается вправо, если уровень реального дохода падает или если индивиды хотят больше потреблять в настоящий момент, а не завтра.

График совокупных инвестиций По мнению экономистов-классиков, важным детерминантом инвестиций фирм является процентная ставка. Классики считали, что объем инвестиций обратно пропорционален реальной процентной ставке.

Вернемся к главам 4 и 7, где мы измеряли обменный курс между настоящим и будущим с помощью коэффициента дисконтирования $1/(1 + r_r)$. Когда фирма определяет дисконтированную стоимость текущих инвестиций, оно применяет этот коэффициент для расчета прибыли, которую должны принести эти инвестиции. Если реальная процентная ставка увеличивается, то коэффициент дисконтирования уменьшается. В результате дисконтированная стоимость текущих инвестиций уменьшается, что делает их менее прибыльными. Объем инвестиций будет меньше.

Например, предположим, что в этом году фирма рассматривает вариант покупки станка, который (вместе с установкой на заводе к концу года) стоит 9300 долл. Для упрощения допустим, что амортизация не начисляется до конца следующего года. (Это будет довольно странное оборудование, но это проще для понимания.) Ожидаемая валовая прибыль в *следующем году* от использования этого станка составит 10 000 долл. Однако фирма покупает его в *этом году*, и ей необходимо сравнить стоимость денег в соответствующие периоды. Если реальная процентная ставка равна 5% годовых, тогда дисконтированная стоимость валовой прибыли от использования этого станка будет равна 10 000 долл./(1 + 0,05) = 9523,81 долл. Таким образом, чистая прибыль от использования станка, приведенная к настоящему времени, будет равна 9523,81 − 9300 = 223,81 долл.

Если реальная процентная ставка поднимется до 10%, то фирме придется сделать перерасчет чистой прибыли от покупки станка. Теперь валовая прибыль будет равна 10 000 долл./(1 + 0,10) = 9090,91 долл., что означает чистый убыток фирмы в сумме 9090,91 − 9300 = −209,09 долл. Увеличение процентной ставки сделало эти инвестиции невыгодными, так что фирма не стала бы осуществлять покупку станка. Инвестиции фирмы в этом году будут меньше.

Обратная зависимость между ожидаемым объемом инвестиций и процентной ставкой показана на рис. 18-14. Отрицательный наклон *кривой совокупных инвестиций* связан с действием закона спроса, и для этого есть причина. Фирмы получают сред-

ства для инвестиций путем займа по реальной процентной ставке r_r. График совокупных инвестиций также (если бы государство не существовало, в наш анализ мы его введем позже) является графиком спроса на ссудный капитал. По мере роста реальной процентной ставки спрос на ссудный капитал для инвестиций уменьшается. При росте реальной процентной ставки этот спрос увеличивается.

РЫНОК КАПИТАЛА И ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТАВКИ ПРОЦЕНТА

Рассмотрим рис. 18-15, на котором представлен график совокупных сбережений (предложение ссудного капитала) вместе с графиком совокупных инвестиций (спроса на ссудный капитал) в одной координатной плоскости. Они пересекаются в точке, где ставка процента равна r_r^0. При данной ставке процента предложение ссудного капитала равно спросу на него. Другими словами, ожидаемый объем сбережений равен ожидаемому уровню инвестиций. При реальной процентной ставке r_r^0 рынок капитала находится в равновесии. Рынок реальных товаров также находится в состоянии равновесия при данной процентной ставке, так как равенство сбережений и инвестиций означает, что все утечки из потока реальных доходов (сбережений) заново вливаются в этот поток в виде инвестиций, т. е. вся часть дохода, которую сберегают домашние хозяйства, тратится фирмами на инвестиции, когда процентная ставка равна r_r^0. Следовательно, при данной реальной процентной ставке домашние хозяйства и фирмы покупают все товары и услуги, произведенные при полной занятости.

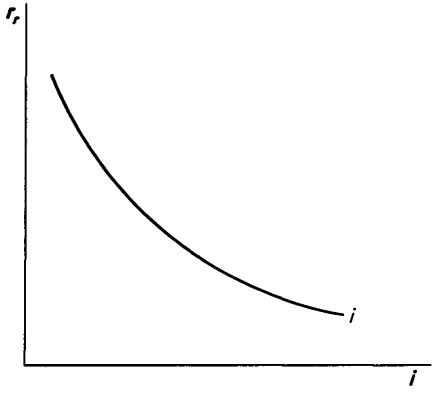


Рис. 18-14

График ожидаемых инвестиций. С ростом процентной ставки дисконтированная стоимость будущей прибыли фирм падает, так что фирмы сократят текущие инвестиции. Следовательно, данный график представляет обратную зависимость между процентной ставкой и ожидаемыми реальными инвестициями фирм. Без учета государственного вмешательства этот график можно назвать графиком спроса на ссудный капитал в экономике.

Если фирмы ожидают повышение будущей прибыли, то кривая совокупных реальных инвестиций сместится вправо. Она сместится влево, если ожидается уменьшение прибыли.

Предположим, что реальная процентная ставка выше r_r^0 и равна r_r^1 (рис. 18-15). В таком случае предложение ссудного капитала превысит спрос; ожидаемые сбережения превысят ожидаемые инвестиции. На рынке будет избыток ссудного капитала, при этом утечка из потока доходов—расходов будет больше, чем обратные вливания. Сберегатели будут конкурировать между собой за процентный доход, и реальная процентная ставка вернется к равновесному уровню.

Для сравнения предположим, что процентная ставка уменьшилась до r_r^2 (рис. 18-15). Теперь спрос на ссудный капитал превысит его предложение, ожидаемые инвестиции будут больше ожидаемых сбережений. Возникнет нехватка ссудного капитала, и утечка из потока доходов по сравнению с вливаниями в него будет мала. Заемщики будут соревноваться за получение ссуд по наименьшей цене, так что реальная процентная ставка поднимется до равновесного уровня.

До сих пор в рассматриваемом варианте классической модели предполагалось, что сбережения используются только для инвестиций, т. е. в качестве заемщиков выступали

лишь фирмы. На практике государство также выступает в качестве заемщика ссудного капитала. Мы абстрагировались от государственных расходов и налогообложения при обсуждении классической модели для упрощения. Экономисты-классики признавали, что часто государство является важным участником экономических процессов, поэтому они включили его в модель экономики. Они считали, что государственные расходы и налогообложение оказывают влияние на экономику посредством прямого воздействия на равновесную процентную ставку и равновесный объем ссудного капитала.

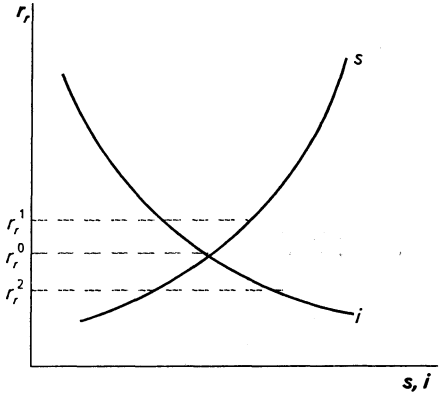


Рис. 18-15

Установление реальной процентной ставки. Реальная процентная ставка корректируется, пока спрос на ссудный капитал (ожидаемые инвестиции) не станет равен предложению (ожидаемым сбережениям). Если реальная процентная ставка равна r_r^1, ссудный капитал будет в избытке; сбережения будут превышать инвестиции. Сберегатели будут готовы давать свои средства взаймы по меньшей цене, так что реальная процентная ставка упадет до равновесного уровня r_r^0. Если процентная ставка равна r_r^2, то будет наблюдаться избыточный спрос на ссудный капитал; ожидаемые инвестиции будут больше ожидаемых сбережений. Фирмы будут готовы выплачивать более высокую процентную ставку, чтобы побудить домашние хозяйства давать взаймы, и процентная ставка будет расти до равновесного уровня r_r^0.

Бюджетно-налоговая политика в классической модели *Бюджетно-налоговой политикой* (*fiscal policy*) называют политику государства в области расходов и налогообложения. Обозначим g объем реальных государственных расходов в единицу времени. Пусть сумма поступлений в казну государства от сбора налогов будет t. Если государственные расходы превышают налоговые поступления, тогда имеет место дефицит государственного бюджета в размере $(g - t)$. Экономисты часто называют эту величину *основным дефицитом* (*primary deficit*). Это просто величина дефицита бюджета безотносительно к другим факторам, таким, как выплаты по государственному долгу.

Государство финансирует бюджетный дефицит за счет займов. Предположим, что государство устанавливает размер своих расходов и налогообложения независимо от любых экономических переменных, так что g и t являются *аккордными* (*общими*) *величинами* (*lump-sum quantities*). Это означает, что государство должно занимать общую сумму для финансирования бюджетного дефицита.

Рисунок 18-16 иллюстрирует эффект, связанный с увеличением дефицита государственного бюджета с нуля (сбалансированный бюджет) до новой общей величины $(g - t)$. Это представляет собой объем ссудного капитала, который государство предполагает занять при любой данной процентной ставке, т. е. величину спроса государства на ссуды. На рис. 18-16 по горизонтали мы складываем этот совокупный спрос государства на ссудный капитал со спросом частных фирм. В результате получаем новый график совокупного спроса (государства и частного сектора) на ссудный капитал. При первоначальной реальной процентной ставке r_r^0 будет наблюдаться избыточный спрос на ссудный капитал, так что реальная процентная ставка возрастет до нового равновесного уровня r_r^1.

Теперь уровень сбережений увеличится с s_0 до s_1. Такое увеличение объема сбережений повлечет за собой равнозначное уменьшение потребления. К тому же объем частных

инвестиций упадет с i_0 до i_1. Общее сокращение потребления (роста сбережений) и частных инвестиций будет равно увеличению общего дефицита $(g - t)$.

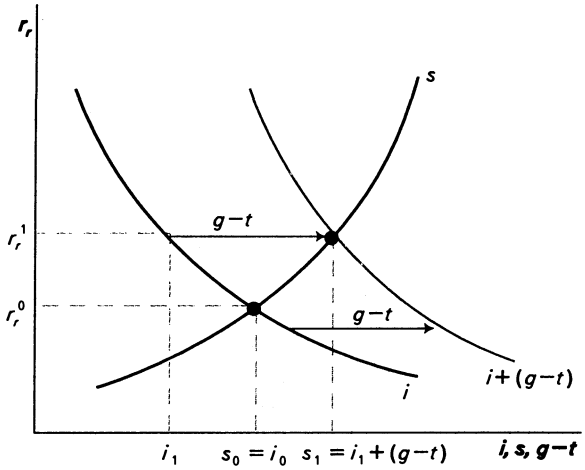


Рис. 18-16

Эффект, связанный с увеличением дефицита государственного бюджета. Государство должно брать взаймы для финансирования разницы между расходами g и налоговыми поступлениями t. Если объем необходимых займов равен величине $(g - t)$, то эта величина представляет собой спрос государства на ссудный капитал. Если данную величину добавить к спросу частных фирм, тогда $i + (g - t)$ будет графиком совокупного спроса на ссудный капитал.

Если процентная ставка при отсутствии дефицита государственного бюджета $(g - t = 0)$ была равна r_r^0, тогда рост спроса на ссудный капитал вследствие увеличения дефицита до уровня $(g - t)$ влечет за собой увеличение равновесной процентной ставки до r_r^1. Вследствие этого частные инвестиции упадут с i_0 до i_1. Сумма сбережений увеличится с s_0 до s_1. Поскольку реальный доход равен доходу при полной занятости в классической модели, то он остается неизменным, так что увеличение сбережений означает уменьшение частного потребления на соответствующую величину. Суммарное сокращение частных инвестиций и частного потребления равно размеру дефицита. Следовательно, увеличение дефицита государственного бюджета «*вытесняет*» соответствующий объем частных расходов.

Таким образом, классическая теория утверждает, что увеличение дефицита государственного бюджета, который мог возникнуть вследствие роста государственных расходов, уменьшения сбора налогов или и того и другого, имеет два последствия. Во-первых, растет реальная процентная ставка. Во-вторых, такое увеличение процентной ставки влечет за собой падение частных расходов (сокращение частных инвестиций и потребления). Такое уменьшение будет равно величине дефицита. Экономисты называют это второе последствие **эффектом вытеснения** (*crowding-out effect*). В классической модели действия государства по финансированию дефицита «вытесняют» соответствующий объем частных расходов. В сущности, государство потребляет большую часть товаров и услуг, произведенных при полной занятости, от имени своих граждан, оставляя меньше возможностей для частного потребления.

Денежная масса и процентные ставки В классической модели рынка капитала и установления реальной процентной ставки номинальная денежная масса не играет большой роли. Она не влияет на реальную процентную ставку, которая определяется лишь распределением ссудного капитала между сберегателями и заемщиками.

Мы знаем из главы 7, что номинальная процентная ставка (r_n) приблизительно равна реальной процентной ставке (r_r) плюс ожидаемые темпы инфляции. Перед этим мы узнали, что изменения денежной массы оказывают пропорциональное воздействие

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Возврат к теории экономиста классической школы

Классическая модель основывается на идеях, высказанных много лет назад. Поэтому часто считают, что эти «старые идеи» вряд ли применимы в настоящее время. Хорошим примером, подтверждающим обратное, являются идеи видного представителя классической школы Давида Рикардо (1772—1823). Д. Рикардо утверждал, что влияние многих изменений налогообложения на макроэкономические переменные будет небольшим или практически нулевым. Например, Д. Рикардо считал, что снижение аккордных налогов не окажет воздействия на совокупное потребление. По его мнению, причина была в том, что государство должно финансировать уменьшение налогообложения за счет эмиссии дополнительных облигаций. Государство будет вынуждено платить проценты по ним в будущем, так что для их оплаты со временем придется все равно повышать налоги. Следовательно, налогоплательщики будут думать, что сокращение налогов в настоящем повлечет за собой увеличение налогового бремени в будущем. В результате в ответ на уменьшение налогообложения рационально мыслящие и стремящиеся к прибыли индивиды будут откладывать «прибыль» от такого уменьшения (увеличение дохода, остающегося на руках после уплаты налогов) до определенного момента в будущем, когда государство повысит налоги, чтобы выплатить долги. Следовательно, сокращение налогового бремени необязательно повлечет за собой рост текущего потребления.

До недавнего времени современные экономисты в основном не обращали внимание на аргументы Д. Рикардо. Они допускали (как мы увидим в следующих главах), что сокращение текущего налогообложения определенно увеличит величину дохода после уплаты налогов и станет причиной роста текущего потребления. Однако некоторые экономисты вспомнили логическую аргументацию Д. Рикардо для объяснения, почему современная теория налогов и потребления не всегда сходилась с фактами. Естественно, они решили, что Д. Рикардо был абсолютно прав и что современные теоретики зря не учитывали его теорию.

По мнению Д. Рикардо, население, понимая, что сокращение текущего налогообложения повлечет за собой его увеличение в будущем, будет, соответственно, сберегать средства для погашения процентов по облигациям вместо увеличения потребления. Это означает, что сокращение налогов, явившееся причиной бюджетного дефицита, равно увеличению налогов в будущем. Поэтому экономисты называют теорию Д. Рикардо теоремой эквивалентности (Ricardian equivalence proposition). Теперь эта теорема является основным предметом изучения и дискуссий в экономической науке. Многие экономисты до сих пор ставят под сомнение тот факт, что домашние хозяйства настолько дальновидны, чтобы сберегать все дополнительно полученные средства от сокращения текущего налогообложения для погашения будущих платежей по облигациям государства. Другие, ставящие под сомнение теорему Рикардо, утверждают, что поскольку многие люди осознают, что просто могут не дожить до того момента, когда им придется платить больше налогов, то они в действительности увеличат свое потребление.

Тем не менее сторонники теоремы Рикардо считают, что все-таки рационально мыслящие, стремящиеся к выгоде люди будут достаточно дальновидными. К тому же они утверждают, что люди, которых волнует благополучие их детей, могут оставить этот дополнительный доход своему потомству в качестве даров до своей смерти либо как наследство, так что их дети могли бы оплачивать более высокие налоги государства в будущем, необходимые для финансирования погашения процентов по облигациям. Это послужило причиной исследования мотивов того, почему люди оставляют наследство своему потомству. Насколько людей волнует судьба своих детей — это может быть крайне важно для воздействия налоговой политики на макроэкономику!

Д. Рикардо развил множество других теорий, особенно касающихся поведения рынка труда и заработной платы, но его теория налоговой политики все еще продолжает оставаться источником дискуссий в экономической науке — спустя два века после его смерти. Возможно, теорема эквивалентности является самым долгоживущим теоретическим наследием Д. Рикардо, используемым последующими поколениями.

на цены. Следовательно, в классической модели увеличение темпов прироста денежной массы, скажем, на 3% станет причиной приблизительно 3-процентной инфляции. Устойчивая инфляция повлечет за собой рост номинальной процентной ставки приблизительно на 3%. И наоборот, уменьшение темпов прироста денежной массы на 3% может стать причиной падения номинальной процентной ставки примерно на 3%.

Краткое содержание

1. Классическая модель является скорректированным и модернизированным вариантом теорий экономистов XVIII, XIX и начала XX в.
2. В классической модели сделано три основных допущения: а) экономические агенты руководствуются мотивом рационального преследования личной выгоды; б) на рынках имеет место совершенная конкуренция; в) экономические агенты не страдают от денежной иллюзии.
3. Эластичность цен, заработной платы и процентных ставок гарантирует, что будет достигнута полная занятость. Безработица, или избыток рабочей силы, влечет за собой падение ставок номинальной заработной платы относительно уровня цен. Уменьшение реальной заработной платы вернет рынок труда к равновесию, при котором имеет место полная занятость.
4. Из уравнения производственной функции следует, что полная занятость рабочей силы определяет соответствующий уровень производства, который не зависит от цен на товары и услуги. Следовательно, график совокупного предложения в классической модели представлен в виде вертикальной прямой. Фактором, определяющим объем производства, является предложение товаров и услуг.
5. Количественная теория денег, которая являлась основной макроэкономической моделью в течение нескольких веков, утверждает, что частные лица и фирмы хранят деньги для совершения сделок. В частности, кембриджское уравнение предполагает, что ожидаемый объем наличных денег является постоянной долей номинального дохода.
6. На основе кембриджского уравнения можно построить график совокупного спроса. Эта кривая смещается при изменении денежной массы.
7. Уровень цен устанавливается в точке равновесия совокупного спроса и совокупного предложения на рынке товаров и услуг. В классической модели предложение определяет объем производства, а уровень цен определяется спросом. Изменение денежной массы не влияет на объем производства при полной занятости, но является причиной равнозначных изменений уровня цен.
8. Реальная процентная ставка корректируется для гарантирования того, что утечка из потока доходов—расходов, принимающая форму сбережений, возвращается в этот поток в виде инвестиций. В соответствии с классической моделью увеличение дефицита государственного бюджета влечет за собой повышение реальной процентной ставки и «вытесняет» равнозначную величину частных расходов.
9. Реальная процентная ставка устанавливается независимо от денежной массы, но изменение темпа прироста денежной массы прямо воздействует на номинальные процентные ставки.

Словарь терминов

График совокупного предложения (*aggregate supply schedule*) — комбинация различных уровней цен и объемов производства товаров, выпускаемых частными лицами и фирмами на добровольной основе.

График совокупного спроса (*aggregate demand schedule*) — комбинации различных уровней цен и объемов производства, которые соответствуют уровню потребления товаров и услуг и хранения денег частными лицами.

Денежная иллюзия (*money illusion*) — состояние, когда экономические агенты меняют свое поведение в ответ на изменения номинальных показателей, даже если не произошло изменения реальных (скорректированных с учетом уровня цен) показателей.

Дефлятор дохода—цен (*income price deflator*) — показатель уровня цен на товары и услуги относительно цен базового года. По определению, P равно Y/y, где Y представляет собой текущий доход и y — реальный доход.

Закон Сея (*Say's law*) — авторитетное мнение Ж. Б. Сея о том, что предложение товаров порождает спрос.

Закон убывающей предельной отдачи (*law of diminishing marginal returns*) — закон, в соответствии с которым каждое последующее добавление единицы фактора производства, такого, как труд, уменьшает предельный прирост реального объема производства при условии, что все остальные факторы остаются неизменными.

Кембриджское уравнение (*Cambridge equation*) — уравнение, выведенное Альфредом Маршаллом и другими экономистами Кембриджского университета в Англии, которое показывает, что частные лица склонны хранить деньги, составляющие определенную долю номинального дохода, для осуществления запланированных сделок.

Количественная теория денег (*quantity theory of money*) — в соответствии с этой теорией деньги хранятся для осуществления различных сделок.

Макроэкономические переменные (*macroeconomic variables*) — величины, такие, как национальный доход или уровень цен, которые являются показателями функционирования экономики.

Мотив предосторожности (*precautionary motive*) — мотив накопления денег на непредвиденные цели; аргумент в пользу людей, которые хранят деньги для непредвиденных обстоятельств, когда нужно нести незапланированные расходы.

Нейтральность денег (*neutrality of money*) — мнение, что деньги нейтральны, когда изменение их количества влияет только на номинальные показатели, и если реальные переменные, такие, как уровень занятости, объем валового национального продукта и его структура, не изменяются при изменении денежной массы.

Предельный продукт труда (*marginal product of labor*) — изменение общего объема производства вследствие увеличения рабочей силы, занятой в производстве, на одну единицу.

Производственная функция (*production function*) — зависимость между возможными величинами факторов производства и показателями объема производства товаров и услуг, которые могут произвести фирмы при данном уровне техники.

Ссудный капитал (*loanable funds*) — этим термином экономисты-классики называют часть реального дохода, которую домашние хозяйства сберегают. Эта сберегаемая часть дохода представляет собой права на реальные товары и услуги.

Стагфляция (*stagflation*) — одновременное наличие высокого уровня инфляции и безработицы.

Трансакционный мотив (*transactions motive*) — мотив хранения денег в связи с предполагаемой покупкой товаров и услуг.

Управление спросом (*demand management*) — использование денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики для изменения уровня совокупных ожидаемых расходов с целью достижения ожидаемого уровня реального дохода, занятости и цен.

Уравнение обмена (*equation of exchange*) — тождество, в соответствии с которым номинальный объем всех денежных сделок на приобретение конечных товаров и услуг равен номинальной стоимости приобретенных товаров и услуг. В наиболее полном виде представлено американским экономистом Ирвингом Фишером.

Цена предельного продукта труда (*value of the marginal product of labor*) — стоимость предельного продукта труда в текущих рыночных ценах, измеряемая как произведение предельного продукта на цену товарной единицы.

Эффект вытеснения (*crowding-out effect*) — происходит при увеличении дефицита государственного бюджета. Повышение реальной процентной ставки вследствие этого влечет за собой сокращение частных расходов. В классической модели это сокращение в точности равно увеличению бюджетного дефицита. В сущности, расходы по его финансированию «вытесняют» соответствующую величину частных расходов.

Вопросы для самопроверки

1. Постройте график, который бы отражал все значения агрегатной производственной функции $y = f(N)$. Кратко объясните, почему угловой коэффициент этой функции является предельным продуктом капитала. Постройте график предельного продукта труда (MP_n), который соответствует данной производственной функции.
2. Объясните, почему график предельного продукта труда является графиком спроса на труд для конкурентной фирмы. Какие факторы могут стать причиной смещения этого графика?
3. В результате каких факторов график совокупного предложения труда может сместиться? Почему?
4. Используйте построение соответствующих графиков для получения по крайней мере двух точек, лежащих на кривой совокупного предложения в классической модели.
5. Совокупный объем производства увеличивается, когда повышается уровень техники в экономике. В классической модели это может произойти, если только график совокупного предложения смещается вправо по мере улучшения технологии производства. Докажите, что это действительно предполагается классической теорией.
6. В течение двух последних десятилетий многие женщины стали работать, таким образом увеличив предложение труда. Используйте классическую модель, чтобы предсказать воздействие большего количества работающих женщин: а) на равновесную ставку заработной платы; б) на равновесный уровень занятости; в) на уровень производства при полной занятости и положение графика совокупного предложения; г) на уровень цен при условии, что денежная масса и скорость обращения денег в кругообороте доходов не меняются.
7. Многие экономисты нашли подтверждение тому, что в большинстве индустриальных стран мира производительность труда стала меньше.

   а) Одним из показателей производительности труда является средний продукт труда, который представляет собой отношение объема производства к уровню занятости. Используйте классическую модель производства для обоснования различных причин уменьшения среднего продукта труда.

   б) Еще одним показателем производительности труда является предельный продукт труда. Что может стать причиной его сокращения?

   в) Сравните свои ответы на вопросы (а) и (б). Подумайте, почему экономисты должны быть очень осторожны при определении показателей производительности труда, которые они используют при обсуждении проблемы ее сокращения.
8. Предположим, что рынок труда довольно статичен, но развитие технологий осуществления платежей намного увеличило среднюю скорость обращения денег. Окажет ли это какое-либо влияние на уровень производства, цен и реальной процентной ставки, и если да, то какое?
9. Предположим, что федеральное правительство увеличивает расходы на реальные товары и услуги при том, что налоговые сборы остаются неизменными. К тому же допустим, что

в первоначальный период бюджет сбалансирован. И последнее, пусть центральный банк покупает все облигации, выпущенные для финансирования дефицита государственного бюджета, на деньги, специально эмитированные для этой цели.

а) Каким будет воздействие таких мер на равновесную реальную процентную ставку? Объясните почему. В чем конкретно проявляется это воздействие: в повышении реальных государственных расходов, увеличении денежной массы или и в том и другом?

б) Каким будет воздействие на номинальную процентную ставку? Объясните почему. Что конкретно будет причиной этого: увеличение государственных расходов, рост денежной массы или и то и другое?

в) Как это повлияет на частные реальные расходы? Объясните почему.

Задачи

18-1. Допустим, что г-н Колаччи получает доход в размере 100 долл. в неделю и что он сберегает 10 долл. и тратит 90 долл. на потребительские товары. Он работает 38 часов в неделю. Допустим теперь, что *все* цены выросли в два раза: все товары и услуги стоят в два раза дороже, заработная плата увеличилась в два раза и номинальная процентная ставка повысилась ровно на 100%.

а) Будет ли г-н Колаччи сберегать более высокую долю дохода?

б) Будет ли он теперь работать свыше 38 часов в неделю?

в) При каких условиях он будет сберегать более 10% своего дохода и работать свыше 38 часов в неделю, если уровень цен удвоился?

18-2. Пусть совокупный спрос на труд задан функцией $W_R = 25 - N$, а совокупное предложение труда — функцией $W_R = -5 + 2N$, где W_R — ставка реальной заработной платы и N — величина рабочей силы.

а) Определите равновесную ставку реальной заработной платы.

б) Рассчитайте равновесное количество рабочей силы.

в) Предположим, что цены на все товары выросли вдвое. Напишите уравнения спроса на труд и его предложения в номинальных показателях после такого изменения цен.

г) Определите равновесную ставку номинальной заработной платы и равновесную величину рабочей силы.

18-3. Предположим, что значения k равны: а) 0,2; б) 0,25; в) 0,333. Какими будут соответствующие величины V? Что произойдет с V, когда k увеличивается? Почему это происходит?

18-4. Предположим, что г-жа Смит получает доход в сумме 1000 долл. в начале каждого месяца, тратит свой доход и расходует одну и ту же сумму ежедневно. Чему равна средняя величина ее наличных денег в течение месяца? Чему равно для нее среднее значение k? Предположим теперь, что она получает тот же ежегодный доход, но она получает 500 долл. в начале месяца и 500 долл. — в середине. Сколько теперь составит величина ее наличных денег? Чему будет равно k? Что происходит с k, когда люди получают деньги более часто?

18-5. Предположим, что кембриджское уравнение является правильной теорией спроса на деньги и что $k = 0{,}2$, $P = 4{,}0$ и $y = 100$ млрд. долл. в ценах базового года.

а) Чему равен ожидаемый номинальный объем наличных денег?

б) Чему равен ожидаемый реальный объем наличных денег?

в) Докажите с помощью этих цифр, что реальный объем наличных денег равен постоянной доли реального дохода.

18-6. Предположим, что в уравнении обмена $MV = Py$; $V = 5$ и $y = 100$ млрд. долл. в ценах базового периода. Определите P для каждого из нижеследующих значений M:

а) $M = 80$ млрд. долл. **в)** $M = 160$ млрд. долл.

б) $M = 100$ млрд. долл. **г)** $M = 200$ млрд. долл.

Какой вывод можно сделать из полученного ответа?

18-7. Предположим, что уровень цен равен двум единицам, реальный объем производства — 100 единицам и скорость обращения денег — 4 единицам.

а) Чему равна номинальная денежная масса?

б) Какая часть номинального дохода хранится в виде наличности, т. е. чему равна величина k в кембриджском уравнении?

в) Предположим, что денежная масса и скорость обращения денег в кругообороте доходов неизменны, но реальный объем производства увеличивается до 200 единиц. Каким будет уровень цен?

г) Используйте ответы на вопросы (а) и (б) для примерного построения графика совокупного предложения в классической модели, который включает величины скорости обращения доходов и денежной массы.

18-8. Предположим, что спрос на ссудный капитал (l) задан функцией $r_n = 20 - (0{,}5)l$, где r_n — номинальная процентная ставка, в то время как предложение ссудного капитала задано функцией $r_n = 2 + l$.

а) Чему равна равновесная номинальная процентная ставка?

б) Найдите равновесное значение l.

в) Если цены на все товары выросли вдвое, запишите новую функцию предложения ссудного капитала и спроса на него после этого изменения.

г) Определите новую равновесную процентную ставку.

д) Определите новый равновесный размер ссудного капитала.

Рекомендуемая литература

Barro Robert, The Ricardian Approach to Budget Deficits, in: Macroeconomic Policy. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1990.

Fisher Irving, The Theory of Interest. — New York: Macmillan, 1930.

Froyen Richard T., Macroeconomics: Theories and Policies, 3 ed. — New York: Macmillan, 1990.

Hicks John R., Theory of Wages. — London: Macmillan, 1932.

Keynes John Maynard, The General Theory of Employment, Interest, and Money. — London: Macmillan, 1936.

Marshall Alfred, Money, Credit, and Commerce. — London: Macmillan, 1925.

Marshall Alfred, Principles of Economics. — New York: Macmillan, 1925.

Mill John S., Principles of Economics. — London: J. W. Parker, 1848.

Patinkin Don, Money, Interest, and Prices, 2 ed. — New York: Harper & Row, 1965.

Ricardo David, Funding System, in: The Works and Correspondence of David Ricardo, ed. P. Sraffa. — Cambridge University Press, 1951.

Say Jean B., A Treatise on Political Economy. — London: Longmans, 1821.

Wicksell J. G. K., Interest and Prices, trans. R. F. Kahn. — London: Macmillan, 1936.

Глава 19 Макроэкономическая модель

Основные проблемы

1. Что собой представляет функция потребления?
2. Как устанавливается уровень национального дохода в краткосрочный период?
3. Что произойдет, если величина ожидаемых совокупных расходов не соответствует фактическому совокупному объему производства?
4. Возможно ли одновременное наличие равновесия и безработицы?
5. Что собой представляет график совокупных расходов?
6. Как смещение графика совокупных расходов приводит к многократным изменениям равновесного уровня национального дохода?
7. Какова роль бюджетно-налоговой политики в базовой модели доходов—расходов?

Экономические события оказывают определенное воздействие на экономическую теорию. Великая депрессия, продолжавшаяся с 1929 г. до конца 1930-х годов и охватившая весь мир, предоставила неопровержимые доказательства того, что в капиталистической системе отсутствует механизм, способный автоматически вернуть экономику к уровню полной занятости, по крайней мере в краткосрочном периоде. Более того, в Великобритании в течение пяти лет до начала Великой депрессии имели место глубокий спад и высокий уровень безработицы.

В 1936 г. британский экономист Джон Мейнард Кейнс опубликовал книгу «*Общая теория занятости, процента и денег*» (*The General Theory of Employment, Interest, and Money*), которая произвела революцию в экономической мысли. В этой книге (обычно называемой «Общая теория») Дж. М. Кейнс попытался заменить классическую модель собственной версией общей макроэкономической теории. В данной главе и двух последующих дана критика классической модели Дж. М. Кейнсом. В них представлена упрощенная версия его общей макроэкономической теории. Эту теорию в постдепрессионный период взяли на вооружение многие (но, конечно, не все) экономисты.

Критика классической модели Дж. М. Кейнсом

Кейнсианская революция продолжала оказывать доминирующее влияние на экономическую мысль и в последующие годы. Конечно, основные аспекты критики классической экономической теории Дж. М. Кейнсом остаются главной темой дискуссий среди экономистов. Как утверждал Дж. М. Кейнс:

1. Классическая теория рынка труда и совокупного предложения в лучшем случае является промежуточным этапом в разработке общей теории; в классическом толковании предложения в экономике имеются фундаментальные упущения.
2. Классическая теория спроса на деньги слишком упрощена. Существует несколько мотивов хранения денег, а экономисты-классики придавали слишком большое значение трансакционному мотиву.

3. В трактовке сбережений и инвестиций в классической теории процентная ставка рассматривалась как экономическая переменная, которая гарантировала равенство спроса и предложения ссудного капитала, однако процентная ставка не выполняла своей роли.
4. Сторонники классической теории считали, что без государственного вмешательства в экономику отклонение занятости и объема производства от равновесного уровня будет временным. Дж. М. Кейнс оспорил точку зрения экономистов-классиков на краткосрочный период и поставил под сомнение соответствие реальности модели экономики даже в долгосрочный период.
5. И последнее, классическая теория совокупного спроса базировалась в основном на количественной теории денег. Дж. М. Кейнс считал подход, основанный на том, что совокупный спрос порождается предложением товаров, неправильным. Его подход заключался в том, чтобы развить отдельные теории ожидаемых расходов в различных секторах экономики и затем уже соединить их вместе в общей теории совокупного спроса.

РЫНОК ТРУДА

У Дж. М. Кейнса не было больших разногласий с классической теорией спроса на труд. Он соглашался, что покупатели рабочей силы (работодатели) не страдают от денежной иллюзии и, следовательно, их волнует только ставка заработной платы с учетом уровня товарных цен (ставка реальной заработной платы). Однако Дж. М. Кейнс отвергал классическую теорию предложения труда. Вспомним из главы 18, что в классической модели кривая совокупного предложения имеет положительный наклон при рассмотрении ставки и номинальной, и реальной заработной платы (в зависимости от выбранного метода анализа). В соответствии с этой формулировкой, когда ставки номинальной заработной платы сохраняются приблизительно на одном уровне, а цены возрастают, некоторые работники станут трудиться меньшее время или вообще не будут работать, поскольку *реальная* заработная плата падает. Дж. М. Кейнс утверждал, что реальная действительность не соответствовала этому предположению.

По мнению Дж. М. Кейнса, деятельность профсоюзов, введение минимальных ограничений заработной платы и заключение долгосрочных договоров между работниками и фирмами, как в секторах экономики, в которых действуют профсоюзы, так и в других секторах, представляет собой те реальные факторы, которые могут объяснить отсутствие изменений ставок номинальной заработной платы в сторону понижения. Такая неэластичность номинальной заработной платы делает практически невозможной вынужденную безработицу. В упрощенной модели экономики, следовательно, Дж. М. Кейнс допускал отсутствие изменений заработной платы в сторону понижения, как будет показано в главе 21.

СПРОС НА ДЕНЬГИ

Напомним, что в классической модели предложение денег и спрос на них определяют уровень цен. Это действительно так, поскольку годовой объем производства конечных товаров и услуг (y) является постоянным в данный период и равен уровню производства при полной занятости. К тому же в классической модели скорость обращения денег (V) принимается за постоянную величину, предполагая неизменность техники совершения платежей и общественных традиций. Это допущение проявляется при толковании значения k, равного $1/V$, как постоянной величины в классическом уравнении спроса на деньги (кембриджском уравнении).

Если денежная масса и объем производства постоянны, тогда $MV = Py$, так что цена (P) изменяется прямо пропорционально значениям денежной массы (M). Однако если мы не будем учитывать допущение о неизменности y, тогда такой прямо про-

порциональной зависимости между M и P уже не будет. Изменения M могут влиять либо на P, либо на y, либо на оба показателя, пока V остается неизменной (или изменяется в соответствии с ожиданиями). Это и есть постулат современной количественной теории денег (так называемого монетаризма), которую мы рассмотрим в главе 21.

В действительности Дж. М. Кейнс к тому же считал, что V не была постоянной. Он развил теорию того, как прирост M может привести к изменениям V в противоположном направлении, так что прирост денежной массы может оказать меньшее воздействие на номинальный доход, чем предполагалось в классической теории. Кроме рассмотрения функции денег как средства обращения кейнсианская теория также подчеркивает роль денег как *финансового актива*, или как средства сохранения стоимости; при этом возникает *спекулятивный мотив* хранения денег. Поэтому сумма денег, которую предполагают хранить домашние хозяйства, зависит от изменения цен на облигации и процентных ставок. Именно эта теория спроса на деньги, которую мы обсудим в главе 20, является основанием для вывода, что M обратно пропорциональна V.

СБЕРЕЖЕНИЯ, ИНВЕСТИЦИИ И СТАВКА ПРОЦЕНТА

В классической модели именно процентная ставка приводит к равенству ожидаемых объемов сбережений и инвестиций. Следовательно, изменение процентной ставки гарантирует, что «утечка» из потока доходов—расходов (объем сбережений) в итоге заново вливается в этот поток. Процентная ставка выполняет крайне важную функцию уравнивания сбережений и инвестиций в классической модели. Это происходит, поскольку объем сбережений находится в прямо пропорциональной зависимости от реальной процентной ставки, тогда как объем инвестиций ей обратно пропорционален.

Сбережение и ставка процента По мнению Дж. М. Кейнса, реальная процентная ставка не является основным детерминантом уровня сбережения и потребления населения. Вместо этого он утверждал, что уровень сбережения и потребления главным образом зависит от реального дохода. Экономисты-классики принимали реальный доход за постоянную величину. При полной занятости, как в классической модели, можно принять доход за постоянную величину и утверждать, что потребление в основном зависит от размера процентной ставки. Но поскольку может ли экономика достичь уровня полной занятости — это еще вопрос, то не следует доход принимать за постоянную величину. Предполагать неизменность национального дохода в силу допущения о полной занятости, как считают Дж. М. Кейнс и его последователи, не совсем верно.

Таким образом, каждый раз, когда совокупный реальный доход изменяется, график функции сбережения (и потребления) в классической модели смещается. Короче говоря, Дж. М. Кейнс утверждал, что функция сбережения в классической модели характеризуется изменчивостью (подверженностью колебаниям), поскольку основной детерминант уровня сбережения — реальный доход — не является постоянной величиной. В дальнейшем, когда мы перейдем к рассмотрению кейнсианской модели в этой главе, станет очевидно, что уровни реального сбережения и реальное потребление являются функцией реального располагаемого дохода, а не реальной процентной ставки.

Инвестиции и ставка процента Здесь, опять же отмечал Дж. М. Кейнс, экономисты-классики приняли за постоянную величину основной детерминант ожидаемых инвестиционных расходов — ожидаемую прибыль. Между инвестициями и реальной процентной ставкой *при прочих равных условиях* существует обратно пропорциональная зависимость. То, что классики принимали за постоянную величину, и было ожидаемой прибылью, которая может быстро и значительно меняться. В результате положение графика ожидаемых инвестиций также меняется; он смещается каждый раз, когда меняются ожидания прибыли. Таким образом, Дж. М. Кейнс утверждал, что

капиталистическая экономика неустойчива в основном вследствие изменчивости функции инвестиций.

Сбережения, инвестиции и точка равновесия В традиционной кейнсианской теории процентные ставки *первоначально* не влияют ни на сбережения, ни на инвестиции, так что изменения процентной ставки не могут привести объем сбережений и инвестиций к полному равновесию. Если графики объема сбережений и инвестиций могут смещаться, можно ли быть уверенным, что равенство сбережений и инвестиций гарантирует полную занятость? Дж. М. Кейнс утверждал, что нет. Например, допустим, что повысилась склонность к сбережению населения, которое по какой-то причине значительно увеличило объем своих сбережений. В результате величина реальных потребительских расходов упадет. При условии, что цены на товары и услуги фиксированы, население будет покупать меньше, что повлечет за собой уменьшение объема производства и доходов, т. е. экономический спад.

В соответствии с классической моделью рост инвестиций в результате уменьшения реальной процентной ставки компенсирует сокращение объема сбережений. Однако нельзя принимать ожидаемую прибыль в условиях спада за величину постоянную. Если ожидаемая прибыль уменьшится, будут ли фирмы инвестировать больше средств для покупки станков и оборудования, когда вследствие спада у них образовались избыточные мощности? Дж. М. Кейнсу ответ на этот вопрос был очевиден. В данной главе мы увидим, что в традиционной кейнсианской модели равенство сбережений и инвестиций может существовать даже в условиях глубокого спада.

ДОЛГОСРОЧНЫЙ И КРАТКОСРОЧНЫЙ ПЕРИОДЫ

Даже на углубленном философском уровне Дж. М. Кейнс и его последователи критиковали терпеливость (можно сказать, негибкость) экономистов-классиков (и многих современных экономистов), которые готовы ждать изменений относительных цен, ставок реальной заработной платы и реальных процентных ставок, чтобы возникла тенденция к достижению полной занятости в экономике. А как же все те неприятности, которые придется пережить банкротам, безработным и их семьям? Это вопрос для тех, кто верит в механизм саморегулирования экономики. Сколько придется людям ждать? Сколько будет длиться *долгосрочный период* (*long run*)? Неудовлетворенный классическими предписаниями не вмешиваться в экономику и ждать ее долгосрочных корректировок, особенно в годы Великой депрессии, Дж. М. Кейнс выдвинул постулат, впоследствии часто цитируемый: «В долгосрочный период мы все умрем». Это утверждение стало столь же знаменито, как и закон Сея.

В соответствии с такого рода философскими суждениями в традиционной кейнсианской теории сделан акцент на макроэкономическом анализе в *краткосрочный период* (*short run*). Как мы убедимся в данной главе, такой подход позволяет углубить понимание механизма отклонения экономики от уровня полной занятости в краткосрочный период. Такой подход также позволяет понять роль бюджетно-налоговой стабилизационной политики в традиционной кейнсианской модели. В последующих главах мы увидим, однако, что кейнсианской модели с акцентом анализа на краткосрочный период противостоит классическая модель, в которой основное внимание уделяется корректировкам экономики в долгосрочный период.

ИЗМЕНЕНИЕ ПОДХОДА К ПОСТРОЕНИЮ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОЙ МОДЕЛИ

Еще один вопрос, который разделял Дж. М. Кейнса и экономистов-классиков, — это подход к построению макроэкономической модели. В классической модели равновесный уровень занятости рабочей силы определяет совокупное *предложение* при данных

уровнях использования капитала и земли — и при данном уровне техники. Денежная масса является основным детерминантом совокупного *спроса*. Корректировка сбережений и инвестиций (при данном дефиците государственного бюджета, если таковой существует) определяет распределение товаров и услуг между владельцами фирм, домашними хозяйствами и государственным сектором экономики. Когда сбережения домашних хозяйств равны сумме инвестиций фирм и величины дефицита государственного бюджета, доля в реальном объеме производства домашних хозяйств, фирм и государства соответствует их запросам. Такая корректировка обеспечивает равенство утечки средств из потока доходов-расходов экономики обратным вливаниям в этот поток.

Дж. М. Кейнс перевернул последовательность анализа. Тем самым он значительно изменил подход многих своих современников и большинства современных экономистов к построению моделей экономики. Дж. М. Кейнс считал, что экономисты должны начинать исследования процесса функционирования экономики с группирования экономических агентов, или выделения *секторов* в экономике. В соответствии с Дж. М. Кейнсом самый лучший способ для этого — рассматривать в отдельности инвестиционные решения владельцев фирм, потребление и сбережение домашних хозяйств и определение государственных расходов и налогов. Когда поведение внутри каждого сектора становится понятным, тогда можно строить общую модель потоков доходов-расходов. Для получения целостной картины того, как работает экономика, нужно объединить анализ роли денег, процентных ставок и совокупного предложения.

Кейнсианский подход в течение многих лет являлся *традиционным* подходом к макроэкономическому моделированию. Оставшаяся часть настоящей главы представляет собой введение в традиционную кейнсианскую модель. Также обсуждаются воззрения Дж. М. Кейнса на роль сбережений и инвестиций, определение совокупных доходов и расходов в краткосрочном периоде, вероятность того, что реальный объем производства может не соответствовать уровню производства при полной занятости в краткосрочный период.

Основы анализа совокупных доходов-расходов

КРУГООБОРОТ ДОХОДОВ-РАСХОДОВ

Основным достоинством традиционной кейнсианской модели, которую мы рассмотрим в этой главе, является то, что она выводит на первый план потоки доходов-расходов. Мы можем изучать эти потоки, используя **схему кругооборота доходов-расходов** (*circular flow diagram*), которая является концепцией основных потоков доходов-расходов в экономике в течение определенного периода. Экономическими агентами являются домашние хозяйства и находящиеся в их собственности фирмы. На рынках факторов производства домашние хозяйства предоставляют услуги факторов производства (рабочую силу, капитал, землю и предпринимательские способности) фирмам в обмен на доходы факторов производства (заработную плату, проценты и дивиденды, ренту и прибыль). Общая величина доходов факторов производства, скорректированная с учетом уровня цен, является **реальным национальным доходом** (*real national income*), обозначаемым y.

Домашние хозяйства распределяют реальный национальный доход по четырем направлениям. Во-первых, часть его они используют для уплаты налогов государству. **Реальные чистые налоги** (*real net taxes*), обозначаемые t, представляют собой сумму реальных налогов, выплачиваемых государству домашними хозяйствами, минус все трансфертные *платежи государства* домашним хозяйствам. Трансфертные платежи, такие,

как пособия многодетным семьям или пособия по социальному обеспечению, являются в действительности потоками доходов-расходов, которые государство не использует для своих нужд, а распределяет между домашними хозяйствами. Во-вторых, они приобретают реальные товары и услуги на внутренних товарных рынках (рынках товаров и услуг страны, где находятся домашние хозяйства). Реальный поток расходов на товары и услуги является **реальным потреблением домашних хозяйств** (*real household consumption*), которое мы обозначим c. В-третьих, домашние хозяйства могут покупать импортные товары и услуги, что является реальным потреблением импорта, или просто **реальным импортом** (*real imports*), обозначаемым m. Наконец, домашние хозяйства сберегают, прибегая к услугам финансовых рынков, ту часть реального дохода, которую они не используют для потребления товаров фирм-резидентов и импортных товаров или для уплаты налогов. Эти сбережения называются **реальными сбережениями домашних хозяйств** (*real household saving*) и обозначаются s.

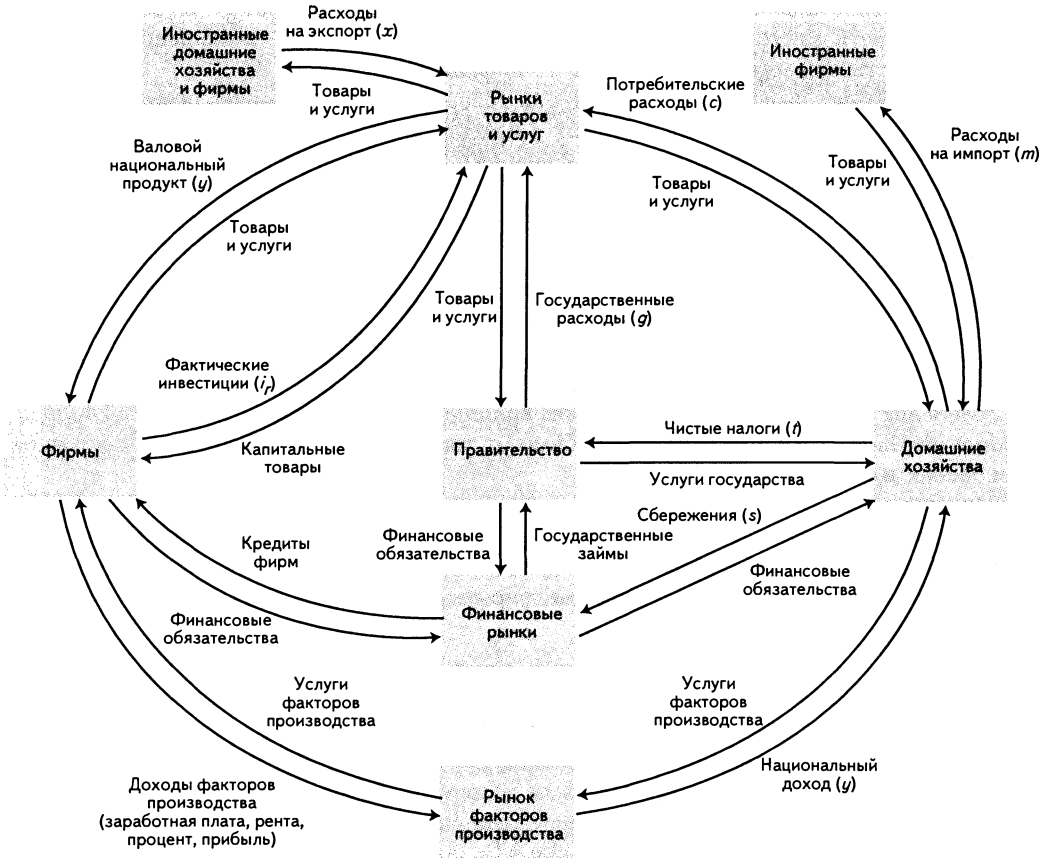


Рис. 19-1

Кругооборот доходов-расходов. Доходы фирм от производимых и реализуемых на соответствующих рынках товаров и услуг, в конце концов, получают домашние хозяйства, которые владеют фирмами и факторами производства. Домашние хозяйства потребляют отечественные и иностранные товары и услуги, сберегают средства и платят налоги. Товары и услуги, производимые фирмами, покупаются домашними хозяйствами, фирмами, правительством и иностранными резидентами.

ТОЖДЕСТВА НАЦИОНАЛЬНОГО ДОХОДА И ВАЛОВОГО НАЦИОНАЛЬНОГО ПРОДУКТА

Таким образом, домашние хозяйства, *по определению*, разделяют совокупный реальный доход на четыре категории. Поэтому можно вывести **тождество национального дохода** (*national income identity*):

$$y \equiv c + s + t + m. \qquad (19\text{-}1)$$

Напомним, что мы используем символ тождества (≡) для обозначения того, что данное равенство всегда справедливо независимо от того, находится экономика в равновесии или нет.

Владельцы фирм, которые заимствуют часть реальных сбережений домашних хозяйств для финансирования закупок товаров и услуг у других фирм или для создания запасов еще не проданной конечной продукции. Экономисты называют реальные расходы фирм на рынках товаров и услуг **фактическими реальными инвестициями** (*real realized investment*), обозначаемыми i_r. Государство заимствует остаток сбережений домашних хозяйств для финансирования дефицита государственного бюджета, который будет иметь место, если расходы на товары и услуги (g) превышают величину реальных чистых налогов, получаемых от домашних хозяйств.

Следовательно, фактические расходы на товары и услуги, производимые фирмами, в основном состоят из потребительских расходов домашних хозяйств (c), реальных инвестиций (i_r) и государственных расходов (g). Резиденты других государств, однако, также могут покупать товары и услуги местных фирм. Такие покупки товаров и услуг, экспортируемых фирмами в другие страны, называют **реальными расходами на экспорт** (*real export spending*), обозначаемыми x. Следовательно, совокупные расходы фирм в экономике на обеспечение реального объема производства должны, *по определению*, состоять из четырех категорий расходов:

$$y \equiv c + i_r + g + x. \qquad (19\text{-}2)$$

Уравнение (19-2) является **тождеством валового национального продукта** (*national product identity*), которое верно независимо от того, находится экономика в состоянии равновесия или нет.

Отметим, что объем производства y равен доходу y. Реальные совокупные расходы, которые входят в соответствующий поток расходов фирм, в конце концов, оказываются в распоряжении домашних хозяйств, которые владеют этими фирмами и предоставляют все факторы производства, используемые фирмами для создания валового национального продукта.

Поведение домашних хозяйств и фирм

Традиционный макроэкономический анализ рассматривает потоки доходов-расходов между домашними хозяйствами, фирмами и государственным сектором экономики и тождества национального дохода и валового национального продукта, которые они предполагают, в качестве *фундамента* анализа. Мы можем использовать их для построения простой модели установления равновесия между совокупными расходами и доходами.

Мы отложим рассмотрение международных проблем до части VII. Следовательно, в данной главе мы обсуждаем **закрытую экономику** (*closed economy*), которая предполагает отсутствие торговли с другими государствами. Мы делаем это не для приближения к практике, поскольку допущение о закрытости экономики не соответствует реальности. Сейчас важно понять основной механизм функционирования экономики. Лучше

всего это можно сделать при рассмотрении закрытой экономики. (Мы обсудим включение экспорта и импорта в модель экономики в «Международном обзоре» на с. 516.)

В закрытой экономике нет импорта или экспорта, так что m и x равны нулю (рис. 19-1). Это означает, что тождество национального дохода принимает вид: $y \equiv c + s + t$. Тождество валового национального продукта в закрытой экономике: $y \equiv c + i_r + g$

Анализ тождества национального дохода и валового национального продукта ничего не может дать, кроме того, что было уже рассмотрено экономистами-классиками, по крайней мере на концептуальном уровне. Чтобы построить действительно отличную от классической модели альтернативную модель экономики, необходимо знание теоретических основ поведения домашних хозяйств, фирм и государственного сектора экономики.

ПОТРЕБЛЕНИЕ И СБЕРЕЖЕНИЕ ДОМАШНИХ ХОЗЯЙСТВ

Лучше всего начать с самого крупного (около $^2/_3$) компонента национального дохода— потребления домашних хозяйств. Основным тезисом традиционного макроэкономического анализа является утверждение, что реальное потребление домашних хозяйств является функцией **реального располагаемого дохода** (*real disposable income*). Это логичный вывод, что показано на рис. 19-1. Домашние хозяйства получают реальный доход, выплачиваемый фирмами в виде заработной платы, дивидендов и процентов, ренты и прибыли. В современной экономической теории государство облагает заработную плату налогами сразу по ее получении. К тому же домашние хозяйства платят налоги (с разной степенью срочности) по большинству других видов доходов. Следовательно, фактически они получают доход после уплаты налогов ($y - t$), или располагаемый доход (y_d).

Как видно из рис. 19-1, домашнее хозяйство может распределить располагаемый доход для использования в двух целях — на употребление и сбережение, т. е. мы можем изменить тождество национального дохода $y \equiv c + s + t$ на $y_d \equiv y - t \equiv c + s$. Источником способности домашних хозяйств сберегать или потреблять является получаемый ими доход после уплаты налогов. Так что вполне логично, что основным детерминантом уровня сбережения и потребления является их располагаемый доход.

Поскольку в закрытой экономике $y_d \equiv c + s$, следовательно,

$$\Delta y_d \equiv \Delta c + \Delta s, \tag{19-3}$$

где символ Δ означает «прирост». Уравнение (19-3) показывает, что прирост располагаемого дохода, по определению, сберегается или потребляется домашними хозяйствами. Если мы разделим обе части этого тождества на Δy_d, то получим:

$$1 \equiv \frac{\Delta c}{\Delta y_d} + \frac{\Delta s}{\Delta y_d}. \tag{19-4}$$

Уравнение (19-4) показывает, что сумма приростов объема потребления и сбережения, связанных с изменениями располагаемого дохода, должна равняться единице. Дж. М. Кейнс первым выделил две дроби в правой части уравнения (19-4). Первый показатель ($\Delta c/\Delta y_d$) Дж. М. Кейнс назвал **предельной склонностью к потреблению** (*marginal propensity to consume, MPC*), которая представляет собой прирост объема потребления вследствие прироста располагаемого дохода. Второй показатель ($\Delta s/\Delta y_d$) Дж. М. Кейнс назвал **предельной склонностью к сбережению** (*marginal propensity to save, MPS*), поскольку это прирост объема сбережения, вызванный приростом дохода после уплаты налогов. Уравнение (19-4) показывает, что домашние хозяйства либо потребляют, либо сберегают часть реального располагаемого дохода, так что сумма *MPC* и *MPS* должна равняться единице.

Поскольку $y_d \equiv c + s$, справедливым также будет тождество, полученное от деления его обеих частей на y_d):

$$1 \equiv \frac{c}{y_d} + \frac{s}{y_d}. \qquad (19\text{-}5)$$

Дж. М. Кейнс определил первую дробь в правой части уравнения (19-5) как **среднюю склонность к потреблению** (*average propensity to consume, APC*), а вторую дробь — **среднюю склонность к сбережению** (*average propensity to save, APS*). Опять же, поскольку домашние хозяйства могут либо потреблять, либо сберегать свой доход после уплаты налогов в закрытой экономике, *APC* и *APS* в сумме должны составлять единицу.

Функция потребления Кейнсианская теория потребления, которая, как мы увидим, является ключевым элементом традиционной модели совокупных расходов, утверждает, что реальные потребительские расходы домашних хозяйств состоят из двух частей. Одна известна под названием: **потребление, производное от дохода** (*income-induced consumption*), или сумма потребительских расходов, зависящая от размера располагаемого дохода. Другим видом является **автономное потребление** (*autonomous consumption*), или сумма потребительских расходов домашних хозяйств, не зависящая от размера располагаемого дохода, который они получают.

Простым выражением этого понятия является математическая функция

$$c = c_0 + by_d, \text{ где } c_0 > 0 \text{ и } 0 < b < 1. \qquad (19\text{-}6)$$

Уравнение (19-6) показывает, что потребление равняется сумме фиксированной величины и величины, которая зависит от размера располагаемого дохода. Эту функцию можно графически представить в виде прямой, отсекающей на оси ординат отрезок c_0, с угловым коэффициентом b. Пример такой функции показан на рис. 19-2. В общем даже если бы величина y_d была равна нулю, то эта функция потребления показывала бы, что все равно объем потребления будет равен c_0. Конечно, этот объем потребления имеет место независимо от уровня располагаемого дохода. Следовательно, c_0 является величиной реального автономного потребления. Величина потребления by_d представляет собой сумму, которая растет вместе с увеличением располагаемого дохода, т. е. является потреблением, производным от дохода.

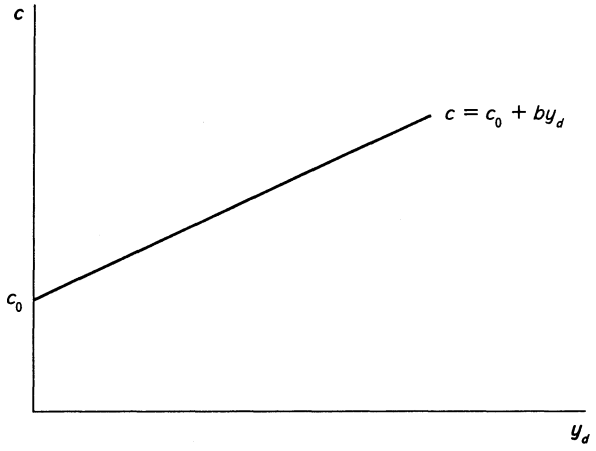


Рис. 19-2
Функция потребления. Уравнение функции потребления $c = c_0 + by_d$ состоит из двух компонентов. *Автономное потребление* (т. е. показатель потребления, которое будет иметь место, даже при отсутствии у домашних хозяйств располагаемого дохода) равно c_0. Это отрезок, отсекаемый на оси ординат графиком функции потребления. *Потребление, производное от дохода*, т. е. объем потребления, зависимый от размера располагаемого дохода, принимает значение by_d. Угловой коэффициент уравнения функции потребления, равный b, является предельной склонностью к потреблению.

Отметим, что поскольку c_0 является постоянной, то величина Δc_0 должна равняться нулю. Следовательно, уравнение (19-6) показывает нам, что $\Delta c = b\Delta y_d$, или что $b = (\Delta c/\Delta y_d) \equiv MPC$. *Предельная склонность к потреблению (MPC) является угловым коэффициентом линейной функции потребления.*

Функция сбережения Поскольку располагаемый доход распределяется между потреблением и сбережением, из кейнсианской теории потребления домашних хозяйств автоматически вытекает теория сбережения. Если мы подставим уравнение линейной функции потребления в формулу определения располагаемого дохода $y_d \equiv c + s$, то получим $y_d = c_0 + by_d + s$ (где знак равенства не подразумевает тождество, так как мы осуществили подстановку, исходя из предположения, которое может оказаться верным или неверным). Можно несколько видоизменить формулу и получить уравнение линейной функции

$$s = -c_0 + (1 - b)y_d. \tag{19-7}$$

Необходимо отметить, что если $y_d = 0$, то в соответствии с функцией сбережения величина c_0 представляет собой *отрицательные сбережения* (*dissaving*). (К примеру, некоторые студенты университета не работают в течение учебного года, так что их располагаемый доход равен нулю; они делают отрицательные сбережения, так как оплачивать обучение им придется за счет вычетов из размера своего богатства.) Домашние хозяйства используют такие отрицательные сбережения для автономного потребления. В общем, y_d — это большая положительная величина, и сумма сбережений $(1 - b)y_d$ равна сбережениям, зависящим от размера располагаемого дохода.

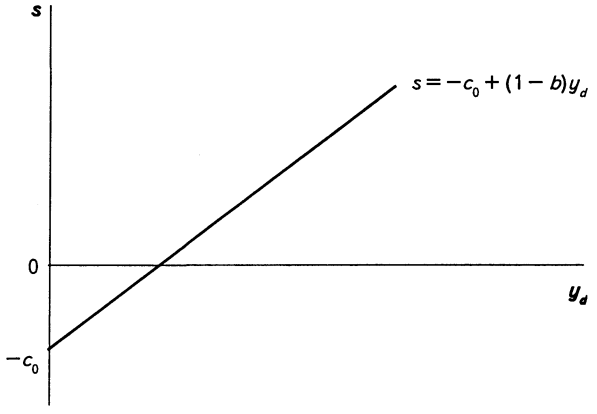


Рис. 19-3
Функция сбережения. Функция сбережения равна $s = -c_0 + (1 - b)y_d$. Она включает два компонента: $-c_0$ представляет собой величину *автономных отрицательных сбережений* (*autonomous dissaving*), т. е. сумму, которую домашним хозяйствам необходимо вычитать из размера богатства, если они не получают дохода; второй компонент, $(1 - b)y_d$, представляет собой производные от дохода сбережения, т. е. сбережения, связанные с размером располагаемого дохода. Угловой коэффициент функции сбережения, равный $(1 - b)$, представляет собой предельную склонность к сбережению. Поскольку b — предельная склонность к потреблению, это означает, что сумма предельной склонности к потреблению и предельной склонности к сбережению равна единице.

На рис. 19-3 приведен пример линейной функции сбережения. Угловой коэффициент функции сбережения $(1 - b)$ является MPS, или $1 - MPC$. Отметим, что $b + (1 - b) = 1$, так что графики функций потребления и сбережения предполагают равенство $MPC + MPS = 1$.

ИЗМЕНЕНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ ФИРМ

Другим ключевым компонентом расходов в экономике являются инвестиционные расходы. Они осуществляются фирмами двумя путями. Один из них — это расходы фирм на новые капитальные товары, используемые для выпуска новых товаров и

услуг. Другой — расходы фирм на поддержание запасов новых товаров, которые фирма еще не успела продать. *Фактические* затраты на капитальные товары и поддержание запасов могут отличаться от *ожидаемых* фирмами величин в зависимости от экономической конъюнктуры. С одной стороны, совокупные *фактические* реальные расходы на капитальные товары и поддержание запасов новых товаров составляют фактические реальные инвестиции (i_r), которые отражены на схеме кругооборота доходов-расходов (рис. 19-1). С другой стороны, сумма *ожидаемых* реальных расходов на капитальные товары и поддержание запасов, обозначаемая i, может отличаться или не отличаться от реальных фактических инвестиций. Как мы вскоре увидим, фактические и ожидаемые инвестиции фирм равны, только когда в экономике достигается равновесие потоков совокупных доходов-расходов.

Как отмечалось в главе 18, экономисты-классики утверждали, что изменения реальной процентной ставки влияют на ожидаемые реальные инвестиционные расходы фирм (i). Причина в том, что более высокая реальная процентная ставка уменьшает дисконтированную стоимость данного капитального товара. Это делает инвестиционные расходы на данный капитальный товар менее желательными при любых данных текущих реальных издержках по его приобретению и установке. Следовательно, фирма, скорее всего, уменьшит инвестиционные расходы, когда процентная ставка возрастет. И наоборот, при уменьшении реальной процентной ставки дисконтированная стоимость ожидаемых будущих потоков доходов от инвестиций возрастет. Это сделает инвестиционные расходы более желательными, так что фирма будет планировать увеличение инвестиционных расходов, когда реальная процентная ставка падает при прочих равных условиях.

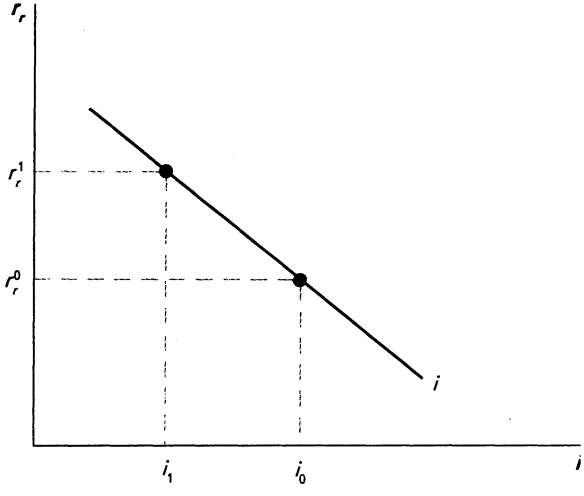


Рис. 19-4
График ожидаемых инвестиций. Поскольку дисконтированная стоимость будущих доходов от текущих инвестиций уменьшается, когда реальная процентная ставка растет, такое увеличение сокращает ожидаемые реальные инвестиции фирм. Следовательно, график ожидаемых инвестиций имеет отрицательный наклон.

График ожидаемых инвестиций Обратно пропорциональная зависимость между инвестициями и реальной процентной ставкой показана на рис. 19-4. Здесь изменения значений процентной ставки в интервале между r_r^0 и r_r^1 приводят к изменениям величины ожидаемых инвестиций в интервале между i_0 и i_1. Следовательно, с движением вдоль **графика ожидаемых инвестиций** (*desired investment schedule*) возникают различные комбинации реальных процентных ставок и соответствующих им уровней ожидаемых инвестиций.

Роль ожидаемой прибыли Дж. М. Кейнс и его последователи соглашались с основными элементами этой теории. Фактически же они развили ее дальше. В соответствии

с этой теорией увеличение процентной ставки становится причиной уменьшения ожидаемых инвестиций при данном ожидаемом в будущем потоке доходов. Однако справедливо также, что при условии неизменности процентной ставки оценка текущих инвестиционных расходов зависит в основном от ожидаемого в будущем потока доходов, или от прибыльности инвестиционных проектов. Если фирмы ожидают, что условия осуществления предпринимательской деятельности будут ухудшаться, тогда ожидаемая прибыль падает, и дисконтированная стоимость потока доходов от текущих инвестиций фирм будет меньше. Объем ожидаемых инвестиций уменьшится. И наоборот, если фирмы ожидают улучшения условий бизнеса, тогда ожидаемая прибыль возрастает. Дисконтированная стоимость потока доходов от текущих инвестиций фирм увеличится, поэтому объем ожидаемых инвестиций возрастет.

Рисунок 19-5 показывает, что ожидаемые инвестиции чувствительны и к реальной процентной ставке, и к ожидаемой прибыли фирм. Отрицательный наклон графика ожидаемых инвестиций является следствием того влияния, которое реальная процентная ставка оказывает на ожидаемый уровень реальных инвестиций. Величина ожидаемых инвестиций, однако, может различаться, даже если реальная процентная ставка остается неизменной, как показано на рисунке. В результате увеличения ожидаемой прибыли график инвестиций сместится вправо, и величина ожидаемых инвестиций станет равна i_0. Снижение ожидаемой прибыли станет причиной смещения графика влево, в результате величина ожидаемых инвестиций уменьшится до i_1.

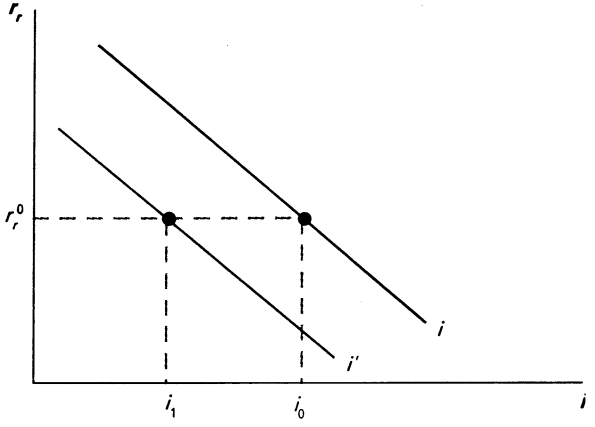


Рис. 19-5
Воздействие уменьшения ожидаемой прибыли фирм на ожидаемые инвестиции. Если фирмы ожидают, что будущая прибыль станет меньше, тогда при любой данной реальной процентной ставке они будут считать, что дисконтированная стоимость потока доходов от текущих инвестиций уменьшится. Они сократят инвестиции при любой данной реальной процентной ставке. График ожидаемых инвестиций сместится влево, и уровень ожидаемых инвестиций упадет.

Изменения ожидаемых инвестиций При сравнении рис. 19-4 и 19-5 видно, что фактические изменения объемов инвестиций могут произойти вследствие *либо* изменения реальной процентной ставки, *либо* в результате изменения ожидаемой фирмами прибыли. Мы не будем останавливаться на причинах этого в оставшейся части главы. Просто нужно иметь в виду, что изменения любого из факторов могут привести к таким изменениям.

Объем ожидаемых инвестиций также может меняться вследствие колебаний уровня совокупного реального дохода (в этом случае у нас будет что-то вроде *инвестиций, производных от дохода*). Однако мы, как и Дж. М. Кейнс, сделаем допущение, что основными детерминантами колебаний размера инвестиций являются изменения процентных ставок или ожидаемой фирмами прибыльности. Такие изменения, в результате которых ожидаемый объем инвестиций будет меняться, как в интервале между i_0 и i_1 (рис. 19-4 и 19-5), можно представить в виде графика, где ожидаемый объем реальных инвестиций приравнивается к уровню реального дохода. Пока изменения реального дохода

не оказывают значительного воздействия на инвестиционные расходы, ожидаемые инвестиции являются **автономными инвестициями** (*autonomous investment*) — ожидаемые инвестиции не зависят от размера дохода. Таким образом, график функции инвестиций принимает вид горизонтальной прямой в системе координат, где по горизонтальной оси откладываются значения дохода (рис. 19-6). Более того, вследствие колебаний реальной процентной ставки или ожидаемой прибыли, которые могут изменить ожидаемые автономные инвестиции в интервале от i_0 до i_1, график автономных инвестиций будет находиться где-то между двумя прямыми, показанными на рис. 19-6.

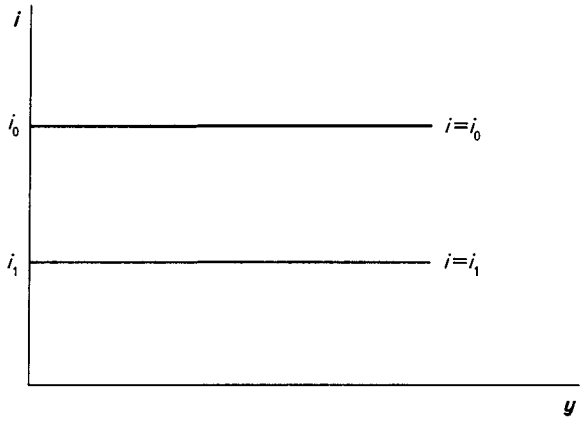


Рис. 19-6
Сокращение ожидаемых автономных инвестиций. Поскольку величина ожидаемых реальных инвестиций не зависит от реального дохода в традиционной кейнсианской модели, график ожидаемых инвестиций принимает вид горизонтальной прямой, где значения реального дохода откладываются по оси абсцисс. Объем ожидаемых инвестиционных расходов является *автономным*. Если реальные инвестиции падают вследствие либо увеличения реальной процентной ставки, либо уменьшения ожидаемой в будущем прибыли, автономные инвестиции сокращаются, и график ожидаемых инвестиций смещается вниз.

Равновесный доход в закрытой экономике без государственного сектора

Очевидно, что государство играет важную роль в современной экономике. Тем не менее лучше всего начать с наиболее упрощенной, насколько это возможно, экономической модели. Мы можем сделать ее более реалистичной, когда основные элементы будут более понятными. Именно этому подходу мы и будем следовать. В частности, для начала мы абстрагируемся от наличия государственного сектора в экономике.

При этом соответственно не существует государственных расходов или налогов, так что $g = t = 0$. Следовательно, из тождества национального дохода следует, что $y_d = y \equiv c + s$ и из тождества валового национального продукта имеем, что $y \equiv c + i_r$ для данной экономики.

ГРАФИК СОВОКУПНЫХ РАСХОДОВ

Совокупные *ожидаемые* расходы в данной экономике представляют собой сумму ожидаемых расходов домашних хозяйств, т. е. величину их потребления (c), и расходов фирм, т. е. величину ожидаемых инвестиций (i). Мы можем определить совокупный уровень ожидаемых реальных расходов при любом данном уровне реального дохода путем сложения по вертикали графика функции потребления и графика автономных ожидаемых инвестиций (рис. 19-7). В соответствии с допущением, ожидаемые инвестиции являются автономными, так что их график представлен в виде горизонтальной прямой, параллельной оси абсцисс, по которой измеряется доход (рис. 19-6); его угловой коэффициент равен нулю. Это означает, что угловой коэффициент полученного **графика совокупных расходов** (*aggregate expenditures schedule*), $c + i$, равен угловому коэффициенту графика функции потребления, т. е. $b = MPC$.

График совокупных расходов (рис. 19-7) показывает уровень ожидаемых совокупных расходов домашних хозяйств и фирм при любом данном уровне реального национального дохода. Для любого конкретного значения реального дохода, измеряемого по горизонтальной оси (рис. 19-7), мы можем, используя график совокупных расходов, найти значение совокупных ожидаемых расходов домашних хозяйств и фирм (эти расходы измеряются по вертикальной оси). Поскольку график совокупных расходов показывает общий объем реальных ожидаемых расходов при каждом уровне реального дохода, то более верно будет его назвать графиком совокупных ожидаемых реальных расходов. Этот термин будет слишком длинным, поэтому мы будем использовать в данной главе сокращенный термин «график совокупных расходов».

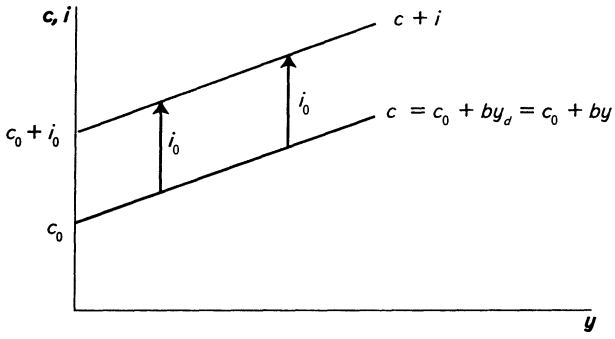


Рис. 19-7
График совокупных расходов в закрытой экономике без государственного сектора. В экономике без государственного сектора совокупные ожидаемые реальные расходы равны сумме потребительских расходов домашних хозяйств и ожидаемых реальных инвестиционных расходов фирм. Следовательно, если мы сложим график автономных инвестиций с графиком функции потребления по вертикали, то получим график, отражающий уровни совокупных ожидаемых реальных расходов для любого данного уровня реального дохода. Это и есть *график совокупных расходов* ($c + i$).

РАВНОВЕСНЫЙ НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОХОД

Равновесный национальный доход является уровнем, при котором домашние хозяйства и фирмы предполагают истратить весь полученный доход, т. е. в состоянии равновесия потребностям домашних хозяйств и фирм соответствуют фактические потоки реальных доходов-расходов. Если поток доходов-расходов отличается от уровня, ожидаемого домашними хозяйствами и фирмами, тогда у них появится стимул для изменения своих расходов, что в свою очередь изменит потоки доходов-расходов. Следовательно, в состоянии равновесия потоки реальных доходов-расходов не имеют тенденции к изменению.

При данном состоянии равновесия можно определить равновесный уровень реального национального дохода как уровень, при котором совокупные ожидаемые расходы равны реальному объему производства. Из тождеств национального дохода и валового национального продукта он представляет собой общую сумму реальных доходов, полученных домашними хозяйствами.

График равновесных комбинаций доходов-расходов На рис. 19-8 представлен график всех возможных комбинаций, при которых совокупные ожидаемые расходы, значения которых откладываются по оси ординат, могут равняться совокупному реальному доходу (y). Мы назовем этот график **прямой с углом наклона 45°** (*45-degree line*), поскольку данная прямая делит пополам квадрант координатной плоскости. При любом данном уровне реального дохода (y), используя график, можно найти соответствующий уровень совокупных ожидаемых расходов. Следовательно, на всем протяжении этой прямой экономика будут удовлетворять условию равновесия, т. е. равенству совокупных расходов и доходов.

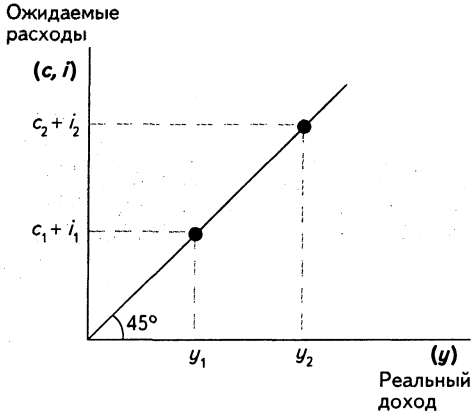


Рис. 19-8
Прямая с углом наклона 45°: график точек равновесия доходов и расходов. Экономика находится в равновесии, когда совокупные ожидаемые расходы равны совокупному реальному доходу. Это будет справедливо на всем протяжении этой прямой. Если совокупные ожидаемые расходы равны величине $c_1 + i_1$, то когда мы из этой точки проведем прямую, параллельную оси абсцисс, до пересечения с графиком, а затем опустим перпендикуляр на ось абсцисс, мы найдем тот уровень расходов, который соответствует уровню дохода (y_1). То же самое верно и для более высокого уровня ожидаемых расходов ($c_2 + i_2$). Следовательно, любая точка, лежащая на данной прямой, будет возможной точкой равновесия в экономике.

В экономике без государственного сектора домашние хозяйства и фирмы являются единственными покупателями товаров и услуг. Таким образом, в состоянии равновесия они покупают товары и услуги, соответствующие объему реального производства (y). Следовательно, равенство

$$y = c + i \tag{19-8}$$

должно быть верным в состоянии равновесия. Достижение этого условия равновесия показано на рис. 19-9, полученном наложением рис. 19-7 и 19-8. График совокупных расходов ($c + i$) представляет все возможные комбинации реального дохода и ожидаемых расходов домашних хозяйств и фирм (рис. 19-7). Далее, прямая с углом наклона 45° (рис. 19-8) показывает все возможные комбинации уровней совокупного реального дохода, равных совокупным расходам. Следовательно, точка, в которой эти две прямые пересекаются, удовлетворяет условию равновесия: $y = c + i$.

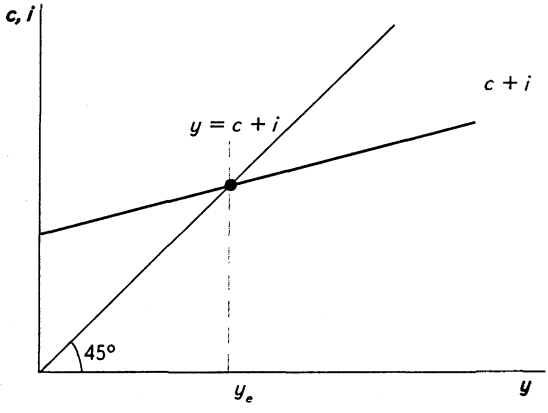


Рис. 19-9
Определение равновесного реального дохода: $y = c + i$. Равновесный уровень реального дохода достигается, когда совокупные ожидаемые реальные расходы ($c + i$) равны совокупному реальному доходу (y). Это условие будет соблюдаться в единственной точке, в которой прямая совокупных расходов пересекает прямую с углом наклона 45°. Равновесный уровень реального дохода будет y_e.

Сбережения и инвестиции при равновесии экономики Напомним, что в классической модели ожидаемые сбережения и инвестиции были равны, когда экономика находилась в равновесии. Это означает, что утечка средств из потока доходов-расходов в форме сбережений домашних хозяйств компенсировалась притоком средств в форме инвестиций фирм. Выходит, что экономика удовлетворяет тому же условию, когда в кейнсианской модели достигается равновесный уровень реального дохода.

Чтобы понять это, напомним сначала, что тождество национального дохода для данной упрощенной модели экономики имеет вид: $y \equiv c + s$. Условие равновесия национального дохода: $y = c + i$. Подставив тождество национального дохода вместо y в данное условие равновесия, мы увидим, что при равновесии $c + s = c + i$ или после вычитания величины c из обеих частей уравнения получим:

$$s = i. \tag{19-9}$$

Таким образом, ожидаемые сбережения домашних хозяйств равны ожидаемым инвестиционным расходам, когда экономика достигает равновесного уровня реального дохода.

На рис. 19-10 это представлено графически. На нем показаны только график автономных инвестиций и график сбережений домашних хозяйств. Ожидаемые сбережения равны ожидаемым инвестициям в точке их пересечения, в которой и устанавливается равновесный уровень реального дохода.

Определение равновесного реального дохода Таким образом, существует два эквивалентных (т. е. подразумевающих друг друга) условия для достижения равновесного реального дохода в упрощенной модели экономики без государственного сектора. Домашние хозяйства и фирмы тратят весь реальный доход ($y = c + i$), и сбережения равняются инвестициям ($s = i$). Оба условия равновесия показаны одновременно на рис. 19-11, на котором представлены ожидаемое потребление (c), ожидаемые сбережения (s) и по оси ординат откладываются значения ожидаемых инвестиций, а по оси абсцисс — реального дохода. Мы наложили рис. 19-9 и 19-10 друг на друга, чтобы показать, что при соблюдении обоих условий равновесия получится одна и та же величина равновесного реального дохода (y_e).

Наконец, вернемся к тождеству валового национального продукта, в соответствии с которым для упрощенной модели экономики $y \equiv c + i_r$, где i_r — величина фактических инвестиций фирм. При равновесии $y = c + i$. Если мы подставим тождество валового национального продукта вместо y в условие равновесия, то получим $c + i_r = c + i$. Вычтя c из обеих частей уравнения, имеем:

$$i_r = i. \tag{19-10}$$

Уравнение (19-10) — третий и последний способ, которым мы можем выразить равновесие. Он показывает, что фирмы должны фактически осуществить ожидаемые инвестиции. Это означает, что в состоянии равновесия фирмы не будут покупать больше (или меньше) капитальных товаров или хранить большие (или меньшие) запасы конечной продукции, чем ожидается.

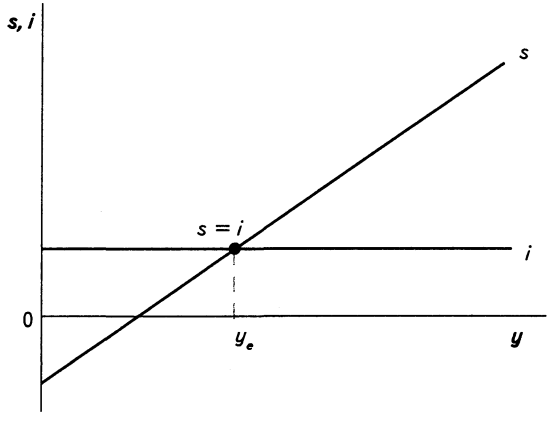


Рис. 19-10
Определение равновесного реального дохода: $s = i$. Равновесие в экономике еще можно представить как равенство реальных сбережений домашних хозяйств (утечка средств из потока доходов-расходов) и ожидаемых реальных инвестиционных расходов фирм (обратные вливания средств в поток доходов-расходов). Это происходит при уровне дохода, при котором $s = i$, т. е. в точке пересечения графиков сбережений и инвестиций. Равновесный уровень реального дохода будет равен y_e.

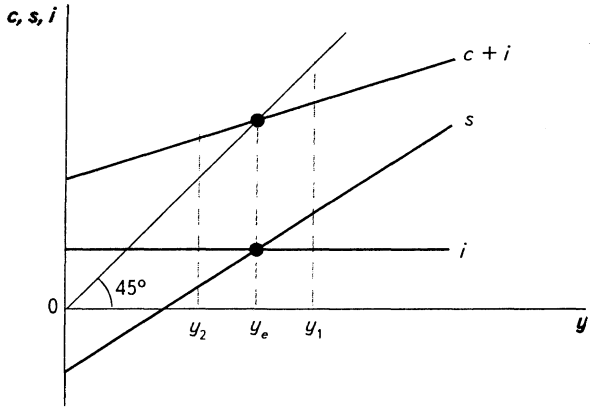


Рис. 19-11
Определение равновесного реального дохода: $y = c + i$ и $s = i$. Равновесный уровень реального дохода достигается, когда ожидаемые расходы ($c + i$) равны реальному доходу (y) и когда сбережения (s) равны инвестициям (i). При обоих условиях равновесия получается одна и та же величина равновесного дохода (y_e).

Рисунок 19-11 показывает, что если бы реальный доход на каком-то временном интервале был бы равен y_1, то он превышал бы уровень ожидаемых расходов ($y > c + i$), ожидаемые сбережения были бы больше ожидаемых инвестиций ($s > i$) и фактические инвестиции превышали бы ожидаемые ($i_r > i$). Фирмы будут покупать слишком большое количество капитальных товаров, и их запасы непроданных товаров будут накапливаться выше ожидаемого уровня. Они сократят приобретение новых капитальных товаров и уменьшат свои запасы. В результате этого реальный доход (объем производства) вернется к равновесному уровню (y_e).

Если же реальный доход каким-то образом на некотором временном интервале стал равен величине y_2, то совокупные ожидаемые расходы превысят уровень реального дохода или объем производства ($c + i > y$), ожидаемые инвестиции превысят ожидаемые сбережения ($i > s$) и ожидаемые инвестиции будут больше фактических ($i > i_r$). Фирмы будут приобретать недостаточное количество капитальных товаров, и размер запасов конечной продукции упадет ниже ожидаемого уровня. Следовательно, они станут увеличивать и то и другое. Это позволит равновесному реальному доходу (объему производства) вернуться к равновесному уровню (y_e).

РЕЦЕССИОННЫЙ И ИНФЛЯЦИОННЫЙ РАЗРЫВЫ

Как уже отмечалось, в соответствии с традиционной кейнсианской моделью, экономика может достичь *равновесного* уровня реального дохода и объема производства не при полной занятости. Хотя мы еще не в полной мере готовы для всестороннего объяснения того, как это может произойти (вернемся к этому вопросу в главе 21), но уже сейчас мы можем исследовать эту возможность, используя упрощенную модель экономики, построенную нами.

Рассмотрим рис. 19-12. На нем представлены три возможных уровня реального дохода. Первый, обозначенный y_f, является уровнем реального дохода (объема производства) при полной занятости. Два других (y_1 и y_2) показывают *равновесные* уровни реального национального дохода при данных ожидаемых уровнях совокупных расходов $(c + i)_1$ и $(c + i)_2$, которые лежат ниже и выше уровня дохода при полной занятости.

Когда экономика находится в равновесии в точке C (при равновесном реальном доходе y_1), то производится объем продукции, который меньше уровня, достигаемого при полной занятости, так что экономика находится в стадии рецессии. Конкретнее, на рис. 19-12 **рецессионный разрыв** (*recessionary gap*) равняется расстоянию (A — B). Такой разрыв можно определить как величину, на которую реальный национальный доход (валовой национальный продукт) превышает совокупные ожидаемые расходы при полной занятости. Если экономика находится в такой ситуации, то безработица неизбежна.

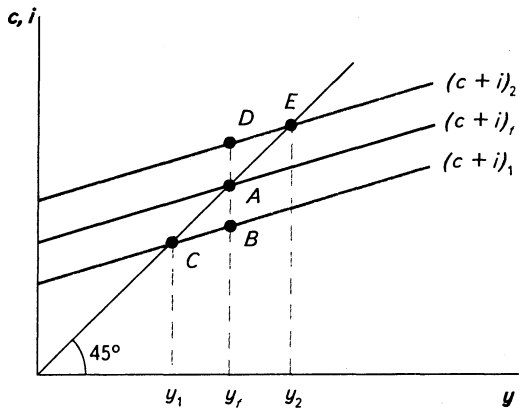


Рис. 19-12
Рецессионный и инфляционный разрывы. Если уровень реального дохода при полной занятости равен y_f, но равновесие экономики достигается в точке *C*, тогда расстояние (*A* – *B*) является *рецессионным разрывом*. Это величина, на которую совокупные ожидаемые расходы должны будут увеличиться, чтобы экономика достигла уровня дохода при полной занятости. И наоборот, если экономика находится в состоянии равновесия в точке *E*, тогда расстояние (*D* – *A*) будет являться *инфляционным разрывом*, т. е. это будет величина, на которую придется уменьшить совокупные ожидаемые расходы, чтобы вернуть экономику к уровню дохода при полной занятости.

Напомним, что *номинальный* доход равен *Y*, что, по определению, является произведением реального дохода (*y*) и уровня цен (*P*). Хотя в данной главе мы допускали наличие фиксированных цен, мы могли использовать значения номинального, а не реального дохода, откладываемые по оси абсцисс (рис. 19-12), и значения номинальных, а не реальных расходов, откладываемые по оси ординат. На самом деле последователи Дж. М. Кейнса часто не видели разницы между ними. Поэтому они утверждали, что при рецессионном разрыве национальный доход принимает более низкие значения относительно уровня, достигаемого при полной занятости. С этой точки зрения вполне разумно полагать, что рецессионный разрыв представляет собой ситуацию, в которой существует тенденция к снижению цен.

Когда же экономика находится в точке *E*, при равновесном уровне реального дохода (y_2), равновесные ожидаемые расходы больше объема продукции, который могут произвести фирмы при наиболее полном использовании всех ресурсов. Если вместо этого измерить номинальный доход и номинальные расходы по осям абсцисс и ординат соответственно, то при этом также наблюдался бы более высокий номинальный доход относительно объема производства. С точки зрения кейнсианцев, при этом цены товаров и услуг будут испытывать сильное давление в сторону их повышения. Следовательно, они называют эту разницу (*D* – *A*) **инфляционным разрывом** (*inflationary gap*). Таким образом, в традиционной кейнсианской модели инфляция только в перспективе может стать серьезной проблемой, когда в экономике достигается (или почти достигается) объем производства при полной занятости, что более подробно мы рассмотрим в главе 21.

Предположим, что экономика находится в состоянии либо рецессионного, либо инфляционного разрыва. В любом случае проблема будет в несоответствии фактических расходов уровню ожидаемых расходов $(c + i)_f$, необходимому для достижения реального дохода при полной занятости (y_f) в качестве фактического равновесного уровня в экономике. Таким образом, при наличии рецессионного разрыва для увеличения совокупных ожидаемых расходов потребуется определенный рост автономных расходов. При инфляционном разрыве станет необходимым сокращение автономных расходов.

АНАЛИЗ МУЛЬТИПЛИКАТОРА

Наличие рецессионных или инфляционных разрывов оправдывает и даже предполагает надлежащее вмешательство государства в экономику. Дж. М. Кейнс считал, что

практически полное невмешательство государства в экономику во время Великой депрессии (по крайней мере, по современным стандартам, когда государство регулирует почти все сферы экономики) стало причиной возникновения глубокого рецессионного разрыва. Поэтому Дж. М. Кейнс выступал за усиление роли государства для выхода из кризиса.

Одно дело — строить графики, аналогичные представленным на рис. 19-12, и затем наблюдать «сведение к нулю» нежелательных разрывов путем смещения графиков совокупных расходов в учебнике или на доске. Совсем другое дело — дать *количественную оценку* реальных экономических процессов. Данный раздел посвящен теоретическому анализу зависимости между смещением графиков совокупных расходов и изменениями равновесного уровня реального национального дохода. Очевидно, чтобы выработать успешную денежно-кредитную или бюджетно-налоговую политику, необходимо точно знать, насколько изменится равновесный национальный доход вследствие колебаний совокупных расходов.

Как показано на рис. 19-12, изменение положения графика совокупных расходов, очевидно, будет воздействовать на равновесный уровень реального национального дохода. Вопрос в том, насколько смещение графика совокупных расходов повлияет на реальный доход. В общем, как мы убедимся в дальнейшем, данное смещение графика совокупных расходов на одну единицу обычно оказывает больший, чем на одну единицу, мультипликационный эффект на равновесный доход.

Совокупные автономные расходы и смещение графика совокупных расходов Что является причиной смещения графика совокупных расходов? Чтобы ответить на этот вопрос, полезно рассмотреть *уравнение*, которым задан график совокупных расходов. Предположим, что величина автономных инвестиций равна i_0. К тому же нужно помнить, что поскольку упрощенная модель экономики предполагает отсутствие государственного сектора ($y_d = y$), то располагаемый доход равен доходу без налоговых вычетов. Поскольку график совокупных расходов строится путем сложения графиков функции потребления и автономных инвестиций, то уровень совокупных расходов будет равен:

$$c + i = (c_0 + i_0) + by, \qquad (19\text{-}11)$$

где $c = c_0 + by_d$ является функцией потребления. А так как реальный доход (y) равен располагаемому доходу, то $c = c_0 + by$. Подставим $i = i_0$, где i_0 — ожидаемые реальные автономные инвестиции, в правую часть уравнения (19-11). Уравнением (19-11) задана прямая, которая представлена на рис. 19-3. Угловой коэффициент этой прямой равен b, что представляет собой *MPC*. Отрезок, отсекаемый графиком на оси ординат, равен $c_0 + i_0$. Это сумма автономного потребления и автономных инвестиций, которую мы будем называть **совокупными автономными расходами** (*aggregate autonomous expenditures*). Величина by в уравнении (19-11) является потреблением, производным от дохода, т. е. показателем потребительских расходов домашних хозяйств, производных от получаемого ими реального дохода.

Только если длина отрезка, отсекаемого графиком на оси ординат, изменится, то линейная функция может сместиться вверх или вниз. Справедливо это и для графика совокупных расходов, который может сместиться на новый равновесный уровень реального дохода, если длина отрезка, отсекаемого графиком на оси ординат, т. е. величина автономных расходов, уменьшается или увеличивается.

Рисунок 19-13 иллюстрирует пример того, как график совокупных расходов смещается вниз. В данном примере причиной этого является уменьшение совокупных автономных расходов, вызванное сокращением автономных инвестиций ($\Delta i_0 < 0$).

Такое сокращение автономных инвестиций, как уже отмечалось, могло произойти вследствие увеличения реальной процентной ставки или уменьшения ожидаемой прибыли.

Эффект мультипликатора Как видно из рис. 19-13, сокращение совокупных автономных расходов (заданное разницей $A - C = \Delta i_0$) влечет за собой уменьшение равновесного реального дохода (на величину $D - B = y_1 - y_2 = \Delta y$). Сокращение реального дохода (Δy) превышает величину уменьшения автономных расходов (Δi_0). Это означает, что сокращение автономных расходов оказывает на равновесный доход **эффект мультипликатора** (*multiplier effect*), т. е. при данном сокращении совокупных автономных расходов на одну единицу равновесный реальный доход уменьшается больше, чем на одну единицу.

Чтобы убедиться в справедливости этого вывода, напомним, что условие для равновесного реального дохода в упрощенной модели экономики имеет вид: $y = c + i$. Из уравнения (19-11) совокупные ожидаемые расходы ($c + i$) для данной экономики равны $(c_0 + i_0) + by$. Подставив это выражение вместо $c + i$ в правую часть условия равновесного дохода, получим $(c_0 + i_0) + by$. Можно вычесть by из обеих частей уравнения, чтобы получить эквивалентную форму этого уравнения, т. е. $(1 - b)y = (c_0 + i_0)$. Наконец, можно разделить обе части последнего уравнения на $(1 - b)$, чтобы получить *выражение равновесного реального дохода*, т. е.

$$y_e = \frac{1}{1-b}(c_0 + i_0). \qquad (19\text{-}12)$$

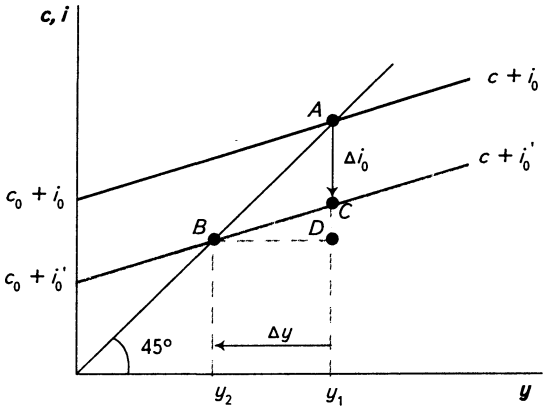


Рис. 19-13
Воздействие уменьшения ожидаемых автономных инвестиций на равновесный доход. Сокращение ожидаемых автономных инвестиций, которое могло произойти вследствие повышения реальной процентной ставки или падения ожидаемой фирмами прибыли, уменьшит совокупные ожидаемые расходы. График совокупных расходов сместится вниз на расстояние ($A - C$), которое равно размеру сокращения ожидаемых инвестиций. Равновесный доход будет уменьшен на $D - B$, или $y_1 - y_2$.

Напомним, что *MPC* является частью дополнительной единицы располагаемого дохода, которую домашние хозяйства используют для потребления. Следовательно, b, или *MPC*, является дробью, значение которой находится в интервале от нуля до единицы. Значит, $1/(1 - b)$ должна быть обратной дробью, т. е. больше единицы. Из уравнения (19-12) следует, что равновесный доход в экономике в условиях совершенной конкуренции всегда является кратным величине совокупных автономных расходов $(c_0 + i_0)$.

Более того, любое изменение совокупных автономных расходов умножается на $1/(1 - b)$ для нахождения равновесного реального дохода. На рис. 19-12, к примеру, величина сокращения равновесного реального дохода (отрезок $D - B = \Delta y$) должна равняться произведению $1/(1 - b)$ на величину уменьшения совокупных автономных расходов (отрезок $A - C = \Delta i_0$), либо в виде уравнения:

$$\Delta y = \frac{1}{1-b}\Delta i_0. \qquad (19\text{-}13)$$

Экономисты называют множитель $1/(1-b)$ **мультипликатором автономных расходов** (*autonomous expenditures multiplier*). Он измеряет размер воздействия изменения уровня автономных расходов на равновесный реальный национальный доход. Поскольку b представляет собой MPC, величина этого мультипликатора в данной модели экономики равна $M = 1/(1 - MPC) = 1/MPS$ (так как $MPC + MPS = 1$). Следовательно, мультипликатор автономных расходов M равен отношению единицы к разнице между единицей и предельной склонностью к потреблению.

Рассмотрим следующий пример. Предположим, что величина MPC равна 0,75, так что каждое увеличение (или уменьшение) располагаемого дохода на 1 доллар повышает (сокращает) потребление на 75 центов. Предположим, что автономные чистые инвестиции снижаются на Δi_0 = 1 млн. долл. вследствие того, что возросла реальная процентная ставка или уменьшилась ожидаемая прибыль. Если в результате такого сокращения автономных инвестиций произошло сокращение закупок оборудования фирмы на эту сумму, тогда реальный доход производителей оборудования снижается на 1 млн. долл. Но в целом по экономике это еще не все. Поскольку доход производителей уменьшился на 1 млн. долл., то они вынуждены сократить потребительские расходы на 750 000 долл. (так как MPC равна 0,75). Их сбережения стали меньше на 250 000 долл. (потому что MPS равна $1 - MPC$, или 0,25). Сокращение потребительских расходов на закупку оборудования на 750 000 долл. означает, что доходы других лиц, у которых производители оборудования купили бы товары и услуги, также уменьшатся. Таким образом, совокупный доход теперь сокращается на дополнительные 750 000 долл., и общая величина сокращения будет равна 1,75 млн. долл.

Теперь сокращение совокупных автономных расходов на 1 млн. долл. повлекло за собой падение национального дохода на 1,75 млн. долл. Более того, процесс еще не закончился, так как группа лиц, доход которых уменьшился на 750 000 долл., теперь будут меньше (на 0,75 × 750 000 долл. = 562 000 долл.) и меньше сберегать (на 0,25 × 750 000 долл. = 187 500 долл.), чем раньше. Далее, эта сумма уменьшит доходы третьих лиц и т. д. Общая величина сокращения дохода будет еще больше (1 000 000 долл. + 750 000 долл. + 562 500 долл. + ...) в целом в экономике.

Используя мультипликатор автономных расходов, $M = 1/(1 - MPC)$, можно рассчитать общую величину сокращения дохода. Оно будет равно: $1/(1 - 0{,}75) \times$ $\times$ (−1 млн. долл.) = (1/0,25) × (−1 млн. долл.) = 4 × (−1 млн. долл.) = −4 млн. долл.

Фактически такое сокращение совокупных автономных расходов ведет к многократному уменьшению равновесного реального дохода, что, по мнению Дж. М. Кейнса, является возможным объяснением возникновения Великой депрессии. Например, если y_1 представляет объем реального дохода при полной занятости (рис. 19-2), тогда сокращение автономных расходов Δi_0 станет причиной возникновения рецессионного разрыва при новом, меньшем равновесном уровне реального дохода y_2. Одним из путей вывода экономики из рецессии является рост автономных инвестиций до первоначального уровня. Другой путь — увеличение автономного потребления на точно такую же величину, на которую уменьшились автономные расходы. Дж. М. Кейнс и его последователи утверждали, что экономика свободной конкуренции могла случайным образом возмещать изменения автономных расходов. Вот почему они считали, что государственное вмешательство в экономику было необходимо.

Включение государственного сектора в модель

Если учитывать деятельность государства, то исходная кейнсианская модель изменится по двум направлениям. Во-первых, государство покупает товары и услуги на общую сумму g. Во-вторых, государство получает средства путем сбора налогов на сумму t, за вычетом суммы трансфертных платежей.

РАВНОВЕСНЫЙ РЕАЛЬНЫЙ ДОХОД В ЭКОНОМИКЕ С ГОСУДАРСТВЕННЫМ СЕКТОРОМ

Государственные расходы непосредственно влияют на график совокупных расходов, в то время как налоги оказывают воздействие на него косвенным образом через функцию потребления. Для упрощения допустим, что g и t являются автономными относительно национального дохода, так что совокупные ожидаемые расходы равны:

$$c + i + g = c_0 + b(y - t_0) + i_0 + g_0, \qquad (19\text{-}14)$$

где $g = g_0$ является суммой автономных расходов государства и $t = t_0$ — сумма автономных чистых налогов. Допустим, что налоги представляют собой автономную, единовременно выплачиваемую сумму. Это несколько нереально, так как большинство налоговых поступлений государство получает с доходов домашних хозяйств и фирм, но в нашей модели экономики будет гораздо проще рассматривать налоги в качестве автономной, единовременно выплачиваемой суммы.

Уравнение (19-14) показывает, что функция потребления должна учитывать воздействие налогов, так как располагаемый доход (y_d) является разницей между совокупным доходом (y) и суммой чистых налогов (t). Преобразовав уравнение (19-14), получим:

$$c + i + g = (c_0 - bt_0 + i_0 + g_0) + by, \qquad (19\text{-}15)$$

т. е. реальные совокупные ожидаемые расходы домашних хозяйств, фирм и государства состоят из двух компонентов. Один из них является **чистыми совокупными автономными расходами** (*net aggregate autonomous expenditures*), $c_0 - bt_0 + i_0 + g_0$. Они равны автономному потреблению (c_0) за вычетом налогов bt_0, или **чистому автономному потреблению** (*net autonomous consumption*), плюс ожидаемые автономные инвестиции фирм (i_0) и автономные государственные расходы (g_0). Другой компонент совокупных ожидаемых расходов в более реалистичной экономике с государственным сектором опять же представляет собой производный от дохода объем потребления, который является суммой расходов домашних хозяйств, производных от реального дохода.

Сравнение этого уравнения с предыдущим для совокупных расходов в традиционной модели экономики без государственного сектора

$$c + i = (c_0 + i_0) + by \qquad (19\text{-}11)$$

показывает следующее:

1. Включение в модель государственных расходов ведет к смещению графика совокупных расходов вправо на величину g_0, так как отрезок, отсекаемый графиком на оси ординат, т. е. сумма *чистых совокупных автономных расходов*, возрастает на эту величину. Более того, изменения государственных автономных расходов (Δg_0) приводит к тому, что отрезок, отсекаемый графиком на оси ординат, смещается так же, как и прирост автономного потребления (Δc_0) и автономных инвестиций (Δi_0).
2. Включение в модель чистых автономных налогов ведет к смещению прямой совокупных расходов вниз на величину bt_0, т. е. на величину произведения *MPC* на сумму

чистых автономных налогов. Это справедливо, так как отрезок, отсекаемый графиком на оси ординат, представляет собой сумму чистых совокупных автономных расходов, уменьшается именно настолько. Более того, прирост чистых автономных налогов (Δt_0) приводит к смещению графика совокупных расходов в направлении, противоположном изменению уровня налогообложения. Это справедливо, так как увеличение чистых автономных налогов сокращает чистое автономное потребление ($c_0 - bt_0$).

Равновесный реальный доход Условие равновесия по-прежнему заключается в том, что весь реальный доход постепенно потребляется, даже в закрытой экономике с государственным сектором, так что

$$y = c + i + g. \tag{19-16}$$

Подставив уравнение (19-5) в правую часть уравнения (19-16) и решив его для y, мы получим равновесный уровень реального дохода в экономике с государственным сектором:

$$y = \frac{1}{1-b}(c_0 + i_0 + g_0 - bt_0). \tag{19-17}$$

В соответствии с этим выражением автономный мультипликатор государственных расходов (M_g) будет равен $1/(1 - b)$, который также является мультипликатором автономных инвестиций и мультипликатором автономного потребления, $M = 1/(1 - MPC)$.

Мультипликатор связан со смещением графика государственных автономных расходов, и изменение чистых налогов на 1 долл. смещает прямую совокупных расходов на менее чем 1 долл. Для расчета налогового мультипликатора (M_t) используем уравнение (19-17) — определение изменения дохода вследствие изменения налогообложения (при неизменности автономного потребления, инвестиций и государственных расходов). Новое значение t умножим на $-b$ и на $1/(1 - b)$, что и даст нам величину изменения дохода. Следовательно, налоговый мультипликатор равен $-b/(1 - b)$, или $-MPC/(1 - MPC)$, причем он отрицателен (так как график совокупных расходов имеет отрицательный наклон вследствие увеличения чистых налогов) и меньше, чем $1/(1 - b)$.

Для подведения итога повторим, что три мультипликатора играют важную роль в традиционной кейнсианской модели. Один из них — мультипликатор автономных расходов, $M = 1/(1 - MPC)$. Он показывает, насколько изменится равновесный реальный доход вслед за изменением чистых совокупных автономных расходов домашних хозяйств, фирм и государства. Изменения государственных расходов ведут к возникновению эффекта мультипликатора, которые точно соответствуют величине мультипликатора автономных расходов; поэтому мультипликатор государственных расходов равен $M_g = M = 1/(1 - MPC)$. Изменения автономных аккордных налогов сокращают чистые автономные расходы, так что налоговый мультипликатор отрицателен и равняется $M_t = -MPC/(1 - MPC)$.

Достижение соответствия утечки средств их вливаниям в экономике с государственным сектором Отметим, что, согласно тождеству национального дохода, $y \equiv c + s + t$. Подставив это тождество в левую часть условия равновесия ($y = c + i + g$), получим, что $c + s + t = c + i + g$, или что в состоянии равновесия

$$s + t = i + g. \tag{19-18}$$

Это условие показывает, что общая чистая утечка средств из потока доходов-расходов (в форме добровольных сбережений домашних хозяйств и налоговых отчислений государству) при достижении равновесия компенсируется вливаниями в экономику в виде инвестиций фирм и государственных расходов. Можно слегка преобразовать

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Однородны ли государственные расходы?

В упрощенной версии традиционной кейнсианской модели, мультипликатор государственных расходов (M_g) имеет одно и то же значение ($1/(1 - MPC)$), независимо от вида государственных расходов. Многие экономисты считают, что это не совсем реалистично. Некоторые соглашаются с мнением, что размер мультипликатора государственных расходов зависит от вида этих расходов.

Федеральное правительство, правительства штатов и местные органы власти приобретают множество различных товаров и услуг. Например, федеральное правительство приобретает продукцию военного назначения, предоставляет услуги и оплачивает эксплуатацию объектов *инфраструктуры*, которые включают дороги, дамбы и канализационные системы, центры управления полетами, морские навигационные системы и оборудование портов. Правительства штатов и местные органы власти обычно несут подобные расходы, хотя их военный компонент гораздо ниже.

Некоторые экономисты, включая Дэвида Аскауэра (Aschauer), утверждают, что фактический мультипликационный эффект государственных расходов на объекты инфраструктуры оказывается выше, чем мультипликационный эффект военных расходов и расходов на коммунальные услуги. Д. Аскауэр выдвигает довод, что расходы на объекты инфраструктуры оказывают положительный *дополнительный* эффект на частные инвестиции. Этим он хотел сказать, что наличие хороших дорог, аэропортов, водных путей, систем водоснабжения и канализации улучшают долгосрочную производительность частных фирм, использующих эти блага. Военные расходы и расходы на коммунальные услуги, наоборот, являются текущими расходами с довольно незначительными выгодами, если последние вообще существуют.

С другой стороны, Д. Аскауэр подсчитал, что за период 1945—1985 гг. мультипликатор государственных расходов на объекты инфраструктуры в США имел значение около 4. Таким образом, в соответствии с его расчетами увеличение расходов на такие объекты, как дороги, дамбы и т. д., приводило к четырехкратному увеличению равновесного уровня реального дохода. С другой стороны, Д. Аскауэр обнаружил, что изменения других типов государственных расходов, таких, как военные и коммунальные расходы, мало влияют на реальный доход. По мнению Д. Аскауэра, результаты его исследования подтверждают гипотезу о том, что только государственные расходы на объекты инфраструктуры оказывают значительный, долгосрочный мультипликационный эффект на реальный доход.

В выводах Д. Аскауэра есть некоторые недостатки. Например, от военных расходов может и не быть *прямого* увеличения объема производства, но тот факт, что армия защищает экономику страны от нанесения ей возможного ущерба или в ядерный век — от уничтожения какой-нибудь враждебно настроенной державой, является косвенной выгодой. Эту подразумеваемую выгоду будет почти невозможно оценить. К тому же расходы на коммунальные услуги, которые включают инвестиции в управление и на проведение социальных программ, могут составлять инвестиции в человеческий капитал (этот экономический термин используется для обозначения способностей, уровня знаний и здоровья людей). Выигрыш от таких инвестиций в человеческий капитал, получаемый вследствие оказания коммунальных услуг, довольно сложно оценить. Поэтому результаты исследования Д. Аскауэра обязательно станут темой острых дискуссий среди экономистов.

Источник: *Aschauer David Alan*, Is Government Spending Stimulating? — Contemporary Policy Issues, 8 (4), October 1990, pp. 30—46.

уравнение (19-18), вычтя t из его обеих частей: $s + t - t = i + g - t$. Мы получим, что равенство $s = i + (g - t)$ справедливо в состоянии равновесия. Это уравнение напоминает классическое условие, с учетом которого сбережения домашних хозяйств равны сумме ожидаемых инвестиций и дефицита государственного бюджета. В традиционной кейнсианской модели, однако, это условие — лишь альтернативный способ определения равновесного уровня реального дохода, а не просто средство для определения процентной ставки.

Модель открытой экономики: включение в анализ внешней торговли

Для упрощения анализа в данной главе мы сделали допущение, что экономика была закрытой, т. е. отсутствовал экспорт (x) или импорт (m). В США вплоть до 1970-х годов была похожая ситуация, так как до этого десятилетия объем экспорта и импорта редко превышал 5% ВВП. Однако с середины 1970-х годов этот объем практически удвоился. Давайте поэтому рассмотрим, как лучше модифицировать упрощенную кейнсианскую модель, чтобы учесть внешнюю торговлю.

Из уравнения (19-1) следует, что реальный национальный доход, по определению, равен $y \equiv c + s + t + m$, а из уравнения (19-2) вытекает, что реальный валовой национальный продукт, по определению, равен $y \equiv c + i + g + x$. В состоянии *равновесия*, однако, весь доход расходуется: реальный доход y равен совокупным ожидаемым расходам граждан США. Совокупные ожидаемые расходы в открытой экономике (где осуществляется внешняя торговля) включают потребление домашними хозяйствами валового национального продукта (c), инвестиции фирм (i), государственные расходы (g) и чистые расходы иностранных резидентов на американские товары. Последний показатель равен разнице между экспортом за границу (x) и импортом в США (m), или величине чистого экспорта ($x - m$).

Следовательно, условие равновесия реального дохода в открытой экономике выглядит следующим образом:

$$y = c + i + g + (x - m).$$

Если функция потребления равна $c = c_0 + b(y - t)$ и если инвестиции, государственные расходы, экспорт и импорт являются автономными, тогда можно переписать это условие, как

$$y = c_0 + b(y - t_0) + g_0 + (x_0 - m_0),$$

где x_0 — величина автономных расходов иностранцев на экспорт и m_0 — уровень автономных расходов американцев на импорт. Можно решить это уравнение для y, тогда мы получим:

$$y = [1/(1 - b)][c_0 + i_0 + g_0 - bt_0 + (x_0 - m_0)],$$

что представляет собой выражение для равновесного реального дохода в открытой экономике.

Из этого выражения следует, что пока экспорт и импорт являются автономными, мультипликатор автономных расходов все равно равен $1/(1 - b)$, или $1/(1 - MPC)$. Теперь видно, что автономные изменения во внешней торговле всегда оказывают мультипликационный эффект на равновесный реальный доход. Например, рост экспорта американских товаров и услуг в другие страны увеличивает равновесный реальный доход в США на величину $\Delta y = [1/(1 - MPC)]\Delta x_0$, в то время как увеличение импорта иностранных товаров и услуг в страну сокращает равновесный реальный доход в США на $\Delta y = -[1/(1 - MPC)]\Delta m_0$.

Мы видим из этого уточнения исходной кейнсианской модели причину, почему простые граждане США и люди, стоящие у власти, стали беспокоиться о том, что американский экспорт в общем уменьшался, в то время как импорт, наоборот, возрос в последнее десятилетие (см. главу 28). Такие изменения американской внешней торговли оказывают отрицательный мультипликационный эффект на совокупный реальный доход США.

Стабилизация уровня совокупного дохода

Традиционная кейнсианская модель подразумевает, что рецессионный и инфляционный разрывы часто имеют место и что равновесие при полной занятости и стабильных ценах вряд ли достижимо (за исключением чрезвычайных совпадений). Причина в том, что равновесный уровень реального дохода будет равен сумме, которая соответствует уровню совокупных ожидаемых расходов. Необязательно, что он будет равен уровню реального дохода при полной занятости.

Можно рассматривать государственную стабилизационную политику в традиционной модели как проводимую по усмотрению тех, кто ее вырабатывает, с учетом изменений автономных государственных расходов (g) и чистых автономных налогов (t). Инструменты **бюджетно-налоговой политики** (*fiscal policy*), в которые входят изменения g или t (или их общие изменения), могут сместить график совокупных расходов в соответствующем направлении. В принципе с помощью инструментов бюджетно-налоговой политики можно устранить рецессионный и инфляционный разрывы.

АНТИЦИКЛИЧЕСКАЯ БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВАЯ ПОЛИТИКА

В принципе инструменты бюджетно-налоговой политики могут использоваться для устранения рецессионных или инфляционных разрывов. Если они применяются при рецессионном разрыве, тогда график совокупных расходов должен значительно сместиться вверх. Причиной этого могут стать определенные комбинации возросших государственных расходов и сократившихся чистых налоговых поступлений. Если первоначально имеет место **сбалансированный бюджет** (*balanced budget*) (государственные расходы на товары и услуги равны величине налоговых поступлений за вычетом трансфертных платежей, или $g = t$), то тогда появится **дефицит бюджета** (*budget deficit*) ($g > t$). Таким образом, государство должно осуществлять **дефицитное финансирование** (*deficit spending*) (финансирование государственных расходов за счет займов) для устранения рецессионных разрывов.

Если же имеет место инфляционный разрыв, тогда государство должно принять меры для смещения графика совокупных расходов вниз, чтобы вернуть экономику в состояние равновесия при полной занятости и стабильных ценах. Проведение бюджетно-налоговой политики предполагает определенные комбинации уменьшившейся величины g и возросшей t. Другими словами, в период инфляции для небольшого охлаждения экономики необходимо превышение доходов над расходами — **бюджетный излишек** (*budget surplus*) ($g < t$) или меньший бюджетный дефицит. На практике политики чаще прибегали к дефициту государственного бюджета, чем к бюджетному излишку. Констатируя факт, отметим, что начиная с 1950-х годов правительство США значительно увеличило налоги и государственные расходы на товары и услуги.

Можно сделать вывод, что традиционная модель определения совокупного реального дохода предполагает, что основной функцией государства является проведение **антициклической бюджетно-налоговой политики** (*countercyclical fiscal policy*). При таком подходе государство прибегает к дефициту бюджета (или сокращает бюджетный излишек), когда автономные инвестиции или чистое автономное потребление падает ниже уровня, соответствующего полной занятости, в результате чего возникает рецессионный разрыв. Доходы государства должны превышать расходы (или бюджетный дефицит должен уменьшаться), когда автономные инвестиции или чистое автономное потребление превышает уровень полной занятости, что может привести к инфляционному разрыву. Это основная рекомендация, которую дает Дж. М. Кейнс, следуя своему теоретическому подходу.

Рекомендация Дж. М. Кейнса об осуществлении антициклической бюджетно-налоговой политики вытекает из модели экономики в краткосрочный период, в которой при анализе рецессионных и инфляционных разрывов игнорируется роль корректировок уровня цен. Дж. М. Кейнс и его последователи утверждали тем не менее, что в долгосрочный период для экономики лучше всего время от времени применять дискреционную краткосрочную политику. Короче говоря, Дж. М. Кейнс и его последователи считали, что такая антициклическая политика лучше всего подходила для достижения оптимальных результатов в экономике в краткосрочный и долгосрочный периоды.

В учебнике по теории денег и банковского дела мы до сих пор ничего не сказали о роли денежно-кредитной политики в традиционной кейнсианской модели. Это связано с тем, что мы еще не в полной мере представляли роль денег в этой модели. Мы обсудим эту тему в следующей главе, в которой также будут рассмотрены взгляды кейнсианцев на денежно-кредитную политику.

Краткое содержание

1. Великая депрессия показала несостоятельность классической модели экономики и проложила путь для кейнсианской модели.
2. Дж. М. Кейнс критиковал подход сторонников классической школы по пяти основным пунктам, включая их взгляды на функционирование рынка труда, теорию спроса на деньги, трактовку сбережений и инвестиций, роли краткосрочного анализа в сравнении с долгосрочным и определение путей создания теории совокупных доходов и расходов.
3. В исходной традиционной кейнсианской модели экономики, в которой особое значение придавалось краткосрочному периоду, роль адаптивной реакции цен практически не учитывалась. Поэтому модель определяет равновесный реальный национальный доход при полной занятости и для более низкого уровня.
4. Совокупные ожидаемые расходы, которые представляют собой сумму ожидаемых расходов важнейших секторов экономики для каждого уровня национального дохода, являются основными детерминантами равновесного объема национального дохода.
5. Ожидаемые реальные инвестиции фирм зависят и от реальной процентной ставки, и от ожидаемой прибыли фирм. Поскольку последняя часто значительно меняется со временем, то даже при неизменной реальной процентной ставке величина ожидаемых инвестиций может быть довольно неустойчивой.
6. В традиционной кейнсианской модели экономики потребление домашних хозяйств является стабильной функцией реального располагаемого дохода (дохода после уплаты всех налогов). Совокупное потребление представляет собой сумму автономного потребления, которое не зависит от уровня дохода и потребления, производного от дохода, которое прямо пропорционально размеру располагаемого дохода.
7. График совокупных расходов в закрытой экономике представляет собой сумму графиков ожидаемого потребления, инвестиций и государственных расходов. Отрезок, отсекаемый графиком на вертикальной оси, равен величине чистых совокупных автономных расходов потребителей, фирм и государства. Когда инвестиции, государственные расходы и чистые налоги являются автономными, угловой коэффициент графика совокупных расходов равен угловому коэффициенту графика функции потребления, или предельной склонности к потреблению, которая является дробным числом.
8. Когда экономика находится в состоянии равновесия, весь реальный доход расходуется, так что совокупные реальные расходы равны совокупному реальному доходу, что достигается в точке пересечения прямой совокупных расходов и прямой с углом наклона 45°.
9. Изменения совокупных автономных расходов меняют длину отрезка, отсекаемого на оси ординат графиком совокупных расходов, что ведет к его смещению по вертикали и многократному изменению равновесного уровня национального дохода. Основным детерминантом мультипликатора является угловой коэффициент графика совокупных расходов.
10. Инфляционные и рецессионные разрывы наблюдаются, когда график совокупных расходов не пересекает прямую с углом наклона 45° в точке, соответствующей уровню дохода при полной занятости. Для достижения равновесия при полной занятости и стабильных ценах необходимо устранение таких разрывов. В принципе их можно избежать путем проведения антициклической бюджетно-налоговой политики.

Словарь терминов

Автономное потребление (*autonomous consumption*) — потребительские расходы домашних хозяйств, которые не зависят от уровня национального дохода.

Автономные инвестиции (*autonomous investment*) — ожидаемые инвестиции, которые не зависят от уровня национального дохода.

Антициклическая бюджетно-налоговая политика (*countercyclical fiscal policy*) — подход, в соответствии с которым государству рекомендуется прибегать к дефициту бюджета при существовании рецессионного разрыва и к бюджетному излишку при инфляционном разрыве.

Бюджетно-налоговая политика (*fiscal policy*) — термин, обозначающий целенаправленное воздействие государства на объем и структуру государственных расходов и/или чистых налогов.

Бюджетный излишек (*budget surplus*) — ситуация, когда государственные расходы меньше чистых налогов.

График ожидаемых инвестиций (*desired investment schedule*) — комбинации реальных процентных ставок и соответствующих объемов ожидаемых инвестиционных расходов.

График совокупных расходов (*aggregate expenditures schedule*) — график, который представляет совокупные ожидаемые расходы важнейших секторов экономики для каждого уровня национального дохода в определенный период.

Дефицит бюджета (*budget deficit*) — ситуация, когда государственные расходы превышают размер чистых налогов.

Дефицитное финансирование (*deficit spending*) — финансирование государственных расходов за счет займов.

Закрытая экономика (*closed economy*) — экономика, которая характеризуется отсутствием внешней торговли. Допущение о закрытости экономики вводится при построении экономической модели для упрощения анализа важнейших показателей, не принимающего в расчет усложняющих (хотя более реалистичных) факторов.

Инфляционный разрыв (*inflationary gap*) — величина, на которую совокупные ожидаемые расходы превышают реальный объем производства, когда реальный национальный доход соответствует уровню полной занятости.

Мультипликатор автономных расходов (*autonomous expenditures multiplier*) — оценка величины мультипликационного эффекта на изменение равновесного реального дохода вследствие изменения совокупных автономных расходов. В упрощенной традиционной модели $1/(1 - MPC) = 1/MPS$.

Потребление, производное от дохода (*income-induced consumption*) — величина потребительских расходов домашних хозяйств, зависящая от получаемого ими реального дохода.

Предельная склонность к потреблению (*marginal propensity to consume, MPC*) — дополнительное потребление вследствие роста дохода после уплаты налогов; прирост потребительских расходов, деленный на соответствующий прирост располагаемого дохода; угловой коэффициент графика функции потребления, когда по оси ординат откладываются значения располагаемого дохода.

Предельная склонность к сбережению (*marginal propensity to save, MPS*) — дополнительно сберегаемые средства при увеличении располагаемого дохода; отношение прироста сбережений к соответствующему приросту располагаемого дохода. Представляет собой угловой коэффициент графика функции сбережения, когда по оси ординат откладываются значения располагаемого дохода.

Прямая с углом наклона 45° (*45-degree line*) — прямая, для которой значение независимой переменной равно значению функции. В традиционной кейнсианской модели это график, состоящий из комбинаций значений совокупных ожидаемых расходов и реального национального дохода, при которых экономика находится в равновесии.

Реальное потребление домашних хозяйств (*real household consumption*) — реальный поток расходов домашних хозяйств на покупку товаров и услуг.

Реальные расходы на экспорт (*real export spending*) — реальная стоимость товаров и услуг, произведенных фирмами-резидентами и экспортируемых в другие страны.

Реальные сбережения домашних хозяйств (*real household saving*) — часть дохода, которую домашние хозяйства сберегают с помощью финансовых рынков.

Реальные чистые налоги (*real net taxes*) — сумма реальных налоговых поступлений в государственный бюджет от домашних хозяйств, за вычетом всех трансфертных платежей (таких, как социальные пособия) государства домашним хозяйствам.

Реальный импорт (*real imports*) — поток расходов домашних хозяйств на приобретение иностранных товаров и услуг.

Реальный национальный доход (*real national income*) — совокупная величина доходов факторов производства (заработная плата, проценты и дивиденды, рента и прибыль), скорректированных с учетом изменений цен.

Реальный располагаемый доход (*real disposable income*) — доход домашних хозяйств после уплаты всех налогов.

Рецессионный разрыв (*recessionary gap*) — величина, на которую равновесный реальный доход превышает совокупные ожидаемые расходы при полной занятости.

Сбалансированный бюджет (*balanced budget*) — достигается, когда государственные расходы на товары и услуги (g) равны налоговым поступлениям за вычетом трансфертных платежей (t); $g = t$.

Совокупные автономные расходы (*aggregate autonomous expenditures*) — совокупные ожидаемые расходы, включая автономное потребление и автономные инвестиции, которые не зависят от уровня национального дохода.

Средняя склонность к потреблению (*average propensity to consume, APC*) — совокупное потребление домашних хозяйств, деленное на совокупный располагаемый доход; часть дохода после уплаты налогов, идущая на потребительские расходы.

Средняя склонность к сбережению (*average propensity to save, APS*) — совокупные сбережения домашних хозяйств, деленные на величину совокупного располагаемого дохода; доля сберегаемого дохода после уплаты налогов.

Схема кругооборота доходов-расходов (*circular flow diagram*) — концептуальное представление основных потоков доходов-расходов в экономике за определенный период.

Тождество валового национального продукта (*national product identity*) — тождество, в соответствии с которым реальный валовой национальный продукт равен сумме реального потребления домашних хозяйств, фактических реальных инвестиций, государственных расходов и реальных расходов на экспорт, т. е. $y \equiv c + i_r + g + x$.

Тождество национального дохода (*national income identity*) — тождество, в соответствии с которым реальный национальный доход равняется сумме реального потребления домашних хозяйств, их реальных сбережений, реальных чистых налогов и величины реального импорта, т. е. $y \equiv c + s + t + m$.

Фактические реальные инвестиции (*real realized investment*) — фактические инвестиционные расходы фирм на товарных рынках.

Чистое автономное потребление (*net autonomous consumption*) — автономное потребление за вычетом налогов.

Чистые совокупные автономные расходы (*net aggregate autonomous expenditures*) — сумма автономного потребления за вычетом налогов, ожидаемых автономных инвестиций и государственных автономных расходов.

Эффект мультипликатора (*multiplier effect*) — отношение изменения равновесного уровня национального дохода к увеличению размера совокупных автономных расходов. Когда график совокупных расходов смещается по вертикали, равновесный уровень национального дохода изменяется на кратную величину.

Вопросы для самопроверки

1. Функцию потребления в кейнсианской модели экономики можно представить в виде: $c = c_0 + by_d$. Дайте определение и краткое объяснение каждого из двух компонентов ожидаемого потребления, заданных уравнением. Постройте график функции потребления. Чему равен его угловой коэффициент? Какое экономическое толкование можно дать этому коэффициенту?
2. Предположим, что ожидается сокращение реальных инвестиционных расходов. Этому могло способствовать несколько факторов. Приведите некоторые из возможных объяснений.
3. Используйте соответствующий рисунок для построения графика совокупных ожидаемых расходов. На этом же рисунке покажите равновесный уровень реального национального дохода, соответствующий равновесному уровню на построенном вами графике. Почему этот уровень дохода является равновесным?
4. Докажите, что в экономике без государственного сектора условие равновесия $y = c + i$ можно записать, как $s = i$ и как $i_r = i$, где i_r представляет собой фактические инвестиции.
5. В исходной кейнсианской модели определения реального дохода равновесие достигается, когда уровень национального дохода равен сумме совокупных ожидаемых расходов домашних хозяйств, фирм и государства. Однако возможно превышение ожидаемых расходов над величиной национального дохода. Если это случится, объясните, каким образом восстановится равновесие.
6. Предположим, что поведение домашних хозяйств в целом изменилось, так что они теперь сберегают большую часть своих доходов, чем прежде. Используя любые графики, покажите воздействие такого изменения на функцию потребления и равновесный национальный доход.

Задачи

19-1. Предположим, что в упрощенной кейнсианской модели экономики $MPC = 0{,}8$. Если располагаемый доход возрос с 80 млрд. до 100 млрд. долл., то насколько увеличится потребление? Насколько увеличится сбережение? Будет ли их сумма равна приросту дохода?

19-2. Функцию потребления в упрощенной кейнсианской модели экономики можно записать в виде $c = c_0 + by_d$. Хотя MPC постоянна, покажите математически, как APC, равная c/y_d, все равно будет меняться с изменением y_d, если $c_0 > 0$.

19-3. Если уравнение функции потребления $c = 20$ долл. $+ (0{,}8)y_d$, определите уровень потребления и сбережения для $y_d = 50$, 150 и 250 долл. Найдите соответствующие показатели APC.

19-4. В модели экономики без государственного сектора уравнение функции потребления $c = 20$ долл. $+ (0{,}8)y_d$ и ожидаемые инвестиции равны $i = 10$ долл. Определите соответствующий уровень совокупных ожидаемых расходов для $y = 50$, 150 и 250 долл. Определите уровень реального дохода, который будет удовлетворять условию равенства сбережений и ожидаемых инвестиций.

19-5. Предположим, что уравнение функции потребления $c = 20$ долл. $+ (0{,}8)y_d$ и что инвестиции равны $i = 10$ долл. Государственный сектор в экономике отсутствует. Если i увеличится до 12 долл., то какие переменные изменятся в упрощенной кейнсианской модели экономики? Определите отношение прироста равновесного реального дохода к приросту ожидаемых инвестиций, вследствие которых увеличится реальный доход. Соответствует ли ответ значению мультипликатора?

19-6. Предположим, что уравнение функции потребления снова $c = 20$ долл. $+ (0{,}8)y_d$ и что инвестиции равны $i = 10$ долл. Также предположим, что государственные расходы и

чистые налоги равны $g_0 = t_0 = 5$ долл. Определите реальный национальный доход, который равен совокупным ожидаемым расходам. Если сравнить ваш ответ с ответом на задачу 19-4, то как изменится равновесный уровень реального национального дохода, если в модель ввести суммы государственных расходов и чистых налогов?

19-7. Предположим, что государственные расходы равны 100 млрд. долл. (в долларах базового года) и что реальные чистые налоги составляют 50 млрд. долл. Будут ли сбережения соответствовать ожидаемым реальным инвестициям в состоянии равновесия? Почему да или нет?

19-8. Предположим, что равновесный реальный доход (в ценах базового года) равняется $y = 500$ млрд. долл. Функция потребления задана уравнением $c = 50$ долл. $+ (0{,}75)y_d$. Реальные чистые налоги равны 100 млрд. долл. и реальные государственные расходы составляют 125 млрд. долл.

а) Чему равен равновесный уровень потребления (сбережения)?

б) Чему равна сумма ожидаемых реальных инвестиций?

19-9. Предположим, что уравнение функции потребления $c = 50$ долл. $+ (0{,}75)y_d$ и что уравнение реальных налогов задано в виде $t = 40$ долл. $+ (0{,}20)y$. Реальные ожидаемые инвестиции равны $i = 140$ долл. и реальные государственные расходы держатся на неизменном уровне $g_0 = 40$ долл.

а) Найдите равновесный уровень реального дохода.

б) Чему равны реальные налоги при равновесном уровне реального дохода? Чему равен равновесный уровень располагаемого дохода?

в) Чему равен равновесный уровень потребления (сбережения)?

г) Докажите, что равенство $s + t = i + g$ соблюдается при равновесном уровне реального дохода. Используйте цифровые данные, полученные вами.

19-10. Предположим, что реальный национальный доход (в ценах базового года) равен 600 млрд. долл., национальный доход при полной занятости — 500 млрд. долл. и предельная склонность к сбережению — 0,25. Каким единственным инструментом бюджетно-налоговой политики нужно воспользоваться в кейнсианской модели для достижения уровня национального дохода при полной занятости? Рассчитайте стоимостный объем этого показателя.

Рекомендуемая литература

Branson William, Macroeconomic Theory and Policy. — New York: Macmillan, 1978.

Dillard Dudley, The Economics of John Maynard Keynes. — Englewood Cliffs (N. J.): Prentice-Hall, 1948.

Froyen Richard T., Macroeconomics: Theories and Policies, 3 ed. — New York: Macmillan, 1990.

Hansen Alvin H., A Guide to Keynes. — New York: McGraw-Hill, 1953.

Harris Laurence, Monetary Theory. — New York: McGraw-Hill, 1981.

Hicks John R., Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation. — Econometrica, 5 (2), April 1937, pp. 147—159.

Keynes John Maynard, The General Theory of Employment, Interest, and Money. — New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1964.

Klein Lawrence R., The Keynesian Revolution, 2 ed. — New York: Macmillan, 1966.

LeKachman Robert, The Age of Keynes. — New York: Random House, 1966.

LeKachman Robert (ed.), Keynes and the Classics. — Boston: Heath, 1965.

Глава 20

Деньги в традиционной макроэкономической модели

Основные проблемы

1. В соответствии с традиционной кейнсианской теорией существует три мотива хранения денег. Какие?
2. В чем отличие кейнсианской трактовки установления процентной ставки от классической теории?
3. Что собой представляет передаточный механизм кейнсианской денежно-кредитной политики?
4. Что такое график *LM*? График *IS*? Равновесие *IS-LM*?
5. Каким образом с помощью инструментов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики можно воздействовать на национальный доход и номинальную процентную ставку в модели *IS-LM*?
6. Могут ли органы, занимающиеся разработкой денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, координировать свои действия? Следует ли им координировать свою политику?

В главе 19 мы рассмотрели упрощенную версию традиционной кейнсианской модели, где попытались учесть основные элементы классической теории, которые критиковал Дж. М. Кейнс. Однако эта модель является неполным отражением кейнсианской теории по нескольким причинам. Во-первых, в ней не отводится должная роль денежной массе и другим финансовым активам, а также процентной ставке и денежно-кредитной политике. Во-вторых, игнорируется значение ценовых корректировок. Мы рассмотрим первый из этих вопросов в настоящей главе, а второму мы уделим гораздо большее внимание в главах 21—23.

По мнению кейнсианцев, между процентной ставкой, денежной массой и реальным доходом существует зависимость, которая не учитывалась в классической модели. Обоснование этой зависимости основывается на трактовке Дж. М. Кейнсом теории спроса на деньги. Изучение влияния спроса на деньги, денежной массы и процентных ставок на экономическую активность потребует значительных усилий. Однако ваше время и усилия будут потрачены не зря. В данной главе мы рассмотрим версию традиционной кейнсианской модели, которая основана на использовании эффективных методов:

1. Анализа *одновременного* достижения равновесного реального дохода и равновесной процентной ставки.
2. Рассмотрения воздействия денежно-кредитной политики и бюджетно-налоговой политики на равновесный реальный доход и равновесную процентную ставку.
3. Сравнения традиционной кейнсианской модели и классической модели.

Функция спроса на деньги

Одной из ключевых проблем, которые интересовали экономистов-классиков, таких, как Ирвинг Фишер и Альфред Маршалл, был спрос на деньги. Эти экономисты считали, что основной причиной спроса на деньги был *трансакционный мотив* хранения денег, используемых в качестве средства платежа при осуществлении сделок.

При достаточной степени неопределенности экономической конъюнктуры, естественно, экономисты-классики признавали также существование *мотива предосторожности*, т. е. хранения денег на непредвиденные сделки. Оба мотива относятся к одной и той же идее, что индивиды склонны хранить деньги как доступное в любое время средство платежа. Поскольку оба мотива касаются роли денег как средства обращения, экономисты классической школы предполагали, что основным детерминантом спроса на номинальные денежные остатки (наличные деньги) является уровень номинального дохода индивида. Они выразили основной вывод этой теории в виде *кембриджского уравнения*,

$$M^d = kY, \tag{20-1}$$

где M^d — спрос на номинальные денежные остатки;

k — отношение номинальных денежных остатков к номинальному доходу, при $0 < k < 1$;

Y — номинальный национальный доход, равный Py.

Некоторые экономисты классической школы признавали, что кембриджское уравнение дает лишь упрощенное представление спроса на деньги. Они понимали, что повышение процентной ставки приводит к увеличению альтернативных издержек хранения денег, поскольку индивиды могут приобрести облигации и получать доход в виде процентов. Тем не менее эти экономисты утверждали, что процентная ставка играет ограниченную роль в качестве фактора, влияющего на спрос на деньги. Вместо этого они акцентировали внимание на доходе как ключевом детерминанте спроса на деньги.

Важным вкладом Дж. М. Кейнса и его последователей в экономическую науку было развитие теории спроса на деньги, в которой особая роль отводилась процентной ставке. Эта теория к тому же включала в себя объяснение механизма установления процентной ставки, который значительно отличался от классической модели. Она также показала, что механизм осуществления денежно-кредитной политики значительно отличается от модели, разработанной экономистами-классиками.

ПОРТФЕЛЬНЫЙ СПРОС НА ДЕНЬГИ

Как уже отмечалось, экономисты классической школы выделяли трансакционный мотив хранения денег, в соответствии с которым деньгам отводилась роль средства обращения. Дж. М. Кейнс следовал классической традиции (ведь Дж. М. Кейнс изучал экономическую теорию, изложенную в работах представителей классической школы). Следовательно, он воспринимал трансакционный мотив хранения денег и мотив предосторожности как часть общей теории спроса на деньги.

Когда Дж. М. Кейнс внимательно изучал экономическую ситуацию 1920—30-х годов и понимал, что классическая теория была далека от реальности, поскольку она утверждала, что единственным детерминантом спроса был уровень дохода. Он наблюдал индивидов, которые до краха фондового рынка в 1929 г. аккумулировали значительные портфели акций и облигаций, но хранили небольшое количество наличных денег. Дж. М. Кейнс заметил, что после краха эти же самые индивиды держали меньшее количество ценных бумаг. В результате этого наблюдения он стал размышлять о совершенно новом мотиве хранения денег, в основе которого лежала роль денег как *финансового актива*, объем которого у индивидов меняется в связи с корректировкой их портфелей в соответствии с изменениями экономической конъюнктуры, включая колебания процентных ставок.

Деньги, другие финансовые активы и богатство Как отмечалось в главе 6, финансовые активы могут выступать в виде облигаций, обычных акций, сберегательных счетов, депозитных сертификатов и т. д. В период с 1930-х и до 1980-х годов в США не начислялись проценты по трансакционным депозитам. Ситуация сохраняется и в настоящее время в отношении наличных денег и депозитов до востребования, но получение дохода в виде процентов теперь возможно по некоторым трансакционным счетам (например, по текущим счетам с выплатой процентов и списанием по безналичным расчетам, или счетам NOW). Тем не менее верно то, что обычно процентная ставка по трансакционным счетам меньше, чем индивид может получить по неденежным финансовым активам. Следовательно, целесообразно различать денежные и неденежные финансовые активы.

Однажды между американскими писателями Ф. Скоттом Фицджеральдом (1896—1940) и Эрнестом Хемингуэем (1899—1961) произошел известный разговор. Как говорят, С. Фицджеральд заметил Э. Хемингуэю: «Знаешь, Эрнест, между нами и богачами есть большая разница». «Да, знаю, — ответил Э. Хемингуэй, — у них больше денег». Естественно, деньги являются составляющей богатства индивида. В широком смысле, однако, богатство включает в себя любой актив, который может иметь ценность для владельца. Однако это определение слишком широко для наших целей. Мы будем рассматривать *финансовое богатство* (*financial wealth*), или часть богатства индивида в виде финансовых активов.

В модели, приведенной ниже, мы упрощаем терминологию, допуская, что в определенный момент времени финансовое богатство индивида распределяется лишь между деньгами (M) и одним видом неденежного актива, который мы будем условно называть облигациями (B). Используя термин «облигации» для обозначения всех неденежных активов, мы будем следовать подходу Дж. М. Кейнса. Нужно помнить, что мы используем этот термин в более широком контексте, чем ранее.

Основная разница между деньгами и облигациями (неденежными финансовыми активами) заключается в том, что деньги, по определению, — наиболее *ликвидный* из финансовых активов. Номинальная цена денег всегда равна одной денежной единице (к примеру, одному доллару, франку, иене и т. д.). Номинальная цена неденежного актива (облигации) может со временем измениться. Это означает, что можно получить доход, если цена облигации за определенный период возрастет. Однако возможен и убыток, если номинальная цена облигации уменьшится. Долларовая же банкнота США имеет одну и ту же номинальную стоимость в любой данный период, так что нет прибыли от прироста капитала и капитального убытка, если индивиды хранят только деньги, не приносящие проценты.

Разумеется, богатство индивида со временем меняется по мере того, как происходит накопление или расходование средств. Для упрощения мы будем рассматривать только принятие индивидом решения о распределении богатства между деньгами и облигациями в *данный момент*. Предположим, что в данный момент номинальное финансовое богатство индивида равно W. Индивид распределяет богатство по двум направлениям. Во-первых, он может иметь наличные деньги (M), которые мы будем считать не приносящей проценты наличностью. Во-вторых, он может держать облигации (B), которые могут приносить доход в соответствии с номинальной ставкой (r_n). Тогда в данный момент справедливо, что

$$W = M + B. \tag{20-2}$$

Так как мы рассматриваем ситуацию в определенный момент времени, то накопления или отрицательных сбережений не происходит, так что богатство — величина посто-

янная. Это значит, что ΔW по условию равняется нулю. Из уравнения (20-2) следует, что $\Delta M + \Delta B = 0$, или

$$-\Delta B = \Delta M. \qquad (20\text{-}3)$$

С другой стороны, уравнение (20-3) показывает, что в определенный момент любое изменение количества облигаций у индивида должно соответствовать противоположному изменению его денежных средств, и наоборот. Этот факт лежит в основе зависимости между ожидаемым объемом сбережений (спросом на деньги) и процентной ставкой, поскольку облигации приносят доход в виде процентов.

Опять для упрощения предположим, что все облигации (т. е. неденежные активы) являются **консолями** (*consols*), или бессрочными облигациями, т. е. облигациями без фиксированного срока погашения. Как отмечалось в главе 7, английское правительство размещает консоли на британском рынке облигаций. Эти ценные бумаги предполагают непрерывный поток фиксированных номинальных платежей их владельцам. Номинальная дисконтированная стоимость консоли равна R/r_n, где R — фиксированный номинальный платеж, получаемый в каждый данный период, и r_n — номинальная рыночная процентная ставка. Если $R = 1000$ долл. в год, а рыночная процентная ставка (r_n) равна 10%, тогда дисконтированная стоимость консоли составит 10 000 долл.

С учетом неопределенности и трансакционных издержек, таких, как оплата брокерских услуг, индивид при покупке обычно платит сумму несколько меньшую, чем дисконтированная стоимость консоли. В качестве последнего упрощения допустим, что эти факторы не имеют значения при определении суммы, за которую индивид будет согласен приобрести консоль. При этом цена ее будет равняться той сумме, которую индивид готов заплатить, что фактически является дисконтированной стоимостью консоли, так что

$$P_B = R/r_n \qquad (20\text{-}4)$$

и составляет ее цену.

Уравнение (20-4) показывает, что при прочих равных условиях между ценой облигаций и ставкой процента будет существовать обратно пропорциональная зависимость. Если процентная ставка падает, то цена облигации возрастает и владельцы облигаций получают доход от повышения их рыночной стоимости. Если же процентная ставка растет, то цена на облигации падает и владельцы облигаций несут убытки от снижения рыночной стоимости этих активов. Но если индивиды хранят только деньги, то при изменении ставки процента ни того, ни другого с ними не произойдет, так как номинальная стоимость денег не меняется.

Портфельный спрос на деньги Теперь у нас есть все необходимые предпосылки для объяснения того факта, что изменения процентных ставок могут оказывать влияние на спрос на деньги в экономике. Поскольку цена размещенных облигаций находится в обратно пропорциональной зависимости от изменений процентной ставки, уменьшение последней в будущем приведет к увеличению цены бессрочных облигаций; следовательно, владельцы облигаций получат доход от роста их стоимости. И наоборот, ожидание роста процентной ставки в будущем повлечет за собой падение цены бессрочных облигаций, в результате чего индивиды, владеющие этими облигациями, понесут убытки. Следовательно, ожидаемые доходы или убытки от облигаций прямо зависят от предположения относительно того, возрастут или снизятся процентные ставки в будущем. В свете этих предположений индивид корректирует свой *портфель* денежных средств и облигаций.

Предположим теперь, что процентная ставка *падает в данный момент* до определенного уровня, который для индивида (по сравнению с первоначальным) считается

низким. Если этот индивид полагает, что процентная ставка снизилась, тогда он будет считать, что в будущем процентная ставка поднимется. Следовательно, он также будет ожидать, что цены на облигации упадут, что приведет к убыткам. Чтобы избежать этих убытков, он может продать облигации *в данный момент*. Из уравнения (20-2) мы видим, что, если индивид продает облигации, у него становится меньше облигаций и больше денег, так как величина его богатства фиксирована. Поэтому для него *снижение текущей процентной ставки ведет к увеличению спроса на деньги в данный момент*.

Предположим теперь, что процентная ставка увеличивается в настоящем до уровня, который индивид рассматривает как *высокий* по сравнению с первоначальным показателем. Если этот индивид полагает, что процентная ставка возросла по сравнению с первоначальной, то тогда он уверен, что процентная ставка будет падать в будущем, поэтому он ожидает повышения цен на облигации. Это позволит ему получить доход от роста стоимости своих активов. Тогда для увеличения доходов в будущем индивид будет покупать больше облигаций в настоящем. Из уравнения (20-2) следует, что если индивид покупает облигации, то он перераспределяет свое фиксированное богатство между облигациями и наличными деньгами. Следовательно, для индивида *повышение текущей процентной ставки приводит к сокращению спроса на деньги в данный момент*.

Естественно, предположения относительно уровня процентных ставок могут быть разными в экономике в целом. Когда ставка процента достигает особенно высокого уровня, то большее число людей станут ожидать, что процентные ставки будут падать в будущем. Их реакция будет заключаться в сокращении запасов наличных денег. Если же процентная ставка значительно снижается, то большее число людей будут ожидать ее повышения в будущем. В этом случае они будут реагировать на эту ситуацию путем увеличения запасов наличных денег.

Согласно теории Дж. М. Кейнса, индивид совершает спекулятивные операции, связанные с хранением богатства либо в виде денег, либо в виде облигаций. Поэтому Дж. М. Кейнс назвал свою теорию моделью **спекулятивного спроса на деньги** (*speculative demand for money*). Последователи Дж. М. Кейнса, как, например, лауреат Нобелевской премии Джеймс Тобин, пошли дальше в развитии этой теории, предполагая, что люди хранят свое богатство и в виде облигаций, и в виде наличности, но корректируют свои портфели в соответствии с изменениями процентной ставки. Поэтому в настоящее время эта теория получила название теории **портфельного спроса на деньги** (*portfolio demand for money*).

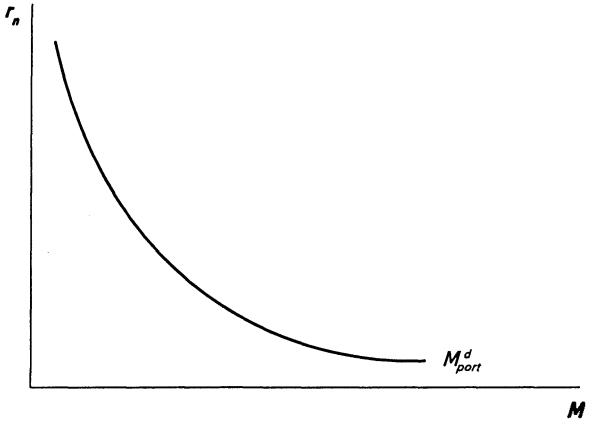


Рис. 20-1
Портфельный спрос на деньги. С ростом номинальной процентной ставки величина финансового богатства индивидов в форме наличных денег уменьшается. Следовательно, портфельный спрос на деньги обратно пропорционален номинальной процентной ставке.

На рис. 20-1 представлен портфельный спрос на деньги (M^d_{port}). График на данном рисунке имеет отрицательный наклон вследствие обратной зависимости между процентной ставкой и спросом на деньги. График портфельного спроса на деньги характеризуется выпуклостью. Причина в том, как уже отмечалось, что, когда процентная ставка растет, большее число индивидов склонны размещать свои средства в облигации, а не хранить в виде наличности. Следовательно, спрос на деньги сокращается с ростом процентной ставки. Когда же процентная ставка снижается, то большее число индивидов склонны к хранению денег. Таким образом, со временем общество достигнет точки, в которой индивиды будут хранить неограниченное количество денег и очень мало облигаций.

Форма графика портфельного спроса на деньги зависит от субъективного представления индивидов об уровне процентных ставок в экономике. Если этот уровень приблизительно одинаково оценивается всеми индивидами, то график будет сильно выпуклым, поскольку когда процентная ставка возрастает до определенного уровня, то практически все индивиды уменьшают запасы наличных денег, и наоборот. Если же у каждого имеется свое представление об уровне процентных ставок, то график портфельного спроса на деньги будет менее выпуклым, или даже почти пологим.

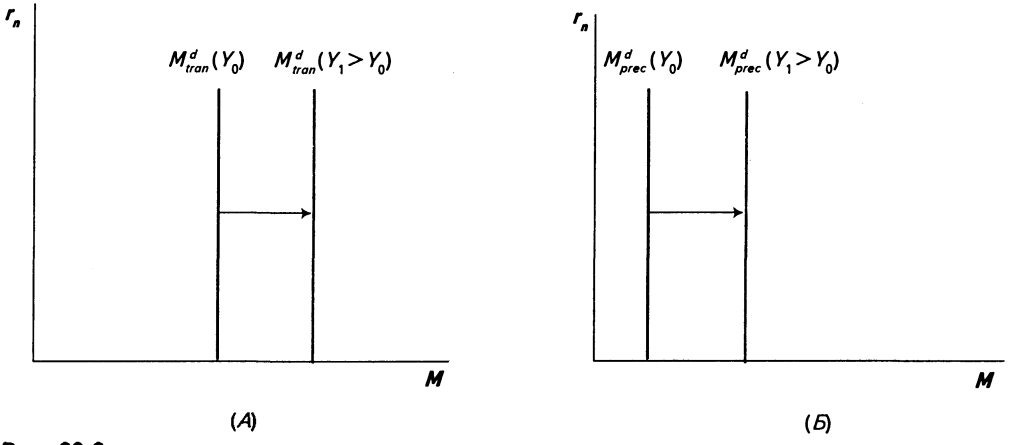


Рис. 20-2

Трансакционный спрос и спрос на деньги для непредвиденных сделок. В упрощенной версии кейнсианской теории спроса на деньги номинальная процентная ставка не влияет на спрос на эти виды активов. Следовательно, графики трансакционного спроса (рис. *А*) и спроса на деньги для непредвиденных сделок (рис. *Б*) представляют собой вертикальные прямые, значения номинальной процентной ставки откладываются на вертикальной оси. Рост номинального дохода, однако, увеличивает спрос на деньги в обоих случаях. Следовательно, рост номинального дохода смещает оба графика вправо.

СОВОКУПНЫЙ СПРОС НА ДЕНЬГИ

Другим важным детерминантом спроса на номинальные денежные остатки (наличные деньги) является уровень номинального дохода, получаемого домашними хозяйствами. С его увеличением индивиды будут планировать больше покупок, к тому же больший объем наличных денег будет храниться на всякий случай. Таким образом, с увеличением номинального дохода растет и трансакционный спрос на деньги, обозначенный M^d_{tran} (рис. 20-2*А*), и спрос на деньги для непредвиденных сделок, обозначенный как M^d_{prec} (рис. 20-2*Б*). Хотя существует возможность воздействия на спрос изменений

процентных ставок, но для упрощения допустим, что только доход (без учета воздействия изменений процентных ставок) влияет на M^d_{tran} и M^d_{prec}. Следовательно, можно допустить, что эти графики представляют собой вертикальные прямые.

Совокупный спрос на номинальные денежные остатки На рис. 20-3*А* показано построение графика совокупного спроса на деньги. Складываем графики M^d_{tran}, M^d_{prec} и M^d_{port} по горизонтали. В результате при данном уровне номинального национального дохода (Y_0) получаем график совокупного спроса на деньги, обозначаемый просто $M^d(Y_0)$. Отрицательный наклон этого графика обусловливается спекулятивным спросом на деньги. Уровень номинального дохода при этом определяет расположение графика.

Рисунок 20-3*Б* показывает воздействие роста номинального национального дохода на совокупный спрос на деньги. Поскольку рост дохода (с Y_0 до Y_1) ведет к увеличению трансакционного спроса и спроса на деньги для непредвиденных сделок, то увеличивается и совокупный спрос на деньги, что показывает смещение графика спроса на деньги вправо, с $M^d(Y_0)$ до $M^d(Y_1)$.

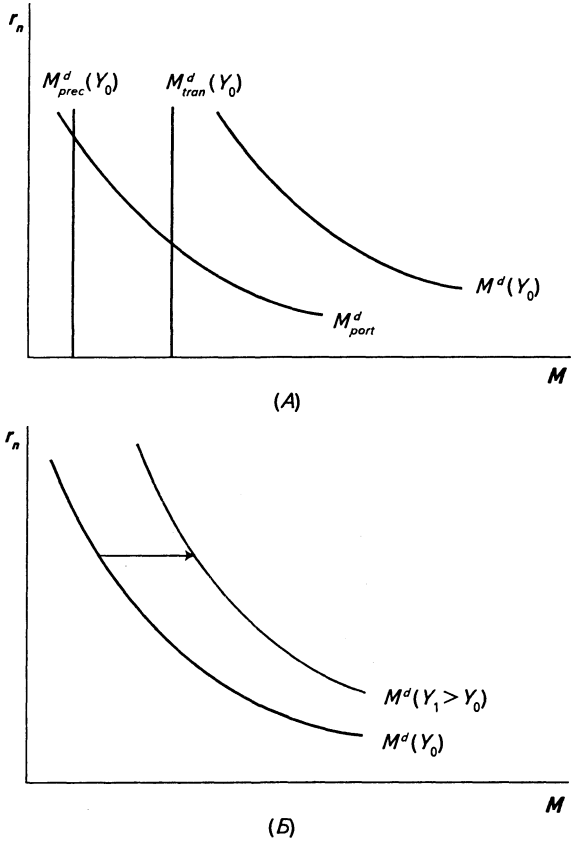


Рис. 20-3

Совокупный спрос на деньги. Совокупный спрос на деньги в экономике представляет собой сумму портфельного, трансакционного спроса и спроса на деньги для непредвиденных сделок. График совокупного спроса на деньги, M^d (рис. *А*), получается путем сложения по горизонтали этих трех кривых. Он характеризуется отрицательным наклоном, поскольку отрицательный наклон имеет график портфельного спроса на деньги. Его расположение зависит от уровня номинального дохода, поэтому он обозначен $M^d(Y_0)$. Воздействие на спрос увеличения номинального дохода показано на рис. *Б*. Трансакционный спрос и спрос на деньги для непредвиденных сделок увеличиваются вследствие роста дохода, поэтому совокупный спрос на деньги возрастет при любой данной процентной ставке, когда доход увеличится.

Спрос на реальные денежные остатки До сих пор при обсуждении спроса на деньги мы рассматривали только номинальные денежные остатки (наличные деньги), выраженные в текущих ценах. Однако что действительно важно, так это *реальная покупательная способность* денег. В качестве простого, но показательного примера рассмотрим следующую ситуацию. Допустим, что у вас есть 5 долл. на обед. Предположим, что

сандвич стоит 2,50 долл. Это означает, что вы при желании можете купить два сандвича. Теперь предположим, что общий уровень цен, включая цену бутерброда, увеличивается вдвое. Тот же сандвич теперь в два раза дороже, поэтому реальная покупательная способность 5 долл. уменьшилась вдвое. Для покупки того же количества бутербродов вам уже понадобится 10 долл. Таким образом, удвоение цен потребует удвоения номинальных денежных остатков, чтобы вы могли купить продукты в том же объеме.

Этот простой пример показывает, что номинальные денежные остатки имеют значение, только если они скорректированы с учетом уровня цен, т. е. любой рационально мыслящий индивид заинтересован в **реальных денежных остатках** (*real money balances*), которые представляют собой объем наличных денег, скорректированный с учетом уровня цен. На рис. 20-4 представлен график спроса на реальные денежные остатки, $m^d \equiv M^d/P$, где $m \equiv M/P$ — реальные денежные остатки, скорректированные с учетом уровня цен, и P — текущий уровень цен. График спроса на реальные денежные остатки имеет отрицательный наклон вследствие портфельного мотива хранения денег.

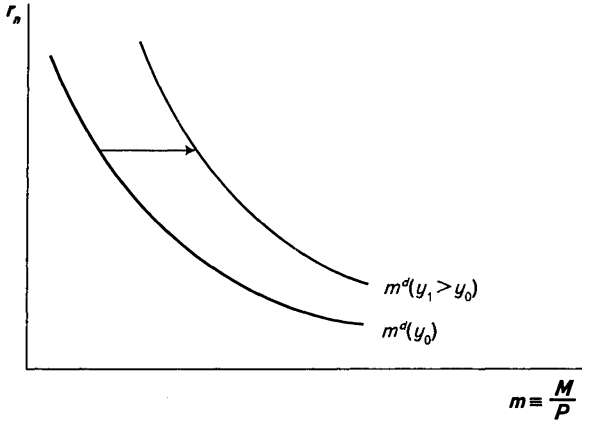


Рис. 20-4
Спрос на реальные денежные остатки. Спрос на реальные денежные остатки, $m \equiv M/P$, является совокупным спросом населения на товары и услуги. График спроса на реальные денежные остатки имеет отрицательный наклон вследствие портфельного мотива хранения денег. Если доход растет, то график смещается вправо. Причиной этого является трансакционный мотив хранения денег и мотив предосторожности.

Спрос индивида на товары и услуги, тем не менее, зависит от реального дохода, который он получает. Причина в том, что реальная покупательная способность необходима индивиду для осуществления запланированных и непредвиденных сделок, имеющих реальную стоимость, и сумма последних увеличится с ростом реального дохода. Следовательно, рост реального дохода с первоначального уровня y_0 до y_1 ведет к увеличению спроса на реальные денежные остатки (рис. 20-4).

Механизм установления процентной ставки

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЕНЕГ

В предыдущих главах мы уже обсуждали, как ФРС может оказывать влияние на предложение номинальных денежных остатков (наличных денег). Мы также рассматривали тот факт, что часть номинальной денежной массы содержит приносящие проценты депозиты, такие, как счета NOW. Теперь мы упростим анализ, насколько это возможно, и предположим, что центральный банк осуществляет предложение денег в форме беспроцентных депозитов и наличных денег. Пусть также предложение денег не зависит от номинальной процентной ставки, так что график предложения номинальных денежных остатков представляет собой вертикальную прямую (рис. 20-5).

ФРС может — посредством операций на открытом рынке, учетной политики и изменений резервных требований — оказывать воздействие на номинальную денежную массу. Покупка ценных бумаг на открытом рынке, уменьшение учетной ставки или сокращение требуемой нормы обязательных резервов сместят вправо график предложения номинальных денежных остатков. Продажа бумаг на открытом рынке, увеличение учетной ставки или рост нормативов обязательных резервов приведут к смещению этого графика влево. Следовательно, ФРС может определять положение графика предложения номинальных денежных остатков при прочих равных условиях.

Тем не менее, как уже отмечалось, в действительности важна реальная покупательная способность денег (M/P). Для ФРС было бы предпочтительнее, если она могла в точности контролировать объем реальных денежных остатков. Однако это невозможно, хотя, как мы увидим позже, действия ФРС в общем оказывают значительное воздействие на реальную покупательную способность денег.

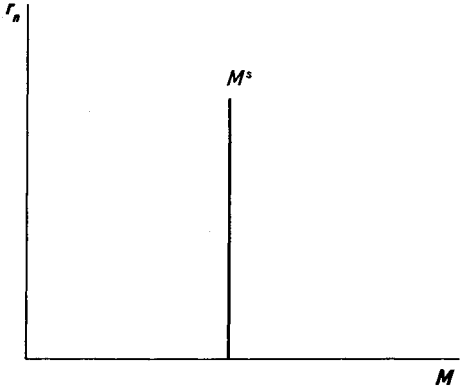


Рис. 20-5
Предложение номинальных денежных остатков. Мы допускаем, что ФРС способна полностью контролировать номинальную денежную массу в экономике и что предложение денег не зависит от процентной ставки. Следовательно, график предложения номинальных денежных остатков представляет собой вертикальную прямую.

График предложения реальных денежных остатков (M^S/P) представлен на рис. 20-6. Это вариант рис. 20-5, но скорректированный с учетом уровня цен. Необходимо иметь в виду, что инструменты политики ФРС (операции на открытом рынке, учетная политика и резервные требования) непосредственно влияют только на номинальную денежную массу (M^S). С одной стороны, если уровень цен не изменяется, то действия ФРС, направленные на увеличение номинальной денежной массы, приведут к смещению графика предложения реальных денежных остатков вправо, и операции, направленные на сокращение номинальной денежной массы, приведут к смещению этого графика влево.

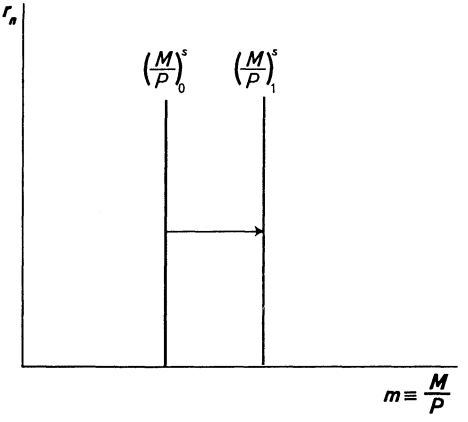


Рис. 20-6
Предложение реальных денежных остатков. Предложение реальных денежных остатков представляет собой предложение номинальных денежных остатков (M^s) с учетом уровня цен (P), т. е. M^s/P. График предложения реальных денежных остатков смещается вправо, т. е. имеет положительный наклон, если M^s увеличивается при неизменном P, если P падает при неизменном M^s или если M^s увеличивается относительно P.

С другой стороны, уровень цен может измениться без каких-либо операций ФРС. Рост уровня цен сместит график предложения реальных денежных остатков влево. Падение уровня цен приведет к смещению графика вправо.

РАВНОВЕСНАЯ ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА

На рис. 20-7 график спроса на реальные денежные остатки накладывается на график предложения реальных денежных остатков. В точке их пересечения предложение денег со стороны ФРС (M_0), измеряемых с учетом текущего уровня цен (P_0), удовлетворяет все потребности индивидов. Таким образом, в этой точке спрос на деньги равен их предложению.

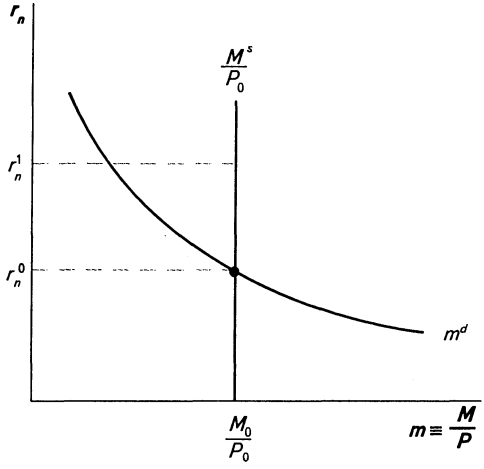


Рис. 20-7
Равновесие на денежном рынке. В состоянии равновесия спрос на реальные денежные остатки равен их предложению. Это достигается, когда графики спроса и предложения пересекаются при уровне процентной ставки r_n^0. При ставке процента r_n^1 имеет место избыточное предложение реальных денежных остатков; это означает, что возникает избыточный спрос на облигации. Цены на облигации будут расти; это означает, что номинальная процентная ставка снизится до равновесного уровня.

Процентная ставка r_n^0 — это номинальная ставка процента, при которой данный *денежный рынок* находится в равновесии. Естественно, номинальная процентная ставка должна соответственно корректироваться, чтобы гарантировать возвращение рынка в состояние равновесия. Чтобы увидеть, как происходит процесс регулирования, предположим, что на рис. 20-7 номинальная процентная ставка равна r_n^1. При данной процентной ставке, превышающей равновесную, будет наблюдаться избыточное предложение реальных денежных остатков; т. е. в общем индивиды склонны хранить меньший объем денег относительно объема денежной эмиссии ФРС.

Поскольку численность населения в данный момент является фиксированной, а новых облигаций не выпускается, то торговля производится *существующими* облигациями. При номинальной процентной ставке r_n^1 индивиды склонны хранить больше облигаций, чем предлагается на рынке. Следовательно, возникает избыточный спрос на облигации, что приведет к росту их цен. Напомним, что между ценами на облигации и номинальной процентной ставкой существует обратно пропорциональная зависимость. По мере роста цен на облигации процентная ставка возвращается к равновесному уровню r_n^0. Можно сделать вывод, что при данной равновесной процентной ставке в состоянии равновесия находятся и рынок облигаций, и денежный рынок.

Рисунок 20-8 показывает эффект от увеличения номинальной денежной массы, выпускаемой в обращение ФРС, с M_0 до M_1 при неизменном уровне цен P_0. Такое увеличение номинальной денежной массы ведет к смещению вправо графика предложения реальных денежных остатков. При первоначальной равновесной процентной ставке (r_n^0) существует избыточное предложение денег. Следовательно, как уже отме-

чалось, будет наблюдаться избыточный спрос на облигации. Цены на облигации пойдут вверх, и процентная ставка будет стремится к новому равновесному уровню (r_n^1).

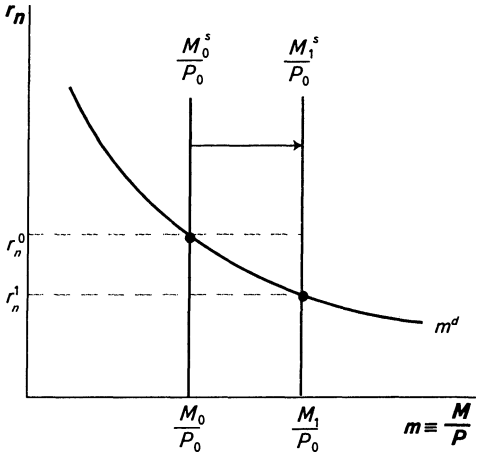


Рис. 20-8
Эффект ликвидности при увеличении номинальной денежной массы. Увеличение номинальной денежной массы при постоянном уровне цен ведет к росту предложения реальных денежных остатков. При первоначальной равновесной ставке процента (r_n^0) существует избыточное предложение денег. Это значит, что наблюдается избыточный спрос на облигации. Цены на облигации идут вверх, и процентная ставка уменьшается до нового равновесного уровня r_n^1. Падение равновесной процентной ставки вследствие увеличения номинальной денежной массы при неизменных ценах называется *эффектом ликвидности.*

Падение процентной ставки, вызванное увеличением номинальной денежной массы при неизменных ценах, представляет собой **эффект ликвидности** (*liquidity effect*) денежно-кредитной политики. Этот термин получил название вследствие того, что увеличение номинальной денежной массы равняется росту общей ликвидности в экономике. Равновесная процентная ставка должна быть уменьшена, чтобы потребности населения были удовлетворены после увеличения денежной массы.

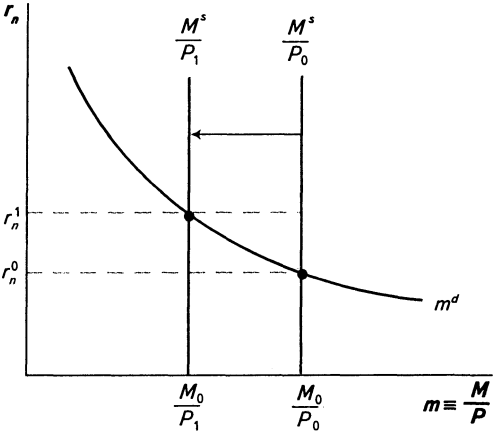


Рис. 20-9
Эффект реальных денежных остатков при росте уровня цен. Рост уровня цен при неизменном предложении номинальных денежных остатков влечет за собой сокращение предложения реальных денежных остатков. При любой данной первоначальной равновесной номинальной ставке процента r_n^0 возникнет избыточный спрос на деньги, который приведет к избыточному предложению облигаций. Цены на облигации упадут, и номинальная процентная ставка поднимется до нового равновесного уровня r_n^1. Такой рост процентной ставки вследствие увеличения уровня цен называется *эффектом реальных денежных остатков.*

На рис. 20-9 показан эффект от повышения уровня цен с P_0 до P_1 при неизменности номинальной денежной массы. Такой рост уровня цен уменьшает предложение реальных денежных остатков; другими словами, произойдет уменьшение покупательной способности денег. При первоначальной равновесной процентной ставке (r_n^0) будет наблюдаться избыточный спрос на реальные денежные остатки, т. е. при данной процентной ставке индивиды предпочтут обладать большей покупательной способностью. Они захотят хранить меньше облигаций, при этом возникнет избыточное предложение облигаций; следовательно, население будет их продавать и цены на облигации начнут

падать, в то время как процентная ставка будет расти. Со временем ставка процента поднимется до нового равновесного уровня r_n^1.

Изменение номинальной процентной ставки вследствие роста уровня цен на товары и услуги при неизменной номинальной денежной массе получило название **эффекта реальных денежных остатков** (*real balance effect*). Фактически это название произошло от того, что изменения уровня цен приводят к изменениям объема наличных денег, скорректированного с учетом уровня цен, или реальных денежных остатков, в экономике.

Изменение равновесной процентной ставки также происходит вследствие смещения графика спроса на реальные денежные остатки. На рис. 20-10 показан эффект падения спроса населения на реальные денежные остатки. Если в общем индивиды решат хранить меньше денег при любой данной ставке процента, тогда при первоначальной процентной ставке r_n^0 незамедлительно возникнет избыточное предложение реальных денежных остатков. Полученный в результате избыточный спрос на облигации приведет к росту цен на них, и равновесная процентная ставка будет уменьшена до r_n^1.

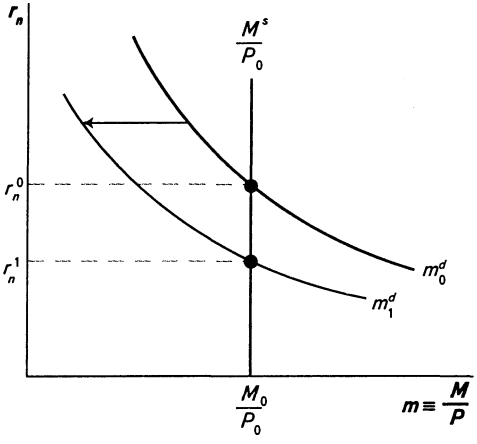


Рис. 20-10
Эффект от уменьшения спроса на деньги. Уменьшение спроса на деньги при любой данной ставке процента означает, что при первоначальной равновесной процентной ставке r_n^0 будет наблюдаться избыточное предложение денег, или избыточный спрос на облигации. Цены на облигации возрастут, и номинальная процентная ставка уменьшится до нового равновесного уровня r_n^1.

Падение общественного спроса на реальные денежные остатки, или уменьшение спроса на реальную покупательную способность, могло произойти вследствие сокращения реального дохода в экономике. В результате индивиды стали бы осуществлять меньше запланированных и непредвиденных сделок, что заставило бы их снизить объем наличных денег для этих сделок. С другой стороны, изменения других факторов, не относящихся к реальному доходу, также могли привести к падению спроса на реальные денежные остатки (рис. 20-10). Могло произойти улучшение техники осуществления платежей, например, введение новой системы кредитных карточек, что снизило бы потребность домашних хозяйств в наличных деньгах. Такие события могли также привести к уменьшению трансакционного спроса и спроса на реальные денежные остатки для непредвиденных сделок даже без изменения реального дохода.

График *LM*

Равновесный уровень процентной ставки зависит от нескольких факторов, включая номинальную денежную массу, уровень цен и другие факторы, оказывающие влияние на общественный спрос на реальную покупательную способность (M^d/P). Одним из

этих факторов, который мы рассмотрим ниже, является уровень реального дохода. При анализе функционирования денежного рынка уровень реального дохода воспринимался как величина заданная. Из предыдущего анализа упрощенной традиционной кейнсианской модели экономики в главе 19 следует, что равновесный уровень реального дохода определяется уровнем ожидаемых расходов в экономике. В этой упрощенной модели процентная ставка, напротив, принималась как данная.

Цель оставшейся части главы — показать, как одновременно устанавливаются равновесная номинальная процентная ставка и равновесный уровень реального дохода. Теперь мы располагаем необходимыми знаниями, чтобы провести совместный анализ этих двух понятий. Первый шаг в этом направлении — рассмотрение механизма достижения равновесия денежного рынка с помощью так называемого графика *LM*.

ПОСТРОЕНИЕ ГРАФИКА *LM*

График *LM* (*LM schedule*) — совокупность всех комбинаций уровней реального дохода и номинальных процентных ставок, при которых денежный рынок находится в состоянии равновесия. На рис. 20-11 показано построение графика *LM*; при этом мы исходим из условия, что предложение реальных денежных остатков остается неизменным. Как уже отмечалось, падение реального дохода, скажем с y_0 до y_1, приводит к смещению влево графика спроса на реальные денежные остатки из точки $m^d(y_0)$ в $m^d(y_1)$, так что равновесная процентная ставка должна уменьшиться с r_n^0 до r_n^1 (рис. 20-11*А*). Это означает, что экономика перейдет от комбинации реального дохода — номинальной процентной ставки (y_0 и r_n^0), при которых денежный рынок первоначально находился в равновесии, к новой комбинации y_1 и r_n^1, при которой равновесие рынка сохраняется. Эти новые комбинации представлены точками равновесия денежного рынка на кривой *LM* (рис. 20-11*Б*).

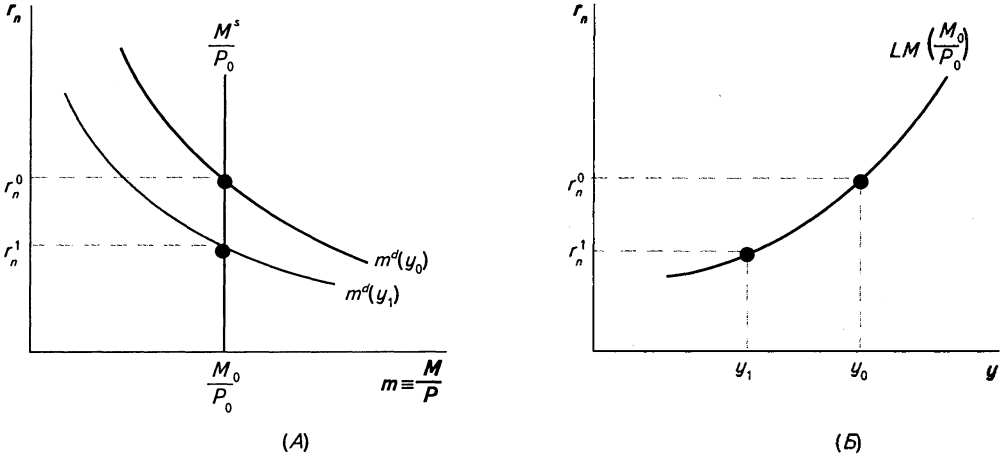


Рис. 20-11

Построение графика *LM*. Если реальный доход уменьшается с y_0 до y_1, тогда спрос на реальные денежные остатки станет меньше, что приведет к снижению равновесной номинальной процентной ставки с r_n^0 до r_n^1 (рис. *А*). Это значит, что обе комбинации реального дохода — процентной ставки сохраняют равновесие на денежном рынке. График, которому принадлежат эти две комбинации реального дохода — процентной ставки (рис. *Б*), и является *графиком LM*. Он представляет все комбинации реального дохода и процентной ставки, при которых денежный рынок находится в состоянии равновесия. Отметим, что при построении графика *LM* предложение реальных денежных остатков остается неизменным.

Джон Хикс (Hicks) был первым, кто построил график LM еще в 1937 г. Он дал ему такое название, поскольку график представляет набор точек, в которых спрос на реальные денежные остатки, т. е. ликвидность L, равен их предложению (M) со стороны ФРС.

График LM, представленный на рис. 20-11, обозначен как $LM\ (M_0/P_0)$. Мы используем это обозначение, поскольку график был построен при данной номинальной денежной массе (M_0) и уровне цен P_0, т. е. при том условии, что предложение реальных денежных остатков равно M_0/P_0. Если бы предложение реальных денежных остатков имело другое значение, то данное геометрическое место точек — комбинаций реального дохода и номинальной процентной ставки было бы расположено несколько по-другому.

НАКЛОН ГРАФИКА LM

На рис. 20-11 график LM имеет выпуклую форму и среднюю крутизну. Однако кривая может характеризоваться большой крутизной или пологостью. Нужно понять, почему так происходит. На рис. 20-12 представлен график LM, когда он характеризуется большой крутизной. Как показано на этом рисунке, когда график спроса на деньги имеет большую крутизну, то же самое можно сказать и о графике LM.

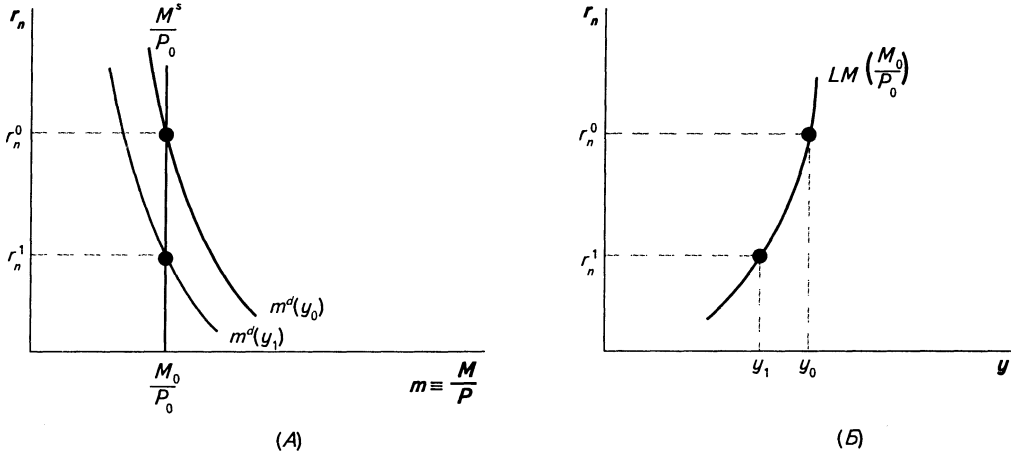


Рис. 20-12

Определение наклона графика *LM*. Наклон графика LM зависит от эластичности спроса на деньги по проценту. Если спрос на деньги нечувствителен к изменениям процентной ставки, так что график спроса на деньги имеет большую крутизну в большей части области определения (рис. *А*), тогда график LM, построенный при снижении реального дохода, также характеризуется большей крутизной (рис. *Б*).

Почему это происходит? Ответ заключается в том, что график спроса на реальные денежные остатки имеет отрицательный наклон. Это значит, что спрос на деньги слабо зависит от изменений процентной ставки. Вдоль выпуклой кривой спроса на деньги сравнительно большое изменение процентной ставки приводит к небольшому изменению объема наличных денег, которые намеревается хранить население. В таком случае говорят, что существует **спрос на деньги, не эластичный по проценту** (*interest-inelastic demand for money*), т. е. что чувствительность спроса на деньги, или его эластичность по проценту, относительно мала. Когда падение совокупного спроса на деньги приводит к смещению его графика влево, это значит, что придется значительно

уменьшить процентную ставку, чтобы восстановить равновесие спроса и предложения реальных денежных остатков. Как показано на рис. 20-12, это означает, что график LM, как и график спроса на деньги, будет иметь сильно вогнутый вид.

Чем больше наклон графика спроса на реальные денежные остатки, тем больше наклон графика LM. Соответственно, по мере того как график спроса на реальные денежные остатки становится более пологим, то и наклон графика LM уменьшается. Вдоль более пологого графика спроса на деньги существует **спрос на деньги, эластичный по проценту** (*interest-elastic demand for money*); спрос на реальные денежные остатки более чувствителен к изменениям процентной ставки.

Можно сделать вывод, что наклон графика LM свидетельствует об **эластичности спроса на деньги по проценту** (*interest elasticity of money demand*) — относительной зависимости спроса на реальные денежные остатки от изменений процентной ставки. В дальнейшем мы увидим, насколько это важный аспект для понимания графика LM.

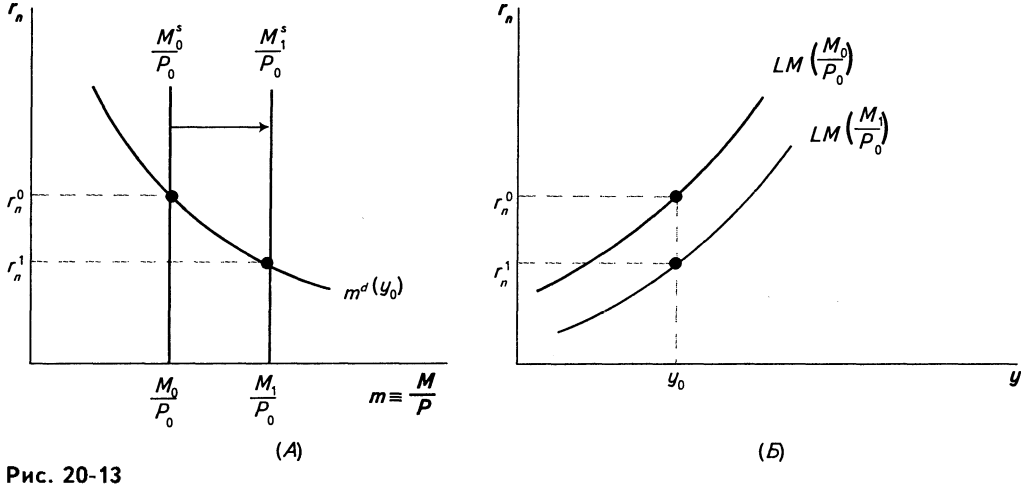


Рис. 20-13

Воздействие увеличения номинальной денежной массы на положение графика *LM*. Увеличение номинальной денежной массы при неизменном уровне цен приводит к сокращению (вследствие эффекта ликвидности) равновесной процентной ставки, даже если реальный доход остается постоянным. Это означает, что денежный рынок находится в равновесии при том же уровне реального дохода, но при меньшей ставке процента (рис. *А*). Поскольку на графике *LM* показано равновесие денежного рынка, это значит, что с увеличением номинальной денежной массы ниже и правее исходного графика *LM* будет расположен новый график (рис. *Б*).

СМЕЩЕНИЕ ГРАФИКА *LM*

Как уже отмечалось, положение графика LM зависит от величины реальных денежных остатков. Причина в том, что мы строили график LM на основе различных значений реального дохода, в то время как объем реальных денежных остатков оставался неизменным. Предположим теперь, что ФРС увеличила номинальную денежную массу, в то время как реальный доход и уровень цен остались неизменными. Как показано на рис. 20-13, реальная денежная масса увеличится с M_0/P_0 до M_1/P_0. И хотя реальный доход остается постоянным в точке y_0, равновесная номинальная ставка процента должна снизиться вследствие эффекта ликвидности, с r_n^0 до r_n^1. Это значит, что рыночному равновесию теперь будет соответствовать новая комбинация реального дохода и процентной ставки (y_0 и r_n^1) и, следовательно, на графике LM эта точка

будет лежать ниже и правее, чем точка на исходном графике LM. Увеличение номинальной денежной массы при постоянном уровне цен приводит к смещению графика LM вниз и вправо. Сокращение номинальной денежной массы при неизменном уровне цен повлечет за собой, соответственно, смещение графика LM вверх и влево.

С другой стороны, на рис. 20-14 показано воздействие роста уровня цен при неизменных показателях номинальной денежной массы и реального дохода. Рост цен на товары и услуги с P_0 до P_1 ведет к уменьшению реальной покупательной способности денег, с M_0/P_0 до M_0/P_1. Это приводит к смещению графика предложения реальных денежных остатков влево. Эффект реальных денежных остатков ведет к росту равновесной номинальной ставки процента с r_n^0 до r_n^1, хотя уровень реального дохода остается неизменным. При этом находится новая комбинация реального дохода — процентной ставки, при которой сохраняется равновесие денежного рынка, но которая расположена выше первоначальной точки. Следовательно, график LM смещается вверх и влево. Соответственно, падение уровня цен приводит к эффекту реальных денежных остатков, влияющему на процентную ставку, что и отражается в смещении графика LM вниз и вправо.

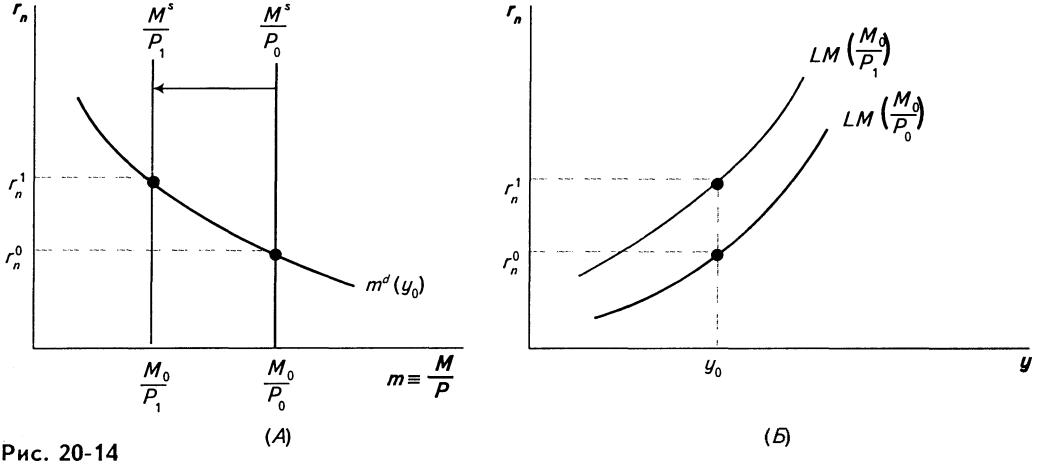


Рис. 20-14

Воздействие роста уровня цен на положение графика *LM*. Рост уровня цен при неизменной номинальной денежной массе приводит к эффекту реальных денежных остатков, что увеличивает равновесную номинальную процентную ставку, даже если реальный доход остается неизменным. Это значит, что денежный рынок будет находиться в равновесии при том же уровне реального дохода, но при более высокой ставке процента (рис. *А*). Поскольку на графике *LM* показано равновесие денежного рынка, это означает, что с ростом уровня цен выше и левее исходного графика *LM* будет расположен новый график (рис. *Б*).

И последнее: предположим, что техника осуществления расчетов становится эффективнее, так что население сокращает спрос на деньги при любой данной процентной ставке. Как показано на рис. 20-15, это уменьшит спрос на деньги при любой данной ставке процента, включая равновесную ставку r_n^0, даже если предложение денег (M_0/P_0) и уровень реального дохода (y_0) останутся неизменными. Таким образом, график спроса на деньги смещается из $m_0^d(y_0)$ в $m_1^d(y_0)$ и равновесная процентная ставка падает до r_n^1. Это означает, что денежный рынок находится в состоянии равновесия при новой комбинации реального дохода — процентной ставки ниже исходного графика LM. Этот график смещается вниз и вправо в результате сокращения

спроса на деньги при неизменном уровне дохода. И наоборот, рост спроса на деньги при постоянном доходе станет причиной смещения графика LM вверх и влево.

Можно сделать вывод, что график LM смещается, если происходит любое из трех событий: 1) изменение номинальной денежной массы при неизменном доходе и уровне цен (эффект ликвидности); 2) изменение уровня цен на товары и услуги при постоянных показателях дохода и цен (эффект реальных денежных остатков); 3) изменение спроса на реальные денежные остатки при постоянном уровне цен и дохода.

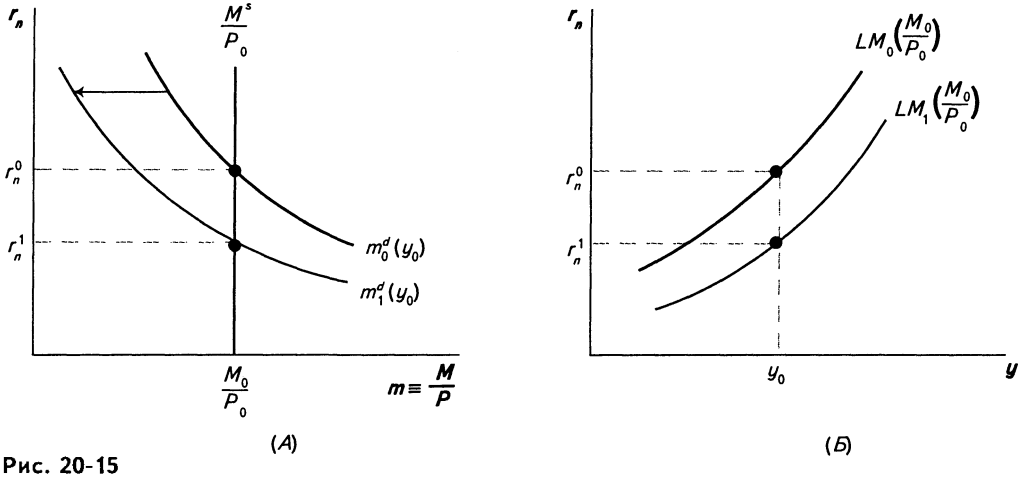


Рис. 20-15

Воздействие сокращения спроса на деньги при неизменном доходе на положение графика *LM*. Падение спроса на деньги при неизменном уровне реального дохода приводит к уменьшению равновесной номинальной процентной ставки, хотя реальный доход не меняется. Это означает, что денежный рынок находится в состоянии равновесия при том же уровне реального дохода, но при меньшей процентной ставке (рис. *А*). Поскольку экономика лежит на графике *LM*, когда денежный рынок находится в равновесии, то это означает, что вслед за сокращением спроса на деньги при неизменном доходе ниже и левее исходного графика *LM* будет расположена новая кривая (рис. *Б*).

График *IS*

В предыдущей главе мы пришли к выводу, что равновесный реальный доход должен удовлетворять следующему условию: весь реальный доход расходуется в форме потребления домашних хозяйств, ожидаемых инвестиций фирм и государственных расходов. Другими словами, утечка средств из потока доходов-расходов в виде сбережений и налогов должна равняться повторным вливаниям средств в виде инвестиций и государственных расходов. Мы также рассмотрели тот факт, что ожидаемые инвестиции обратно пропорциональны реальной процентной ставке. Это означает, что ожидаемые инвестиции находятся в обратно пропорциональной зависимости от номинальной процентной ставки (поскольку реальная ставка, по определению, приблизительно равна номинальной с учетом ожидаемого уровня инфляции).

Как мы убедимся в дельнейшем, обратно пропорциональная зависимость между ожидаемыми инвестициями и процентной ставкой означает, что изменение ставки процента оказывает воздействие на равновесный реальный доход. Следовательно, существуют комбинации реального дохода и номинальной процентной ставки, при которых достигается равновесный уровень реального дохода. Этот набор комбинаций реального дохода — процентной ставки и представляет собой **график *IS*** (*IS schedule*).

ПОСТРОЕНИЕ ГРАФИКА *IS*

Построение графика *IS* развивает упрощенную традиционную модель, рассмотренную в главе 19. На рис. 20-16 показано построение этого графика. Рисунок 20-16*А* представляет собой график инвестиций, имеющий отрицательный наклон вследствие обратно пропорциональной зависимости между реальными инвестициями и процентной ставкой, где по оси ординат откладываются значения номинальной ставки процента. При исходной номинальной процентной ставке r_n^0 ожидаемые реальные инвестиции равны i_0. Можно сложить данные уровни ожидаемых реальных инвестиций, потребления и государственных расходов для получения графика совокупных ожидаемых расходов (рис. 20-16*Б*). Равновесный реальный доход соответствует точке пересечения этого графика и прямой с углом наклона 45° и равен y_0. Следовательно, при процентной ставке r_n^0 мы получим комбинацию реального дохода — процентной ставки (r_n^0 и y_0), при которой наблюдается равновесный уровень реального дохода. Эта точка обозначена на рис. 20-16*В*.

Если процентная ставка упадет до уровня r_n^1, тогда дисконтированная текущая стоимость дохода от реальных инвестиций возрастет. Таким образом, у фирм появится стимул для увеличения суммы автономных (независимых от уровня реального дохода) реальных инвестиций с i_0 до i_1 (рис. 20-16*А*). На рис. 20-16*Б* ожидаемые совокупные инвестиции возрастут, что в свою очередь приведет к увеличению равновесного реального дохода с y_0 до y_1 в соответствии с эффектом мультипликатора. Это подразумевает новую равновесную комбинацию реального дохода — процентной ставки ниже и правее исходной комбинации (рис. 20-16*В*).

График *IS* представляет геометрическое место точек, включая две точки, показанные на рис. 20-16. Такое обозначение этому графику, как и графику *LM*, дал Джон Хикс в 1937 г., который первым его построил для модели экономики без государственного сектора. Поскольку доход равен ожидаемым расходам вдоль графика *IS*, также справедливо и то, что в модели экономики без государственного сектора утечка средств в виде сбережений из потока доходов-расходов равна обратным вливаниям средств в виде инвестиций, т. е. $i = s$; отсюда и термин «график *IS*».

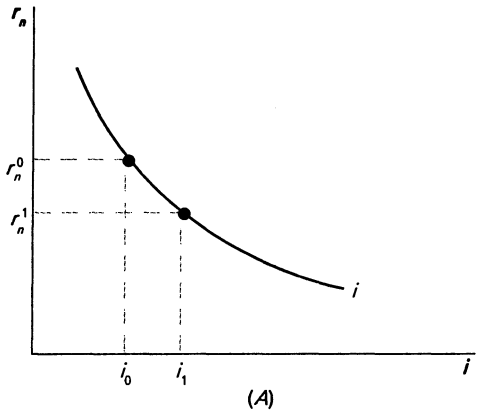
НАКЛОН ГРАФИКА *IS*

Наклон графика *IS* показывает **эластичность ожидаемых инвестиций по проценту** (*interest elasticity of desired investment*) — относительную зависимость ожидаемых инвестиционных расходов от изменений ставки процента. При построении кривой *IS* (рис. 20-16) наклон графика ожидаемых инвестиций средний, однако наклон может меняться в любую сторону. Если график ожидаемых инвестиций является достаточно пологим, то это значит, что **ожидаемые инвестиции эластичны по проценту** (*interest-elastic desired investment*). Это означает, что сравнительно небольшие изменения ставки процента приводят к значительным изменениям ожидаемых инвестиций.

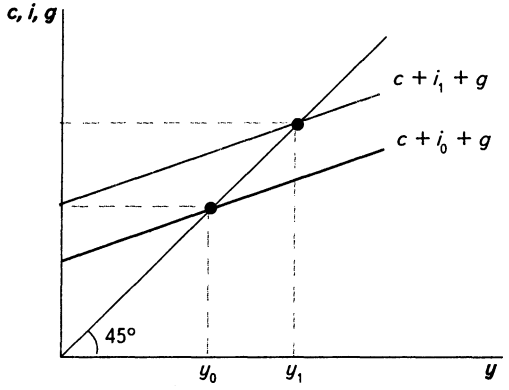
На рис. 20-17 представлен вариант построения графика *IS*, когда ожидаемые инвестиции относительно чувствительны к изменениям ставки процента. Поскольку сравнительно небольшое уменьшение ставки процента приводит к значительному увеличению ожидаемых инвестиционных расходов и график совокупных расходов смещается вверх на довольно значительное расстояние, то вследствие этого происходит рост реального дохода. Следовательно, данный график *IS* является достаточно пологим.

Если **ожидаемые инвестиции не эластичны по проценту** (*interest-inelastic desired investment*), тогда сравнительно большие изменения ставки процента приводят к незначительным изменениям ожидаемых инвестиций, ожидаемых совокупных инвести-

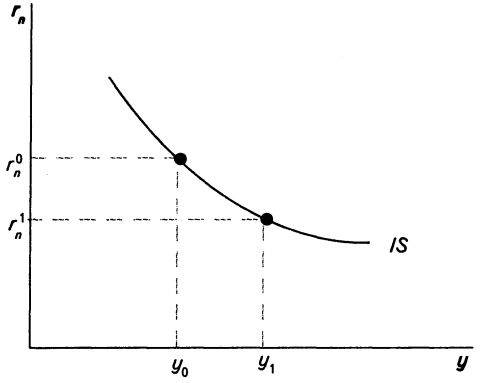
ций и равновесного реального дохода. В этом случае наклон графика *IS* будет достаточно большим.



(*А*)



(*Б*)



(*В*)

Рис. 20-16

Построение графика *IS*. Снижение номинальной процентной ставки вызывает увеличение ожидаемых реальных инвестиций фирм (рис. *А*). Это приведет к смещению графика совокупных расходов вверх на величину прироста автономных инвестиций (рис. *Б*), связанного с повышением равновесного реального дохода. Мы получим две комбинации процентных ставок — реального дохода на графике *IS*, имеющем отрицательный наклон (рис. *В*). На всем протяжении графика *IS* ожидаемые совокупные реальные расходы равны реальному доходу.

СМЕЩЕНИЕ ГРАФИКА *IS*

Мы построили график *IS* путем изменения только номинальной ставки процента при неизменности других факторов, которые могут влиять на ожидаемые автономные расходы. Эти факторы включают в себя автономное потребление, государственные расходы и автономные чистые налоги. Увеличение реального автономного потребления или реальных государственных расходов приведет (при любой данной ставке процента) к росту ожидаемых совокупных расходов (рис. 20-18). В результате величина равновесного реального дохода будет больше. При этом находится новая комбинация реального дохода — процентной ставки, которая расположена правее предыдущей. Таким образом, рост автономного потребления или государственных расходов (либо сокращение автономных налогов) приведет к смещению графика *IS* вправо и вверх.

Правостороннее смещение графика *IS* также произойдет, если график ожидаемых инвестиций сместится вправо и вверх. Это возможно, если, например, изменится ожидаемая прибыль фирм. При этом также увеличатся ожидаемые совокупные расходы и равновесный реальный доход при любой данной ставке процента, в результате чего произойдет смещение графика *IS* вправо.

Естественно, сокращение автономного потребления, автономных инвестиций и государственных автономных расходов или увеличение совокупных автономных налогов станет причиной смещения графика *IS* вниз и влево. Дело в том, что сокращение чистых автономных расходов приведет к смещению графика совокупных расходов вниз, уменьшая равновесный реальный доход при любой ставке процента.

Равновесие и неравновесие в модели *IS–LM*

График *IS* представляет все комбинации реального дохода — процентной ставки, при которых достигается равновесный уровень реального дохода, в то время как график *LM* представляет все сочетания реального дохода — процентной ставки, при которых денежный рынок находится в равновесии. Хотя можно построить несколько графиков (график инвестиций, прямая с углом наклона 45°/график совокупных расходов и равновесная на денежном рынке) для исследования взаимосвязи между комбинациями равновесных сочетаний, гораздо эффективнее использовать графики *IS* и *LM*. Причина в том, что, складывая оба графика на одной координатной плоскости, можно найти единственную комбинацию реального дохода — процентной ставки, при которой достигается равновесный уровень реального дохода и равновесие на денежном рынке. Это сочетание называется **равновесием в модели *IS-LM*** (*IS-LM equilibrium*).

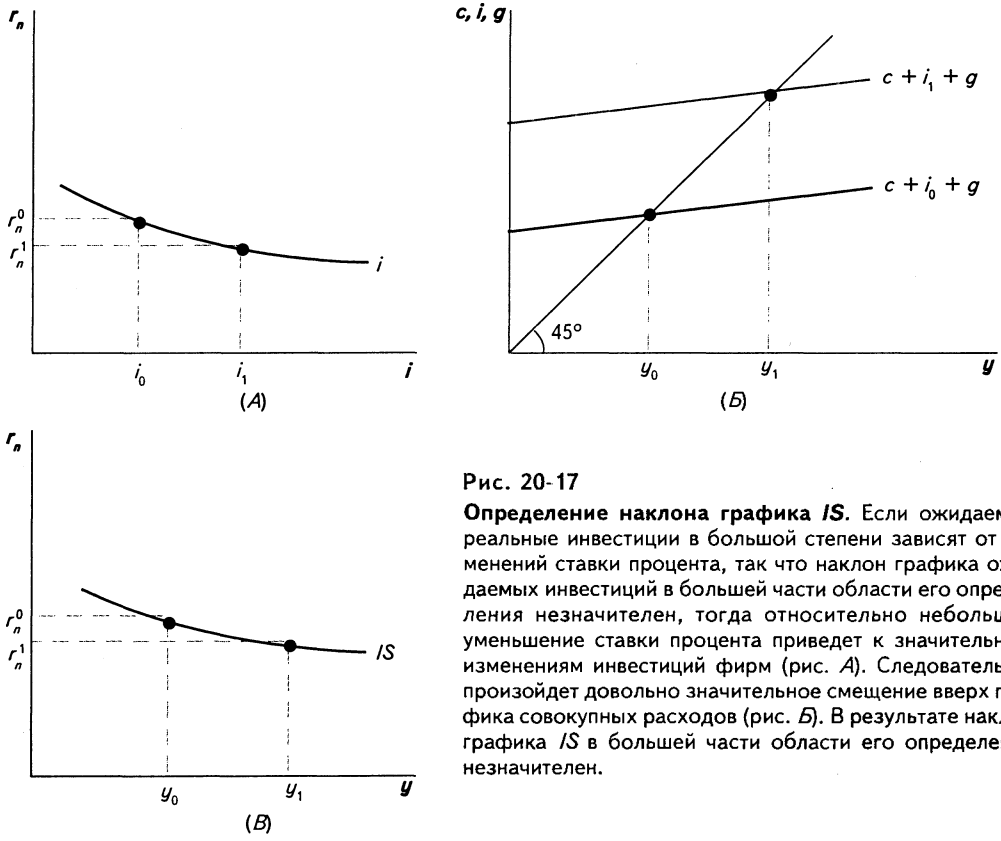
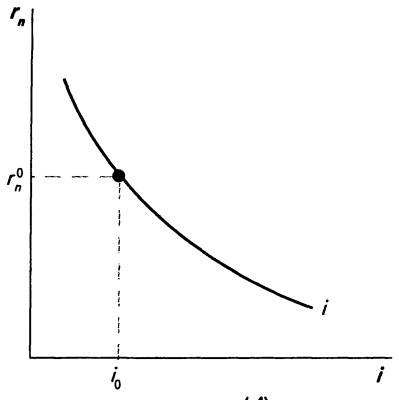
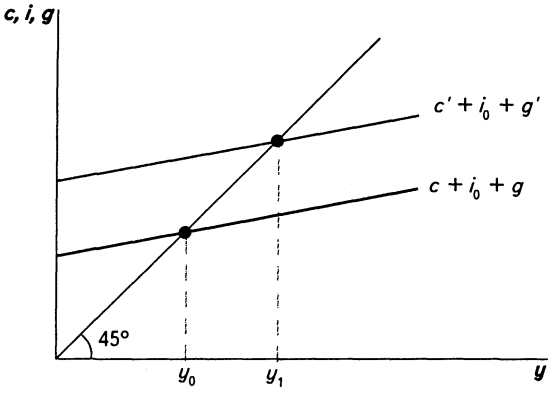


Рис. 20-17

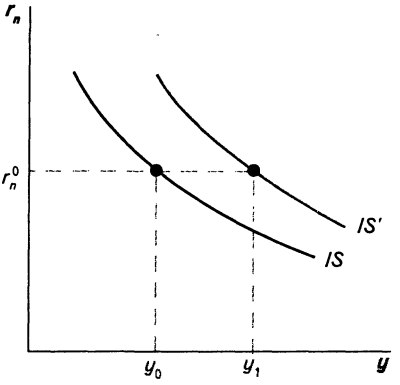
Определение наклона графика *IS*. Если ожидаемые реальные инвестиции в большой степени зависят от изменений ставки процента, так что наклон графика ожидаемых инвестиций в большей части области его определения незначителен, тогда относительно небольшое уменьшение ставки процента приведет к значительным изменениям инвестиций фирм (рис. *А*). Следовательно, произойдет довольно значительное смещение вверх графика совокупных расходов (рис. *Б*). В результате наклон графика *IS* в большей части области его определения незначителен.



(А)



(Б)



(В)

Рис. 20-18
Воздействие увеличения совокупных автономных расходов на положение графика *IS*. Если чистые совокупные расходы увеличиваются при любой данной ставке процента вследствие, возможно, роста автономного потребления, увеличения государственных автономных расходов, сокращения совокупных автономных налогов, величина равновесного реального дохода возрастет (рис. *Б*). Следовательно, равновесный реальный доход теперь будет выше при той же ставке процента, так что равновесие экономики отразит новый график *IS* правее первоначального графика. Рост чистых совокупных автономных расходов приведет к смещению графика *IS* вправо.

СОВМЕЩЕНИЕ ГРАФИКОВ *IS* И *LM*

На рис. 20-19 показано достижение одновременного равновесия. На нем представлены графики *IS* и *LM*, которые пересекаются в точке *E*. Поскольку равновесие экономики достигается вдоль кривой *IS*, то в данной точке реальный доход равен ожидаемым реальным расходам (y_0). К тому же точка *E* принадлежит графику *LM*, поэтому денежный рынок находится в равновесии при процентной ставке r_n^0.

Почему модель *IS-LM* является таким эффективным методом моделирования экономики? Ответ заключается в том, что большой объем информации здесь представлен в одном-единственном графике. Теперь нет необходимости строить снова и снова графики денежного рынка и прямую с углом наклона 45°. Вместо этого можно представить графики *IS* и *LM* в одной плоскости для анализа тех же вопросов, которые рассматривались при использовании каждого из этих графиков в отдельности.

РАВНОВЕСИЕ И НЕРАВНОВЕСИЕ В МОДЕЛИ *IS-LM*

Если мы назовем точку пересечения графиков *IS-LM* точкой равновесия, то существуют силы, которые автоматически вернут экономику в состояние равновесия в случае его временного нарушения.

Рассмотрим первое состояние неравновесия, которое показано в точке *A* (рис. 20-19). Напомним, что на всем протяжении графика *LM* денежный рынок находится в равновесии при любом данном уровне дохода. В точке *A* выше графика *LM* при ставке процента r_n^1 и при уровне дохода y_1 ставка процента слишком высока для достижения

равновесия на денежном рынке. Это означает, что при данной ставке процента будет существовать избыточное предложение денег. Следовательно, ставка процента будет стремиться к r_n^0. С уменьшением ставки процента равновесный доход будет расти. Это можно проиллюстрировать как движение вдоль графика IS к точке E и уровню реального дохода y_0.

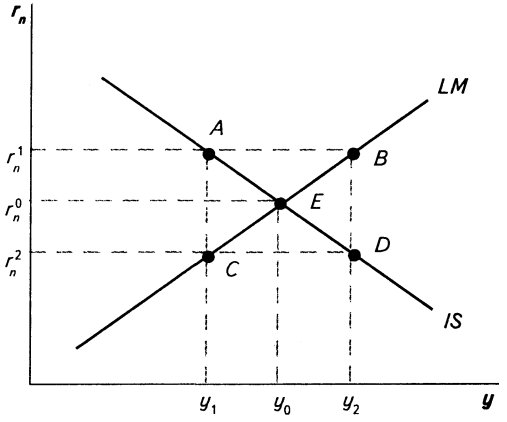


Рис. 20-19

Равновесие и неравновесие в модели *IS-LM*. В точке *E* пересечения графиков *IS* и *LM* денежный рынок находится в равновесии, и ожидаемые совокупные реальные расходы равняются совокупному реальному доходу. В точках *A* и *D* равновесие экономики достигается на графике *IS*, но не на графике *LM*, так что денежный рынок находится в состоянии неравновесия; ставка процента вернется к равновесному уровню r_n^0 в точке *E*. В точках *B* и *C* равновесие экономики достигается на графике *LM*, но не графике *IS*, поэтому ожидаемые совокупные реальные расходы не равняются совокупному реальному доходу; реальный доход вернется к равновесному уровню y_0 в точке *E*.

При этом видно, что в данной точке D ниже графика LM при ставке процента r_n^2 и уровне дохода y_2 ставка процента недостаточна для достижения равновесия на денежном рынке. Это приведет к избыточному спросу на деньги при данной ставке процента, в результате чего ставка процента поднимется до r_n^0. С возрастанием ставки процента равновесный реальный доход будет уменьшаться, что повлечет за собой движение вверх вдоль графика IS к точке E и реальному доходу y_0.

К тому же мы знаем, что график IS включает все возможные уровни равновесного реального дохода при любой данной ставке процента. Следовательно, в точке B, расположенной правее графика IS, при уровне реального дохода y_2 реальный доход выше равновесного уровня; т. е. реальный доход превышает ожидаемые совокупные расходы при ставке процента r_n^1. Это значит, что в данной точке фактический объем производства, по определению равный $(c + i_r + g)$, больше ожидаемых совокупных расходов $(c + i + g)$. Следовательно, $i_r > i$; фактические реальные инвестиции оказываются больше ожидаемых инвестиций фирм. В результате непредвиденные инвестиционные расходы на капитальные товары и запасы производственного назначения фирм станут расти. Фирмы будут сокращать свои реальные инвестиции, что приведет к падению реального дохода до равновесного уровня y_0. При уменьшении реального дохода сокращается и спрос на деньги. Это влечет за собой падение ставки процента, что можно проиллюстрировать как движение вдоль графика LM от точки B до равновесной точки E.

И последнее: в точке C наблюдается противоположная ситуация. Уровень реального дохода y_2 слишком незначителен относительно ожидаемых реальных расходов при ставке процента r_n^2. Поскольку объем производства равняется $(c + i_r + g)$, в то время как ожидаемые совокупные расходы равны $(c + i + g)$, справедливо, что $i_r < i$ в точке C. Фирмы предполагают осуществить больше инвестиций, чем в данный момент, так что они увеличат реальные инвестиции, вследствие чего реальный доход возрастет до y_0. При этом спрос на деньги также увеличивается, что можно проиллюстрировать как движение вверх вдоль графика LM, пока ставка процента возрастает до r_n^0 в точке E.

Денежно-кредитная политика в модели *IS–LM*

Теперь мы имеем более полное представление о воздействии денежно-кредитной политики на экономическую активность в традиционной кейнсианской модели. После этого мы сможем сказать гораздо больше о влиянии бюджетно-налоговой политики на макроэкономические показатели. Лучше всего, тем не менее, начать с рассмотрения механизма воздействия денежно-кредитной политики на экономические переменные в модели *IS-LM*.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА В МОДЕЛИ *IS–LM*

Предположим, что ФРС проводит покупку ценных бумаг на открытом рынке (либо, как мы уже обсуждали в главе 17, сокращает учетную ставку или требуемую норму резервного покрытия), таким образом увеличивая номинальную денежную массу. Предположим далее, что уровень цен остается неизменным. (Как мы убедимся в следующей главе, это вряд ли возможно на практике.) Тогда, как показано на рис. 20-20, график *LM* сместится вниз и вправо, из положения $LM(M_0/P_0)$ в положение $LM(M_1/P_0)$.

До этого момента первоначальной точкой равновесия в модели *IS-LM* была точка *E*. После смещения графика при первоначальном уровне реального дохода (y_0) номинальная ставка процента (r_n^0) лежит выше нового графика *LM* и не соответствует новому равновесию в модели *IS-LM*. При данной ставке процента будет существовать избыточная денежная масса, и ставка процента снизится до точки *A*. При этом ожидаемые совокупные инвестиции и, следовательно, ожидаемые совокупные расходы возрастут. Это означает движение вниз вдоль графика *IS* из точки *A* по направлению к точке *E'*. Точка *E'* представляет собой новый равновесный уровень в модели *IS-LM*. Общий эффект увеличения номинальной денежной массы при постоянном уровне цен станет следствием увеличения равновесного реального дохода и сокращения равновесной номинальной ставки процента.

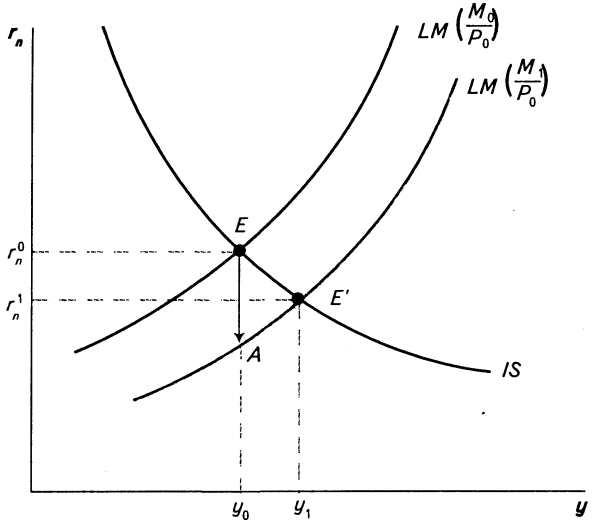


Рис. 20-20
Эффект увеличения номинальной денежной массы. Рост номинальной денежной массы при неизменном уровне цен приводит к сокращению (вследствие эффекта ликвидности) номинальной процентной ставки, так что график *LM* смещается вниз на расстояние (*E* – *A*). С падением процентной ставки ожидаемые реальные инвестиции растут, в результате чего увеличится реальный доход. Рост реального дохода ведет к увеличению спроса на деньги, т. е. к росту ставки процента. В общем, номинальная ставка процента падает и реальный доход растет, как показывает новая точка равновесия *E'*.

Если номинальная денежная масса, наоборот, сокращается при неизменном уровне цен, то логика рассуждений, соответственно, будет обратной. При этом равновесный реальный доход уменьшится, и равновесная номинальная процентная ставка возрастет.

ПЕРЕДАТОЧНЫЙ МЕХАНИЗМ КЕЙНСИАНСКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Пример, приведенный на рис. 20-20 и обсуждаемый выше, демонстрирует **передаточный механизм кейнсианской денежно-кредитной политики** (*Keynesian monetary policy transmission mechanism*). Это важная теоретическая концепция Дж. М. Кейнса, в которой рассматривается механизм воздействия изменений денежной массы на другие экономические переменные. В соответствии с традиционной кейнсианской моделью изменения денежной массы, связанные с проведением денежно-кредитной политики ФРС, оказывают воздействие на равновесный реальный доход двумя способами. Во-первых, изменения номинальной денежной массы приводят к эффекту ликвидности (в противоположном направлении от этого изменения), оказывающему воздействие на равновесную номинальную процентную ставку. Во-вторых, изменения ставки процента приводят к изменениям в противоположном направлении ожидаемых реальных инвестиций и ожидаемых совокупных расходов. В общем, эта последовательность действий, показанная на рис. 20-21, влечет за собой изменения равновесного реального дохода в ту же сторону, что и изменения номинальной денежной массы.

Рис. 20-21
Передаточный механизм кейнсианской денежно-кредитной политики. Применение инструментов денежно-кредитной политики приводит к изменению номинальной денежной массы в соответствии с традиционной кейнсианской моделью. Это, в свою очередь, вызывает эффект ликвидности, воздействующий на номинальную ставку процента. Изменение процентной ставки приводит к изменениям ожидаемых реальных инвестиций и равновесного реального дохода.

В соответствии с передаточным механизмом денежно-кредитной политики размер эффекта от изменений номинальной денежной массы зависит от двух факторов. Во-первых, если эффект ликвидности (или воздействия изменения номинальной денежной массы на номинальную ставку процента) является значительным, тогда общее воздействие на реальный доход, скорее всего, также будет значительным, и наоборот.

От чего же зависит эффект ликвидности? Напомним, что наклон графика *LM* зависит от чувствительности, или эластичности, спроса на деньги. Если график спроса на реальные денежные остатки зависит от изменений ставки процента (небольшой наклон), тогда изменение номинальной денежной массы при постоянном уровне цен приведет к меньшему изменению номинальной процентной ставки. Эффект ликвидности в этом случае будет незначительным, в результате чего график *LM* будет достаточно пологим. Наоборот, если график спроса на реальные денежные остатки менее эластичен по проценту (более значительный наклон), тогда данное изменение номинальной денежной массы при неизменном уровне цен приведет к большему изменению номинальной процентной ставки. Эффект ликвидности в этом случае будет иметь значительный масштаб, и наклон графика *LM* будет довольно большим. Таким образом, чем меньше неэластичность спроса на деньги по проценту, т. е. чем больше наклон графика *LM*, тем большим будет размер эффекта ликвидности от данного изменения номинальной денежной массы.

Во-вторых, если эффект от данного изменения ставки процента на величину ожидаемых реальных инвестиций достаточно незначителен, т. е. инвестиции относительно

неэластичны по проценту (так что наклон графика *IS* будет довольно значительным), тогда общий эффект от воздействия денежно-кредитной политики на реальный доход, скорее всего, будет сравнительно небольшим. Если эффект от воздействия данного изменения реальной процентной ставки на величину ожидаемых реальных инвестиций сравнительно велик, т. е. инвестиции чувствительны к изменениям ставки процента (так что наклон графика *IS* будет небольшим), тогда общий эффект от денежно-кредитной политики будет значительным. Таким образом, чем сильнее зависит величина ожидаемых инвестиций от изменений ставки процента (т. е. чем меньше наклон графика *IS*), тем больше будет общий эффект от воздействия инструментов денежно-кредитной политики на равновесный реальный доход.

Можно сделать вывод, что, в соответствии с передаточным механизмом кейнсианской денежно-кредитной политики, увеличение номинальной денежной массы при неизменном уровне цен приведет к падению равновесной номинальной ставки процента и росту равновесного уровня реального дохода. Сокращение номинальной денежной массы при неизменном уровне цен, соответственно, станет причиной увеличения равновесной номинальной процентной ставки и уменьшения равновесного уровня реального дохода. Воздействие на реальный доход будет больше, когда спрос на деньги в меньшей степени зависит от изменений ставки процента, так что график *LM* будет характеризоваться большей крутизной. Когда ожидаемые инвестиции имеют большую эластичность по проценту, график *LM* будет более пологим.

Бюджетно-налоговая политика в модели *IS-LM*

В упрощенной модели экономики, которую мы рассматривали в главе 19, инструменты бюджетно-налоговой политики (например, изменение государственных расходов или налогообложения) оказывают мультипликационный эффект на равновесный реальный доход. Более того, в традиционной кейнсианской модели нет гарантий, что реальный доход будет равен уровню дохода при полной занятости. Следовательно, поскольку инструменты бюджетно-налоговой политики могут воздействовать на реальный доход, существует несколько аргументов в пользу их применения для стабилизации реального дохода. Однако этот анализ был сильно упрощен. Причина в том, что в ходе анализа рассматривалось лишь влияние бюджетно-налоговой политики на реальный доход и не принималось во внимание ее влияние на другие экономические факторы. Между тем одна из основных тем дискуссий об эффективности бюджетно-налоговой стабилизационной политики — это степень воздействия такой политики на ставку процента.

БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВАЯ ПОЛИТИКА В МОДЕЛИ *IS-LM*

Чтобы лучше понять степень воздействия инструментов бюджетно-налоговой политики в модели *IS-LM*, рассмотрим пример. Предположим, что реальные государственные расходы увеличиваются, а все другие бюджетные инструменты (включая налоги) при этом остаются неизменными. Тогда государство вынуждено финансировать увеличение государственных расходов за счет излишних средств бюджета или же, что более вероятно, путем увеличения уже существующего бюджетного дефицита.

Рисунок 20-22 иллюстрирует воздействие такой бюджетно-налоговой политики в модели *IS-LM*. Рост государственных расходов приводит к сдвигу вправо графика *IS*. При начальной равновесной процентной ставке (r_n^0) реальный доход увеличится. Насколько увеличится доход? В главе 19 все экономические факторы (кроме реального дохода) принимались постоянными величинами и рост государственных расходов приводил к увеличению реального дохода. Денежный мультипликатор был равен $M_g = 1/$

(1 – *MPC*). На самом деле это именно та величина, на которую график *IS* сдвинулся вправо к точке *A* из начальной равновесной точки *E*.

Теперь необходимо рассмотреть механизм увеличения спроса на деньги вследствие роста реального дохода.

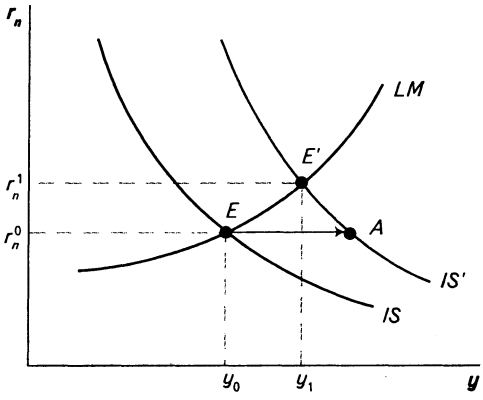


Рис. 20-22
Эффект от увеличения государственных расходов. Равномерное увеличение уровня государственных расходов сдвигает график *IS* вправо на расстояние (*A* — *E*). Рост реального дохода приводит к увеличению спроса на деньги, в результате чего повышается равновесная процентная ставка. Это, в свою очередь, уменьшает объем ожидаемых реальных инвестиций; наблюдается частичное вытеснение частных инвестиций государственными расходами. В результате уменьшается реальный доход. В итоге получается, что как номинальная процентная ставка, так и реальный доход увеличиваются. Таким образом, мы получаем новую точку равновесия *E'*.

Это приводит к росту равновесной процентной ставки с r_n^0 до r_n^1, что отражено в возрастании значений функции при движении вдоль графика *LM* от точки *A* до точки *E'*. С ростом равновесной процентной ставки падает объем автономных реальных инвестиций, вызывая при этом небольшое сокращение объема реального дохода до точки y_1.

Насколько велико будет сокращение объема реального дохода, вызванное уменьшением инвестиций? В главе 19 мы определили, что сохранение ставки процента на неизменном уровне и снижение инвестиций приведут к сокращению объема реального дохода, равному мультипликатору автономных расходов, 1/(1 – *MPC*), умноженному на размер сокращения инвестиций. Здесь мы опять сталкиваемся с сокращением объема инвестиций, хотя в данном случае это сокращение явилось результатом повышения ставки процента. Тем не менее эффект мультипликатора остался неизменным: 1/(1 – *MPC*), умноженное на размер сокращения инвестиций. Таким образом, хотя увеличение государственных расходов изначально приводит к росту реального дохода в соответствии с эффектом мультипликатора, повышение процентной ставки вследствие этого вызывает сокращение инвестиций. Это опять приводит к уменьшению реального дохода в соответствии с эффектом мультипликатора.

В целом, *чистый эффект* (*net effect*) от увеличения реальных государственных расходов на равновесный реальный доход будет иметь положительное значение (рис. 20-22). Также повышается равновесная процентная ставка. Если государственные расходы сократились, равновесный реальный доход уменьшится и равновесная процентная ставка также уменьшится.

Предположим, что вместо увеличения государственных расходов были снижены налоги. В этом случае график *IS* вновь сместился бы вправо. Величина, на которую сместится график, была бы равна величине снижения налоговых ставок, умноженной на мультипликатор налогов, т. е. $M_t = -MPC/(1 - MPC)$. В результате увеличится равновесный уровень реального дохода. Однако окончательная величина прироста будет меньше расстояния, на которое сместится график *IS*. Причиной этого будет тот факт, что при увеличении объема реального дохода также увеличится спрос на деньги и по-

высится ставка процента. В результате сократится реальный доход. Таким образом, совокупное воздействие снижения налогов приводит к повышению как равновесной номинальной процентной ставки, так и уровня реального дохода. Повышение налоговых ставок в свою очередь приводит к противоположным результатам.

ЭФФЕКТ ВЫТЕСНЕНИЯ

Очень проста причина того, что равновесный уровень реального дохода в модели *IS-LM* в результате проведения экспансионистской бюджетно-налоговой политики (увеличения государственных расходов или снижения налоговых ставок) вырастет на меньшую величину, чем предписывается традиционным эффектом мультипликатора. Когда реальный доход начинает расти, то же происходит и с объемом спроса на деньги, и с равновесной процентной ставкой. Повышение процентной ставки приводит к сокращению инвестиций фирм. В результате реальный доход уменьшается на величину, равную сокращению ожидаемых инвестиций в соответствии с эффектом мультипликатора.

Следовательно, увеличение государственных расходов или снижение налогов, вызывая изменения ставки процента, приводит к снижению частных расходов фирм. Экономисты называют это явление **эффектом вытеснения** (*crowding-out effect*) частных инвестиций вследствие роста государственных расходов. Этот эффект вытеснения напоминает положение классической модели, в соответствии с которым рост дефицита государственного бюджета полностью вытесняет равное ему количество частных расходов на товары и услуги. Однако в кейнсианской модели полное вытеснение не имеет места. Скорее, суммарный равновесный реальный доход увеличивается, когда государственные расходы растут или налоги снижаются.

Что определяет относительный размер эффекта вытеснения? Предположим, что наклон графика *IS* на рис. 20-22 был бы большим (т. е. ожидаемые инвестиции стали бы неэластичными по проценту), а наклон графика *LM* был бы менее значительным (так что спрос на деньги оказался бы эластичным по проценту). При таком положении окончательный прирост реального дохода практически соответствовал бы величине, на которую сместился график *IS*. В этом случае эффект вытеснения был бы незначительным. И наоборот, если бы график *IS* на рис. 20-22 был пологим (т. е. ожидаемые инвестиции оказались бы эластичными по проценту), а график *LM* — крутым (т. е. спрос на деньги был бы менее эластичен по проценту), то окончательный прирост реального дохода стремился бы к нулю. В этом случае наблюдалось бы полное вытеснение инвестиций. Из этого можно сделать вывод, что эффект вытеснения становится более заметным, когда повышается эластичность ожидаемых инвестиций по проценту. Эффект вытеснения также усиливается при уменьшении эластичности спроса на деньги.

Отметим также, что при горизонтальном графике *IS* (ожидаемые инвестиции абсолютно неэластичны) и вертикальном графике *LM* (спрос на деньги абсолютно неэластичен по проценту) возникает крайний случай полного эффекта вытеснения. При этом увеличение государственных расходов повлечет за собой смещение графика *IS* по горизонтали, причем уровень реального дохода останется неизменным. Это означает, что реальные инвестиции уменьшатся на величину, соответствующую приросту государственных расходов, т. е. будет иметь место полный эффект вытеснения. Этот случай сам по себе является аналогией классической модели. Это объясняется тем, что классическая модель подчеркивает чувствительность ожидаемых инвестиций к изменению процентных ставок и также отмечает независимость спроса на деньги от ставки процента. В этом случае, как показывает модель *IS-LM*, имеет место полный эффект вытеснения.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Существовала ли когда-либо ловушка ликвидности?

Традиционно многие экономисты связывали кейнсианскую экономическую теорию с точкой зрения, что бюджетно-налоговая политика играет важную роль в макроэкономической стабилизации. Причиной тому служат записи и утверждения самого Дж. М. Кейнса. Во время Великой депрессии Дж. М. Кейнс полагал, что экономика попала в **ловушку ликвидности** (*liquidity trap*). Ловушка ликвидности — это ситуация в экономике, при которой процентные ставки настолько низки, что почти каждый индивид ожидает, что они вырастут в скором будущем. Чтобы избежать предполагаемых убытков от хранения облигаций, почти все индивиды в экономике предпочитают хранить свои сбережения в виде денег.

В традиционной кейнсианской модели ловушке ликвидности соответствует горизонтальный отрезок графика спроса на деньги или горизонтальный отрезок графика *LM*. Следовательно, в ловушке ликвидности экономика находится в положении, в котором кривая *LM* предельно пологая. Денежно-кредитная политика в данном случае почти полностью теряет свою эффективность как инструмент воздействия на реальный доход. Рост номинальной денежной массы не может существенно повысить объем производства или снизить ставку процента. Экономика находится «в ловушке» в ситуации, когда уровень ликвидности очень высок. Однако инструменты бюджетно-налоговой политики, такие, как увеличение государственных расходов или снижение налогов, смещают график *IS* вправо и при горизонтальном графике *LM* оказывают сравнительно сильное воздействие на равновесный реальный доход.

Дж. М. Кейнс много размышлял о том, существует ли ловушка ликвидности только в теории или она может возникнуть и в реальном мире. Многие последователи Дж. М. Кейнса, опираясь на пример Великой депрессии, считали, что Великая депрессия сама по себе могла быть примером ловушки ликвидности. Они утверждали, что экспансионистская бюджетно-налоговая политика во время Великой депрессии могла бы предотвратить глубокий спад. Хотя сам Дж. М. Кейнс не утверждал, что во время Великой депрессии экономика находилась в ловушке ликвидности (в самом деле, в «*Общей теории*» (*General Theory*) он отмечал, что сам не знал ни одного примера ловушки ликвидности[1]), он был непреклонным сторонником регулирования посредством изменения государственных расходов. В 1930 г., выступая по радио, он заявил: «Если мы будем сидеть сложа руки, месяцев через шесть или, может, через год численность безработных дойдет до миллиона. Именно поэтому я считаю, что стоит попробовать проведение какой-нибудь радикальной политики, даже если это сопряжено с риском».

Как мы знаем, Великая депрессия закончилась и доля государства в совокупных расходах после 1930 г. значительно возросла. Среди экономистов, тем не менее, до сих пор существуют разногласия относительно того, находилась ли экономика 1930-х годов в ловушке ликвидности. По этому поводу многие ученые утверждают, что история США не знает ни одного примера ловушки ликвидности, по крайней мере в XX в.[2]

Анализ фактических данных о денежной массе и долгосрочных процентных ставках за период 1929—1941 гг. также приводит к заключению, что в США во время Великой депрессии ловушки ликвидности не было. Простое изучение или графическое изображение этих данных показывает обратную зависимость переменных; кривая их зависимости не параллельна оси абсцисс, а убывает по всей области определения функции.

Х. В. Пайфер (Pifer) решил исследовать гипотезу ловушки ликвидности более досконально[3]. Он применил нелинейный оценочный метод количественного анализа, предполагая при этом, что спрос на деньги стремится к бесконечности, когда ставка процента стремится к минимуму. Он сделал вывод, что минимальная процентная ставка, которая порождает спрос на деньги, стремящийся к бесконечности, почти строго стремится к нулю и этим подвергает сомнению существование ловушки ликвидности при положительном значении ставки процента.

Чтобы вы не думали, что проведенные одним ученым исследования содержат неоспоримые доказательства, мы приведем мнение Роберта Айснера (Eisner), утверж-

дающего, что Х. В. Пайфер использовал неправильный статистический метод исследования. Р. Айснер считает, что ловушка ликвидности в случае, когда спрос на деньги стремится к бесконечности, существует при реальной процентной ставке, равной 2%.

Поскольку здесь не приводится достаточно доказательств существования ловушки ликвидности, мы не можем с уверенностью говорить о вероятности ее возникновения на практике.

[1] *Keynes John Maynard*, The General Theory of Employment, Interest, and Money. — London: Macmillan, 1936, p. 207.

[2] См.: *Bronfenbrenner Martin, Mayer Thomas*, Liquidity Functions in the American Economy. — Econometrica, 28, October 1960, pp. 810—834; *Laidler David*, The Rate of Interest and the Demand for Money: Some Empirical Evidence. — Journal of Political Economy, 74, December 1966, pp. 543—555.

[3] *H. W. Pifer*, A Non-Linear, Maximum Likelihood Estimate of the Liquidity Trap. — Econometrica, 37, April 1969, pp. 324—332.

Аргументы за и против координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики

Меры бюджетно-налоговой политики могут повлиять на положение графика *IS*, в то время как меры денежно-кредитной политики влияют на положение графика *LM*. В принципе меры бюджетно-налоговой и денежно-кредитной политики могут переместить график *IS* в положение, соответствующее ожидаемому уровню дохода. Затем меры денежно-кредитной политики сместят график *LM* в позицию, соответствующую этому уровню дохода и размеру ставки процента. Результатом всего этого будет **координация политики** (*policy coordination*).

Должны ли люди, разрабатывающие и осуществляющие денежно-кредитную и бюджетно-налоговую политику, согласовывать свои действия? Как на большинство вопросов в экономической теории, на этот вопрос трудно дать однозначный ответ. Согласованная экономическая политика потенциально лучше, чем несогласованная, но только в случае, если это согласование означает взаимное сотрудничество. Если бы Федеральная резервная система и правительство ставили перед собой одни и те же цели и задачи и если бы эти цели и задачи были в действительности тем, что нужно экономике, тогда с теоретической точки зрения общество только выиграло бы от согласованной политики.

Возможно, однако, что меры денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики проводятся для достижения различных целей. Допустим, что Федеральная резервная система желает добиться большей финансовой стабильности, в то время как президент США и Конгресс пытаются достигнуть большей стабильности реального дохода. Очевидно, что различным целям будут соответствовать различные соотношения объема реального дохода и ставки процента. Это вызовет разногласия между органами, проводящими экономическую политику.

В действительности вряд ли такая напряженность желательна. Президент США и Конгресс придают чрезмерно большое значение достижению стабильного высокого уровня реального дохода. Это может привести к финансовой нестабильности в том случае, если Федеральная резервная система согласовывает свою политику с мерами бюджетно-налоговой политики. В то же время чрезмерное заострение внимания на финансовой стабилизации со стороны Федеральной резервной системы может привести к значительной нестабильности реального дохода, если президент США и Конгресс стараются согласовать бюджетно-налоговую политику с мерами денежно-кредитной политики Федеральной резервной системы. Исходя из этого, необходимо не-

Координация денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в Европе

В 1958 г. шесть западноевропейских стран организовали *Европейское сообщество* (*European Community*), или ЕС, которое является институциональной структурой, способствующей развитию различных форм экономического сотрудничества. С тех пор в ЕС вошли семь новых стран. В 1992 г. страны—члены ЕС сняли большое число ограничений на взаимную торговлю. Кроме того, в 1978 г. группа стран организовала *Европейскую валютную систему* (*ЕВС; European Monetary System*) для координации своей денежно-кредитной политики. Основная цель этой группы стран заключалась в убеждении всех стран, входящих в ЕС, стать членами ЕВС. Другая, более сомнительная цель состояла в превращении ЕВС в единый регулирующий орган, который осуществлял бы денежно-кредитную политику и носил бы название *EuroFed*. Большинство сторонников этого плана спорили по поводу того, что если дела пойдут успешно, то необходима будет большая степень координации бюджетно-налоговой политики в рамках ЕС. Более того, сторонники EuroFed утверждают, что координация денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики была бы желательна не только внутри каждой страны, но и между ними. Дискуссии по этому вопросу продолжаются с первого дня образования ЕВС.

В свете анализа проблем координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в отдельных странах, например в США, не должен удивлять тот факт, что европейские дебаты продолжаются по сей день. Очевидно, что интересы денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики в одной стране могут различаться, и, возможно, вполне оправданно. В случае с Европой могут также различаться и национальные интересы, координация экономической политики может быть желательной в одной стране и абсолютно неприемлемой в другой.

Существует исторический пример, который является веским аргументом сторонников европейской координации денежно-кредитной политики. Это пример истории денежно-кредитного регулирования в США. Начиная с конца XVIII и в течение почти всего XIX в. отдельные штаты пытались самостоятельно руководить банковским делом и денежно-кредитной политикой, зачастую ставя свои интересы выше интересов США. В итоге Конгресс организовал единый федеральный денежно-кредитный орган — Федеральную резервную систему. Она, в свою очередь, эффективно координирует денежно-кредитную политику всех штатов США. В принципе правительства европейских стран могли бы организовать идентичный орган в Европе.

Правда, существует еще один исторический прецедент, связанный с США, который может помешать надеждам сторонников европейской координации денежно-кредитной политики. Очевидно, что вследствие различных целей денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики их координация в США в лучшем случае выглядит как быстрый путь достижения цели, в худшем — как несуществующий идеал для некоторых американских экономистов, которые полагают, что такая координация была бы приемлемой. Национальные интересы, которые существуют в Европе, непременно затруднят процесс европейской координации денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики, независимо от того, сформируется в Европе когда либо EuroFed или нет. Это проблема, похоже, должна в скором будущем возникнуть в Европе.

зависимое проведение той и другой политики — «золотая середина» между двумя постоянно конкурирующими системами. В свою очередь согласованная политика может быть далеко не оптимальной в данном случае.

Некоторые экономисты приводят доводы в пользу того, что сама по себе идея координации экономической политики неправильна, потому что согласование денеж-

но-кредитной и бюджетно-налоговой политики в целях увеличения реального дохода может вызвать повышение уровня цен в экономике. Именно поэтому экономисты иногда утверждают, что чрезмерная координация денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики может привести к инфляции. Тем не менее мы пока не можем в полной мере обсуждать эту проблему, так как до сих пор принимали уровень цен за фиксированный. Попытаемся исследовать установление уровня цен в традиционной кейнсианской модели в следующей главе.

Краткое содержание

1. Объединив трансакционный мотив хранения денег и мотив предосторожности в общую теорию спроса на деньги, Дж. М. Кейнс пошел по стопам экономистов-классиков. Однако основным вкладом Дж. М. Кейнса была теория спекулятивного мотива хранения денег, которая фокусирует внимание на роли денег как финансового актива.
2. Под влиянием спекулятивного мотива сбережений индивиды реагируют на текущее повышение ставки процента и соответствующее снижение цен на облигации увеличением вложения своих средств в облигации и уменьшением резерва денежных средств. Они делают это в надежде на прибыль, когда в будущем цены на облигации повысятся и снизятся процентные ставки.
3. Совокупный спрос на деньги — это сумма всех сберегаемых средств для совершения сделок, непредвиденных расходов и спекулятивных целей. Поскольку спекулятивный спрос на деньги обратно пропорционален изменениям ставки процента, то то же самое можно сказать и в отношении совокупного спроса на деньги. В свою очередь поскольку трансакционный спрос на деньги и спрос на деньги для непредвиденных расходов прямо пропорциональны объему дохода, то это распространяется и на совокупный спрос на деньги.
4. Индивиды заботятся о реальной покупательной способности своих номинальных денежных сбережений, которые являются их реальными денежными остатками (наличными деньгами).
5. В традиционной кейнсианской модели равновесная номинальная процентная ставка определяется соотношением спроса и предложения реальных денежных остатков.
6. С ростом дохода растет также спрос на деньги и равновесная номинальная процентная ставка. Это прямо пропорциональная зависимость между реальным доходом и равновесной процентной ставкой на денежном рынке задана графиком LM.
7. График LM представляет собой геометрическое место точек всех комбинаций уровня реального дохода и ставки процента, при которых денежный рынок находится в равновесии. График LM более пологий, когда спрос на деньги более эластичен по проценту. График имеет положительный наклон, когда спрос на деньги становится более неэластичным по проценту.
8. Увеличение номинальной денежной массы оказывает эффект ликвидности на номинальную процентную ставку и сдвигает график LM вниз и вправо. Рост уровня цен оказывает эффект реальных денежных остатков на ставку процента и сдвигает график LM вверх и влево. Наконец, уменьшение спроса на деньги, которое не зависит от уровня реального дохода, сдвигает график LM вниз и вправо.
9. С ростом ставки процента ожидаемые реальные инвестиции снижаются, вызывая при этом уменьшение ожидаемых совокупных расходов и равновесного реального дохода. Эта обратно пропорциональная зависимость между ставкой процента и равновесным реальным доходом задана графиком IS.
10. График LM представляет собой геометрическое место точек всех комбинаций уровня реального дохода и ставки процента, при которых совокупные ожидаемые расходы рав-

ны реальному доходу. График *IS* более пологий, когда ожидаемые реальные инвестиции более эластичны по проценту.

11. График *IS* сдвигается вверх и вправо всякий раз, когда увеличиваются совокупные автономные расходы, которые, в свою очередь, не зависят от изменений ставки процента. Это может быть вызвано ростом автономного потребления, ростом автономных инвестиционных расходов, когда они не являются следствием падения ставки процента, увеличения автономных государственных расходов или же снижения налогов на совокупный доход. И наоборот, график *IS* сдвигается вниз и влево всякий раз, когда происходит уменьшение совокупных автономных расходов.

12. Равновесие в модели *IS-LM* имеет место при одновременном достижении равновесия реального дохода и равновесия на денежном рынке. Это происходит на графике только в одной точке — точке пересечения кривых *IS* и *LM*. Изменяя положение кривых *IS* и *LM*, органы, осуществляющие бюджетно-налоговую и денежно-кредитную политику, могут менять равновесный уровень реального дохода и ставки процента.

13. В принципе органы, осуществляющие денежно-кредитную и бюджетно-налоговую политику, могут координировать свои действия, стараясь изменить положение графиков *IS* и *LM*. Однако осуществлять такую координацию будет трудно в условиях, когда эти органы имеют различные цели. Более того, в разных условиях предпочтительными могут быть различные цели; например, проведение несогласованной политики в отдельных случаях может оказаться более предпочтительным, нежели координация экономической политики.

Словарь терминов

График *IS* (*IS schedule*) — геометрическое место точек всех комбинаций уровней реального дохода и процентных ставок, соответствующих достижению равновесного дохода.

График *LM* (*LM schedule*) — геометрическое место точек всех комбинаций уровней реального дохода и процентных ставок, соответствующих состоянию равновесия на денежном рынке.

Консоль (*consol*) — облигация, не имеющая фиксированного срока погашения.

Координация политики (*policy coordination*) — совместная разработка экономической политики различными институтами, например государственными или межгосударственными учреждениями, с целью достижения общих экономических целей.

Ловушка ликвидности (*liquidity trap*) — самый пологий участок кривой *LM* — денежной массы, когда практически каждый в экономике предполагает, что процентные ставки в будущем вырастут и что деньги — более выгодное вложение средств, нежели облигации. В ловушке ликвидности спрос на деньги абсолютно эластичен.

Ожидаемые инвестиции, не эластичные по проценту (*interest-inelastic desired investment*) — ожидаемые инвестиции, нечувствительные к изменениям процентных ставок.

Ожидаемые инвестиции, эластичные по проценту (*interest-elastic desired investment*) — ожидаемые инвестиции, чувствительные к изменениям процентных ставок.

Передаточный механизм кейнсианской денежно-кредитной политики (*Keynesian monetary policy transmission mechanism*) — играющая важную роль кейнсианская теория о том, как изменения денежной массы влияют на другие переменные в экономике. Постоянное увеличение номинальной денежной массы снижает номинальную процентную ставку вследствие эффекта ликвидности. Это падение ставки процента в свою очередь стимулирует рост ожидаемых инвестиций и совокупных расходов в целом, что приводит к росту реального дохода.

Портфельный спрос на деньги (*portfolio demand for money*) — термин для упрощенного варианта кейнсианской модели спекулятивного спроса на деньги. В упрощенной модели индивиды владеют как деньгами, так и облигациями, но корректируют свои инвестици-

онные портфели в соответствии со своей спекулятивной деятельностью, связанной с колебаниями ставки процента.

Равновесие в модели *IS-LM* (*IS-LM equilibrium*) — единственная точка, в которой пересекаются кривые *IS* и *LM*. В этой точке в экономике одновременно достигается равновесный реальный доход и равновесие на денежном рынке.

Реальные денежные остатки (*real money balances*) — скорректированная с учетом уровня цен номинальная (выраженная в текущих ценах) денежная масса. Определяются как отношение номинальной денежной массы к уровню цен. Реальная покупательная способность номинальной денежной массы.

Спекулятивный спрос на деньги (*speculative demand for money*) — теоретическое обоснование обратно пропорциональной зависимости между номинальной процентной ставкой и спросом на деньги, данное Дж. М. Кейнсом.

Спрос на деньги, не эластичный по проценту (*interest-inelastic demand for money*) — спрос на деньги, нечувствительный к изменениям процентной ставки.

Спрос на деньги, эластичный по проценту (*interest-elastic demand for money*) — спрос на деньги, чувствительный к изменениям процентной ставки.

Эластичность ожидаемых инвестиций по проценту (*interest elasticity of desired investment*) — показатель реакции ожидаемых инвестиций на изменения процентной ставки.

Эластичность спроса на деньги по проценту (*interest elasticity of money demand*) — показатель реакции спроса на деньги на изменения процентной ставки.

Эффект вытеснения (*crowding-out effect*) — уменьшение объема частных расходов вследствие высокой процентной ставки, вызванной ростом реального дохода, который, в свою очередь, был следствием проведения бюджетно-налоговой политики.

Эффект ликвидности (*liquidity effect*) — понижение номинальной процентной ставки, вызванное увеличением денежной массы при неизменном уровне цен.

Эффект реальных денежных остатков (*real balance effect*) — повышение (снижение) номинальной процентной ставки вследствие повышения (снижения) уровня цен на товары и услуги, при неизменной номинальной денежной массе.

Вопросы для самопроверки

1. Какую из теорий спроса на деньги, кейнсианскую или классическую, вы бы назвали более реалистичной? Обоснуйте свой ответ.
2. Кейнсианская теория спроса на деньги выделяет три мотива хранения денег, не приносящих дохода. Назовите и кратко опишите эти мотивы. Какая из гипотез спроса на деньги имеет наибольшие расхождения с классической теорией спроса на деньги? Дайте объяснение.
3. Покажите графически, как выглядит кривая *LM*, задаваемая равновесием на денежном рынке.
4. Покажите графически, как выглядит кривая *IS*, задаваемая условиями, при которых достигается равновесный уровень реального дохода.
5. Используя график равновесия на денежном рынке и график *LM*, объясните, как снижение спроса на деньги, не зависящее от объема национального дохода (связанное, к примеру, с расширением использования кредитных карточек), влияет на положение графика *LM*. Также, используя модель *IS-LM*, выясните, каков будет эффект такого снижения спроса на деньги на равновесный реальный доход и ставку процента в случае, когда все остальные факторы остаются неизменными.
6. Предположим, что государственные расходы увеличились и одновременно с ними уменьшились налоги; таким образом, имеет место дефицит государственного бюджета. Также

допустим, что этот дефицит покрывается за счет покупки государственных облигаций Федеральной резервной системой, которая выпускает новые деньги для покупки этих облигаций. Используя модель *IS-LM*, объясните возможные результаты роста дефицита государственного бюджета, покрываемого за счет выпуска денег. Увеличивается или уменьшается эффект вытеснения излишних расходов бюджета при покупке облигаций Федеральной резервной системой? Почему?

7. Постройте модель *IS-LM*. Обозначьте точку равновесия в модели *IS-LM* буквой *E*.

а) Отметьте точку на графике *IS* ниже и правее точки *E* и обозначьте ее буквой *C*. Достигается ли равновесие реального дохода в точке *C*? Достигается ли равновесие на денежном рынке в точке *C*? Обоснуйте ответ.

б) Если равновесие экономики достигается в точке *C*, то как будет изменяться на графике положение этой точки? Почему?

в) Отметьте точку на графике *LM* ниже и левее точки *E* и обозначьте ее буквой *B*. Достигается ли равновесный уровень реального дохода в точке *B*? Достигается ли равновесие на денежном рынке в точке *B*? Обоснуйте ответ.

г) Если равновесие экономики достигается в точке *B*, то как будет изменяться на графике положение этой точки? Почему?

8. Постройте модель *IS-LM*. Обозначьте точку равновесия в модели *IS-LM* буквой *E*. Теперь предположим, что Конгресс повысил налоговые ставки. Покажите изменения на графике вследствие таких действий. После повышения налогов достигает ли реальный доход точки *E*? Находится ли денежный рынок в равновесии в точке *E* после увеличения налогов? Обоснуйте свой ответ и объясните, как экономика может восстановить равновесие после повышения налогов.

9. Постройте модель *IS-LM*. Обозначьте точку равновесия в модели *IS-LM* буквой *E*. Теперь представим, что Федеральная резервная система сократила денежную массу. Покажите результаты этого действия на графике. После сокращения денежной массы достигнет ли реальный доход точки *E*? Находится ли денежный рынок в равновесии в точке *E* после сокращения денежной массы? Обоснуйте свой ответ и объясните, как экономика вновь может достичь равновесия после сокращения денежной массы.

Задачи

20-1. Предположим, что спекулятивный спрос на деньги задан уравнением $m^d_{spec} = 1000 - 50r_n$. Допустим также, что реальные денежные остатки для сделок и денежные остатки, накапливаемые в соответствии с мотивом предосторожности, заданы уравнением $m^d_{tran} = 2500$ и $m^d_{prec} = 500$.

а) Каким будет уравнение, выражающее совокупный спрос на деньги?

б) Чему равен совокупный спрос на деньги, когда r_n равна: а) 20; б) 10; в) 5?

в) Каков объем реальных денежных остатков, накапливаемых для спекулятивных целей, в случае, когда r_n равна: а) 20; б) 10; в) 5?

г) Чему равен объем реальных денежных остатков, накапливаемых для сделок, когда r_n равна: а) 20; б) 10; в) 5?

д) Каков объем реальных денежных остатков, накапливаемых в соответствии с мотивом предосторожности, когда r_n равна: а) 20; б) 10; в) 5?

20-2. Используйте ответ на вопрос 20-1а, что поможет вам ответить на следующие вопросы.

а) Предположим, что уровень цен равен 2, а номинальная денежная масса равна 7000. Чему будет равно равновесное значение r_n?

б) Если номинальная денежная масса выросла до 7500, то каким будет новое значение r_n? Как называется эффект, когда в результате роста номинальной денежной массы устанавливается равновесная процентная ставка?

в) Допустим, что номинальная денежная масса увеличилась до 7500, но одновременно вырос и уровень цен, который достиг 2,5. Чему равно новое равновесное значение r_n? Как называется эффект, когда в результате роста уровня цен устанавливается равновесная процентная ставка?

20-3. Уравнение совокупного спроса на деньги задано следующим образом: $m^d = 100 - 5r_n + 10y$. Также предположим, что номинальная денежная масса равна 40, а уровень цен равен 0,5.

а) Каким будет уравнение графика *LM*?

б) Постройте примерный график *LM*. Каков его наклон? Что означают отрезки, отсекаемые кривой *LM* на осях абсцисс и ординат?

20-4. Рассмотрим следующие уравнения потребления, ожидаемых инвестиций и государственных расходов: $c = 50 + (0,8)y_d$; $i = 25 - (0,2)r_n$; $g = 25$; $t = 0$.

а) Каким будет уравнение графика *IS*?

б) Постройте примерный график *IS*. Каков его наклон? Что означают отрезки, отсекаемые кривой *IS* на осях абсцисс и ординат?

20-5. Решите совместно уравнение графика *LM* из задачи 20-3 и уравнение графика *IS* из задачи 20-4, определив равновесную процентную ставку и равновесный уровень реального дохода.

Рекомендуемая литература

Branson William, Macroeconomic Theory and Policy. — New York: Macmillan, 1978.

Froyen Richard T., Macroeconomics: Theories and Policies, 3 ed. — New York: Macmillan, 1990.

Hansen Alvin H., A Guide to Keynes. — New York: McGraw-Hill, 1953.

Harris Laurence, Monetary Theory. — New York: McGraw-Hill, 1981.

Hicks John R., Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation. — Econometrica, 5 (2), April 1937, pp. 147—159.

Keynes John Maynard, The General Theory of Employment, Interest, and Money. — New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1964.

Robertson Dennis H., Mr. Keynes and the Rate of Interest, in: Essays in Monetary Theory, ed. Dennis H. Robertson. — London: Staples Press, 1940.

Schinasi Garry J., European Integration, Exchange Rates, and Monetary Reform. — The World Economy, 12 (4), December 1989, pp. 389—413.

Swann Dennis, The Economics of the Common Market, 6 ed. — London: Penguin, 1988.

Глава 21

Традиционная кейнсианская теория денег, цен и производства

Основные проблемы

1. Каковы основные детерминанты совокупного спроса в традиционной кейнсианской модели?
2. Каковы основные варианты традиционной кейнсианской теории совокупного спроса? Какие допущения лежат в основе этих теорий?
3. Каков механизм воздействия инструментов денежно-кредитной политики на реальный объем производства и уровень цен в традиционной кейнсианской модели экономики?
4. Каков механизм воздействия инструментов бюджетно-налоговой политики на реальный объем производства в традиционной кейнсианской модели экономики?
5. Почему традиционная кейнсианская модель предполагает взаимозависимость инфляции и безработицы?
6. Что такое монетаризм? Каким образом монетаризм развивает традиционную кейнсианскую модель? В чем состоит сходство монетаризма и классической теории?
7. Что такое естественный уровень безработицы? Как он определяется?
8. Чем отличаются долгосрочный и краткосрочный периоды?
9. Какие последствия имеет денежно-кредитная политика: краткосрочные или долгосрочные?
10. Что такое стагфляция? Каковы возможные объяснения этого явления?

Главы 19 и 20 систематизируют важнейшие концепции традиционной кейнсианской теории, обосновывающей функционирование экономики и роль денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики. Данная глава завершает обсуждение кейнсианской теории, в ней рассматриваются дискуссионные проблемы теории Дж. М. Кейнса и классической теории. Почему равновесный уровень реального дохода и производства может отличаться от уровня реального дохода и производства при полной занятости? Если это происходит, то какие факторы вызывают эти различия? И каким образом денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика могут вернуть экономику в состояние равновесия при полной занятости?

Это основные вопросы, которые разделяют экономистов в их оценке роли денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики. В общем, именно они лежат в основе противоречивых выводов об эффективности и целесообразности использования инструментов денежно-кредитной или бюджетно-налоговой политики при регулировании экономики. Поскольку эти вопросы играют важную роль, то нам придется рассмотреть большой объем учебного материала в данной главе.

В данной главе мы проанализируем различия между традиционной кейнсианской теорией совокупного спроса и классической теорией совокупного спроса, которые лежат в основе разногласий между кейнсианцами и сторонниками классической теории. Мы

также рассмотрим более серьезные противоречия между адептами этих двух школ при обосновании теории предложения труда и функционирования рынка труда. В этой и следующих двух главах мы постараемся найти этому объяснение.

Традиционная кейнсианская теория совокупного спроса

В классической теории совокупный спрос на реальный произведенный продукт зависит от предложения денег со стороны центрального банка, например ФРС. При этом уровень совокупного спроса на товары и услуги представляется в виде графика совокупного спроса, для построения которого в качестве переменных используются ожидаемый объем потребления товаров и услуг и фактический уровень цен на товары и услуги в экономике. Традиционная кейнсианская модель также включает в себя график совокупного спроса, который связывает реальный объем производства с уровнем цен.

ГРАФИК СОВОКУПНОГО СПРОСА

Как уже отмечалось, в модели *IS-LM* в точке пересечения кривых *IS* и *LM* находится равновесный уровень реального дохода. Здесь совокупный ожидаемый объем потребления равен реальному доходу, а денежный рынок находится в равновесии. Точное расположение точки равновесия в модели *IS-LM* зависит от расположения графика *IS*, которое определяется уровнем автономного потребления, инвестиций, государственных расходов, налогов, а положение графика *LM* определяется предложением денег.

Рост уровня цен с P_0 до P_1 (при постоянной номинальной денежной массе) воздействует на номинальную процентную ставку в силу *эффекта реальных денежных остатков*; при этом кривая *LM* смещается вверх. Этот эффект рассчитывается как расстояние от исходной точки равновесия *E* до точки *A* (рис. 21-1*А*). Когда номинальная процентная ставка возрастает, равновесный реальный доход снижается с y_0 до y_1, поскольку ожидаемые инвестиции и ожидаемые совокупные расходы уменьшаются. Следовательно, эффект реальных денежных остатков, вызванный повышением уровня цен, выражается в падении реального дохода.

Как показано на рис. 21-1*Б*, это означает, что можно отметить две комбинации реального дохода и уровня цен (y_0 и P_0, y_1 и P_1), которые соответствуют точке равновесия в модели *IS-LM*. В свою очередь, обе эти комбинации реального дохода и уровня цен должны согласовываться с равновесным реальным доходом и с равновесием на денежном рынке. Это будет справедливо для всех комбинаций точек на графике. Эти точки образуют **график совокупного спроса** (*aggregate demand schedule*) в традиционной кейнсианской модели, на котором лежат все комбинации реального дохода и соответствующего им уровня цен, предполагающие сохранение равновесия в модели *IS-LM*.

Как показано на рис. 21-1, фактором, влияющим на смещение графика совокупного спроса вниз, является эффект реальных денежных остатков, связанный с воздействием ценовых изменений на номинальную процентную ставку. Изменение ставки процента вследствие изменения уровня цен приводит к колебаниям совокупного объема ожидаемого потребления и соответствующему изменению реального дохода.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И СОВОКУПНЫЙ СПРОС

На рис. 21-1 представлена кривая совокупного спроса при условии, что номинальная денежная масса находилась на неизменном уровне M_0. Теперь проанализируем, что произойдет с кривой совокупного спроса, если номинальная денежная масса вырастет с M_0 до M_1.

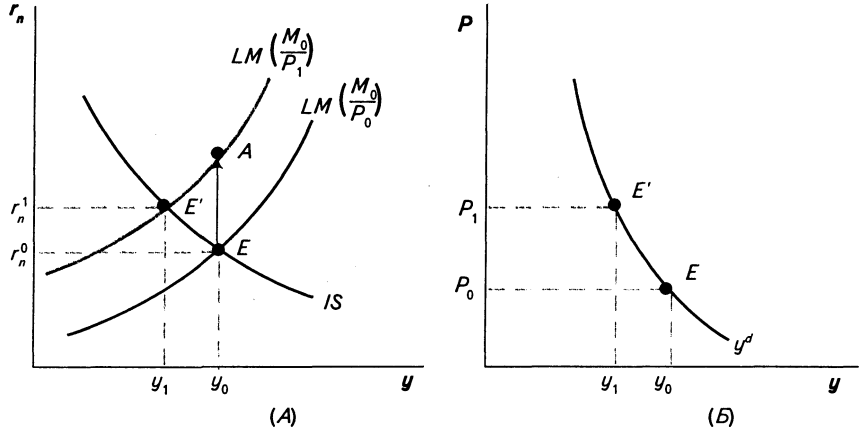


Рис. 21-1

Построение графика совокупного спроса. Рост уровня цен приводит к эффекту реальных денежных остатков, и равновесная номинальная процентная ставка смещается на величину *A* — *E* (рис. *A*). Это величина, на которую кривая *LM* смещается вверх из исходной точки равновесия *E*. Итоговое равновесие в модели *IS-LM* достигается в точке *E* ' при высоком уровне номинальной процентной ставки и низком уровне реального дохода, после сокращения ожидаемых реальных инвестиций вследствие повышения ставки процента. Поскольку равновесный реальный доход снижается, когда возрастает уровень цен (рис. *Б*), то кривая совокупного спроса смещается вниз.

Как показано на рис. 21-2*A*, при заданной комбинации реального дохода и цены (y_0 и P_0) увеличение номинальной денежной массы приводит к смещению графика *LM* вправо вдоль кривой *IS*. Равновесный реальный доход теперь равен y_1.

Таким образом, устанавливается новое равновесие в модели *IS-LM*. Напомним, что график совокупного спроса состоит из комбинаций реального дохода и цен, сохраняющих равновесие в модели *IS-LM*. Теперь рассмотрим случай, когда комбинация реального дохода и цены (y_1 и P_0) лежит на новой кривой совокупного спроса (рис. 21-2*Б*), которая расположена правее исходной кривой совокупного спроса. Это означает, что увеличение номинальной денежной массы смещает кривую совокупного спроса вправо. Рост номинальной денежной массы приводит к увеличению совокупного спроса.

И наоборот, уменьшение номинальной денежной массы приведет к смещению кривой *LM* вверх и влево, при этом происходит падение реального дохода при любом уровне цен. Кривая совокупного спроса сместится влево вслед за уменьшением номинальной денежной массы. Таким образом, уменьшение номинальной денежной массы приводит к снижению совокупного спроса.

Отметим, что степень воздействия изменения уровня постоянных цен на номинальную денежную массу зависит от эффекта ликвидности, связанного с влиянием изменений номинальной денежной массы на номинальную процентную ставку. Степень воздействия также зависит от способности ожидаемых инвестиций реагировать на изменения ставки процента и от стабильности передаточного механизма денежно-кредитной политики в кейнсианской модели. Как мы видели в предыдущей главе, этот механизм оказывается менее стабильным, когда кривая *LM* становится более пологой (спрос на деньги более эластичен по проценту). Этот механизм также теряет стабильность, когда увеличивается крутизна кривой *IS* (ожидаемые инвестиции неэластичны по проценту). Следовательно, влияние денежно-кредитной политики на совокупный спрос уменьшается, когда кривая *LM* становится более пологой, а кривая *IS* — более

крутой. В крайнем случае, когда график LM представляет собой горизонтальную прямую, денежно-кредитная политика не оказывает никакого воздействия на совокупный спрос. Этот крайний случай и отражает эффект ловушки ликвидности, при которой денежно-кредитная политика имеет незначительное влияние на совокупный спрос на товары и услуги.

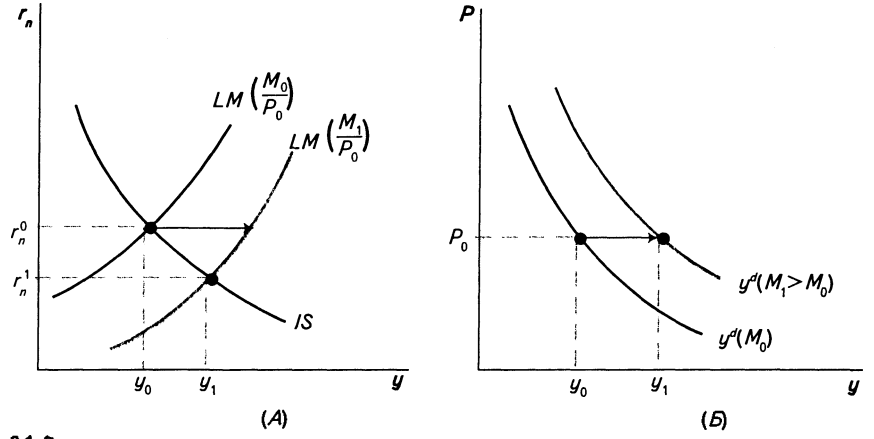


Рис. 21-2

Влияние увеличения номинальной денежной массы на совокупный спрос. Рост номинальной денежной массы, связанный с изменением постоянных цен, сдвигает кривую LM вниз и вправо. Равновесный реальный доход повышается (рис. *А*). Поскольку экономика находится в новом состоянии равновесия в модели *IS-LM* при том же уровне цен и более высоком уровне реального дохода, то теперь она находится на новом уровне совокупного спроса, график которого лежит правее первоначального положения кривой совокупного спроса (рис. *Б*). Постоянное увеличение номинальной денежной массы приводит к росту совокупного спроса.

БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВАЯ ПОЛИТИКА И СОВОКУПНЫЙ СПРОС

В классической модели роль бюджетно-налоговой политики заключается в воздействии дефицита государственного бюджета на реальную процентную ставку. Бюджетный дефицит вытесняет эквивалентную сумму расходов частного сектора. Это означает, что использование инструментов бюджетно-налоговой политики приводит к перераспределению произведенного продукта между государством и частным сектором экономики. Поэтому в классической теории считается, что инструменты бюджетно-налоговой политики не оказывают никакого воздействия на совокупный спрос.

Как отмечалось в предыдущей главе, традиционная кейнсианская модель доказывает, что увеличение дефицита государственного бюджета может вытеснить ожидаемые частные расходы. Тем не менее в данной модели не происходит полного вытеснения частных расходов. Это означает, что бюджетно-налоговая политика влияет на совокупный спрос только в традиционной кейнсианской теории.

На рис. 21-3 показано, почему это происходит. Увеличение реальных государственных расходов с g_0 до g_1 сохраняет цены на товары и услуги на том же уровне P_0 (рис. 21-3*А*). График IS смещается вправо на величину прироста расходов, умноженную на мультипликатор государственных расходов, $1/(1 - MPC)$. При увеличении реального дохода увеличивается и спрос на деньги, повышая тем самым номинальную равновесную процентную ставку. В ответ на это ожидаемые реальные инвестиции уменьшаются. Полного вытеснения частных расходов нет, и чистый реальный доход возрастает с y_0 до y_1.

Равновесие в экономике находится в новой точке пересечения кривых IS и LM (рис. 21-3*А*) и, по определению, должно быть на графике совокупного спроса правее исходной комбинации реального дохода и цены (y_0 и P_0) в новой их комбинации (y_1 и P_0). Это означает, что увеличение государственных расходов сдвигает кривую совокупного спроса вправо (рис. 21-3*Б*). Увеличение реальных государственных расходов влечет за собой рост совокупного спроса.

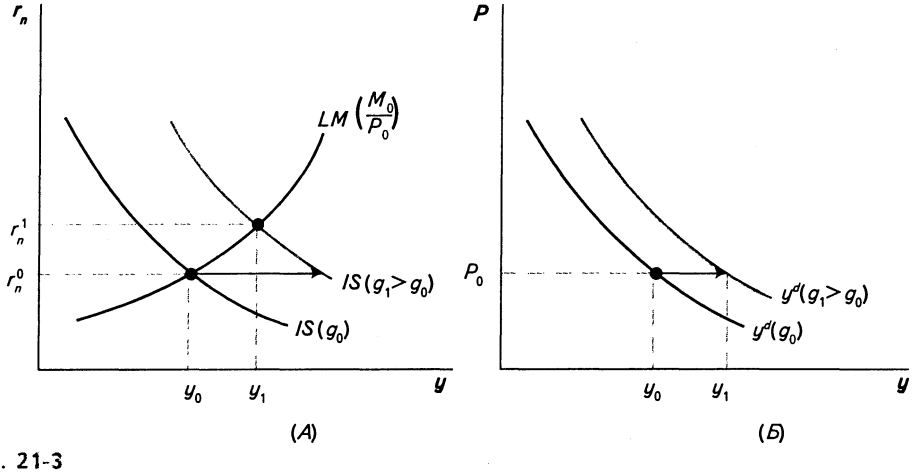


Рис. 21-3

Воздействие роста государственных расходов на совокупный спрос. Постоянное увеличение реальных государственных расходов сдвигает кривую *IS* вправо. Точка равновесия реального дохода сдвигается вверх (рис. *А*). Поскольку равновесие в экономике находится в новой точке пересечения кривых *IS* и *LM* при том же уровне цен, но при более высоком уровне реального дохода, то мы имеем новый график совокупного спроса, который расположен правее исходного графика совокупного спроса (рис. *Б*). Постоянный рост реальных государственных расходов приводит к увеличению совокупного спроса.

Отметим, что снижение налогообложения имело бы тот же результат. Единственное различие состояло бы в том, что график IS сдвинулся бы вправо на величину снижения налогов, умноженную на налоговый мультипликатор $(-MPC/(1-MPC))$. Таким образом, снижение налогов приводит к увеличению совокупного спроса. В итоге увеличение любой части ожидаемых совокупных расходов приведет к росту совокупного спроса. Например, увеличение автономного потребления или инвестиций приведет к смещению кривой IS вправо, сдвигая таким образом весь график совокупного спроса. (В качестве дополнения: как было показано в разделе «Международный обзор» в главе 19, увеличение экспорта или снижение импорта приведет к тем же результатам.)

Если же имеет место снижение реальных государственных расходов или увеличение реальных налогов, то произойдет левостороннее смещение кривой IS. Равновесная процентная ставка уменьшится, поскольку снижение реального дохода приведет к уменьшению спроса на деньги. Это вызовет увеличение ожидаемых инвестиций, которые лишь частично компенсируют снижение равновесного реального дохода. Вследствие снижения реального дохода (при постоянном уровне цен) кривая совокупного спроса сместится влево. Уменьшение государственных расходов или увеличение налогов снижает совокупный спрос.

Отметим, что величина изменения совокупного спроса, связанного с изменением государственных расходов или налогов, зависит от масштаба эффекта вытеснения.

Более того, как было показано в главе 20, воздействие эффекта вытеснения возрастает, если кривая *LM* более полога (спрос на деньги менее эластичен по проценту), так же как и кривая *IS* (ожидаемые инвестиции эластичны по проценту). Таким образом, чем больше наклон кривой *LM* и чем меньше наклон кривой *IS*, тем меньше будет воздействие инструментов бюджетно-налоговой политики на совокупный спрос. В крайнем случае, когда график *LM* представляет собой веритикальную прямую, а график *IS* — горизонтальную прямую, будет иметь место полное вытеснение частных расходов, и инструменты бюджетно-налоговой политики не будут иметь какого-либо воздействия на совокупный спрос. В этом случае традиционная кейнсианская модель приходит в соответствие с классической теорией роли бюджетно-налоговой политики в экономике.

Теории совокупного предложения

Основное отличие традиционной кейнсианской модели экономики от классической модели заключается в подходе к рассмотрению теории предложения. Как было показано в главе 18, экономисты классической школы построили график совокупного предложения и выделили три фактора, имеющих большое значение при рассмотрении рынка труда:

1. Рациональный интерес.
2. Совершенная конкуренция при гибкости цен и заработной платы.
3. Отсутствие денежной иллюзии.

Дж. М. Кейнс и его последователи подвергали сомнению реалистичность двух последних факторов. Сторонники кейнсианства приводят доказательства того, что утверждения о гибкости цен, заработной платы и полном отсутствии денежной иллюзии неверны. Таким образом, в этой главе мы более подробно рассмотрим два этих фактора.

Каждый из этих факторов будет анализироваться в отдельности, а затем в следующей главе мы рассмотрим их вместе с точки зрения современной кейнсианской теории.

ЖЕСТКОСТЬ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ

Одним из наиболее абсурдных положений классической теории, по мнению Дж. М. Кейнса, является вывод о гибкости цен и заработной платы. Полная несостоятельность этого утверждения выявилась во время Великой депрессии. Например, цены на сельскохозяйственную продукцию упали на 63% за период с 1929 по 1933 г., тогда как цены на сельскохозяйственную технику уменьшились лишь на 6% (что значительно снизило доходность сельского хозяйства, в котором в то время преобладали небольшие семейные фермы). Цены на горючее упали за тот же период на 56%, а цены на транспортные средства — всего лишь на 16%. Дж. М. Кейнс считал положение классической школы о механизме саморегулирования цен в экономике неверным.

Другим ошибочным выводом классической теории, как полагал Дж. М. Кейнс и его последователи, было утверждение о гибкости номинальной заработной платы. Во время Великой депрессии заработная плата во многих отраслях промышленности стала весьма незначительной, если вообще выплачивалась; многие люди были уволены и не могли найти работу. Согласно классической теории, избытка рабочей силы не должно было существовать, поскольку номинальная заработная плата была очень низкой. Безработица должна была быть временной. Длительность Великой депрессии, отме-

чал Дж. М. Кейнс, стала свидетельством того, что номинальная заработная плата не обладала достаточной гибкостью, чтобы ликвидировать безработицу.

Чтобы лучше понять, какие последствия может иметь негибкость заработной платы и реального объема производства при падении цен, как это было в период Великой депрессии, рассмотрим рис. 21-4. На рис. 21-4*А* представлен график рынка труда, на котором номинальная заработная плата откладывается по оси ординат, рис. 21-4*Б* описывает агрегатную производственную функцию и рис. 21-4*В* показывает построение кривой альтернативного совокупного предложения.

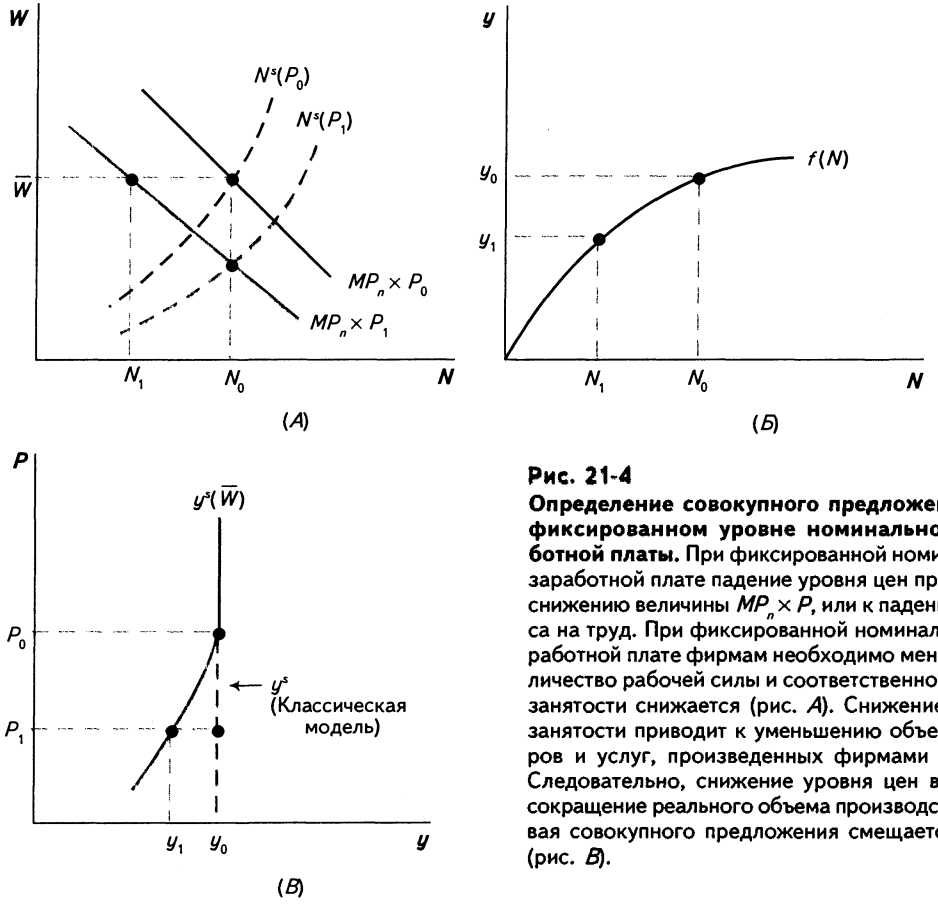


Рис. 21-4

Определение совокупного предложения при фиксированном уровне номинальной заработной платы. При фиксированной номинальной заработной плате падение уровня цен приводит к снижению величины $MP_n \times P$, или к падению спроса на труд. При фиксированной номинальной заработной плате фирмам необходимо меньшее количество рабочей силы и соответственно уровень занятости снижается (рис. *А*). Снижение уровня занятости приводит к уменьшению объема товаров и услуг, произведенных фирмами (рис. *Б*). Следовательно, снижение уровня цен вызывает сокращение реального объема производства; кривая совокупного предложения смещается вверх (рис. *В*).

Рассмотрим рис. 21-4*А*. При падении цен с P_0 до P_1 спрос на труд, $MP_n \times P$ (цена предельного продукта труда), уменьшается. При гибкости заработной платы предложение труда возрастало бы, когда работники видели бы, что увеличение реальной заработной платы следует за падением цен. Это показано смещением графика предложения труда из положения $N^S(P_0)$ в положение $N^S(P_1)$. Номинальная заработная плата уменьшится пропорционально ценам, а уровень занятости останется неизменным (N_0). Рисунок 21-4*Б* показывает, что реальный объем производства y_0 останется неизменным при полной занятости и снижении уровня цен. График совокупного предложения (рис. 21-4*В*) будет представлять собой вертикальную прямую.

Предположим, что номинальная заработная плата отличается жесткостью; таким образом, она не может перейти на новый равновесный уровень. Если номинальная заработная плата остается неизменной на уровне W (рис. 21-4*А*), тогда падение спроса на труд, вызванное уменьшением цен на товары и услуги (с P_0 до P_1), приведет к падению спроса на труд со стороны фирм. В результате фактический уровень занятости в экономике (N_1) окажется ниже уровня полной занятости (N_0). Это означает появление безработицы. Из рис. 21-4*Б* видно, что реальный объем производства (y_1) станет ниже соответствующего уровня при полной занятости (y_0). Как следует из рис. 21-4*В*, связь жесткой номинальной заработной платы с падением уровня цен с P_0 до P_1 вызывает уменьшение реального объема производства с y_0 (уровня при полной занятости) до y_1. **График совокупного предложения** (*aggregate supply schedule*), содержащий эти две комбинации реального дохода и цен, смещается вверх вследствие жесткости номинальной заработной платы. Таким образом, на всем протяжении графика, смещенного вверх, расположены комбинации реального дохода и цен, при которых реальный объем производства меньше соответствующего показателя при полной занятости. В отличие от графика совокупного предложения в классической модели, рассматриваемого в главе 18, который представляет собой вертикальную прямую, в кейнсианской модели повышение цен влечет за собой увеличение реального объема производства на всем протяжении кривой совокупного предложения, обозначаемой $y^S(W)$, поскольку мы ввели обозначение W для фиксированной заработной платы.

Кривая совокупного предложения является выпуклой при фиксированной номинальной заработной плате, потому что график производственной функции вогнут. В свою очередь, это вытекает из закона убывающей предельной отдачи. Последовательное повышение цен стимулирует увеличение спроса на труд и рост уровня занятости. Но последовательное повышение уровня занятости приводит к уменьшению прироста реального объема производства.

Чем можно объяснить жесткость номинальной заработной платы? По Дж. М. Кейнсу, единственным объяснением было развитие рабочих организаций, таких, как отраслевые и цеховые профсоюзы. Эти организации рабочих и служащих стремились бы сохранить номинальную заработную плату своих членов на ожидаемом уровне, соответствующем роду их деятельности. Более того, в экономике с развитой системой профсоюзов распространены **«открытые» договоры** (*explicit contracts*), в которых условия взаимоотношений работников и работодателей записаны и официально скреплены обеими сторонами. Эти условия определяют уровень фиксированной заработной платы за данный период времени (год или более). Обычно в этих соглашениях предусматривается возможность роста заработной платы выше оговоренного уровня, но отсутствует возможность ее снижения, даже если нужно уволить некоторых работников. В результате возникает жесткость номинальной заработной платы в сторону ее снижения (рис. 21-4). «Открытые» договоры имеют место не только в экономике с развитой системой профсоюзов. Такие договоры заключаются между большинством профессоров университетов, не объединенных в профсоюзе, и университетами.

Также следует отметить, что последователи Дж. М. Кейнса развили его теорию, выдвинув тезис, что фирмы и работники могут заключать между собой **«закрытые» договоры** (*implicit contracts*). «Закрытые» договоры представляют собой неофициальные соглашения между работниками и работодателями о том, что заработная плата работника не будет снижена работодателем при ухудшении экономической конъюнктуры. В свою очередь работодатели не будут поднимать заработную плату в определенных пределах при благоприятной конъюнктуре. Такое соглашение выступает для работников в качестве страховки от внезапного снижения заработной платы.

Любая из этих причин наряду с возможностью того, что правительство установит минимальный уровень заработной платы, приводит к тому, что заработная плата становится жесткой (в частности, номинальная заработная плата) в сторону ее снижения. Как отмечалось в главе 18, экономисты классической школы приводили несколько возможных случаев жесткости заработной платы и появления безработицы, но они утверждали, что нормальное функционирование рынка приведет к тому, что заработная плата утратит жесткость. Таким же образом будет ликвидирована и безработица. Великая депрессия поставила под сомнение справедливость этого утверждения для экономистов того времени, так же как и последующих периодов.

НЕПОЛНОТА ИНФОРМАЦИИ

Одним из аспектов теории Дж. М. Кейнса была тема, связанная с тем, что ожидания будущих событий играют большую роль в текущем поведении экономических агентов, таких, как домашние хозяйства или фирмы. Развернутый анализ этой темы дан в кейнсианской теории спекулятивного спроса на деньги. Причина, по которой Дж. М. Кейнс и его последователи подчеркивали роль ожиданий, состоит в том, что экономические агенты вынуждены действовать в условиях будущей неопределенности, поскольку они обладают неполной информацией при принятии решений. Как мы увидим в дальнейшем, наличие неполной информации приводит к смещению кривой совокупного предложения вверх даже при гибкости номинальной заработной платы.

Рассмотрим вариант, когда работники решили предложить трудовые услуги в данный момент. По всей вероятности, они прекрасно знают текущие цены на определенные товары и услуги, но понятия не имеют о том, как эти цены могут измениться. На самом деле индексы цен, которым можно доверять, публикуются в газетах и объявляются на телевидении ежемесячно.

Это означает, что, когда работники принимают решение о том, какой объем трудовых услуг предоставить фирме, они основываются на своем восприятии текущей реальной заработной платы. Таким образом, формируются их ожидания величины реальной заработной платы. Несомненно, они имеют представление об уровне номинальной заработной платы, которую выплачивают фирмы, но не знают точного уровня цен, поэтому они должны прогнозировать этот уровень.

Согласно традиционной кейнсианской модели, временной лаг при получении информации вызывает проблему неполноты информации. Как уже отмечалось, большинство государственных индексов цен широко публикуются только ежемесячно. В течение месяца работники должны полагаться на собственные силы: они должны формировать ценовые ожидания, которые необходимы для оценки их реальной заработной платы.

Для формализации этой идеи допустим, что P^e обозначает уровень цен, ожидаемый работниками. Также предположим, что в данный момент величина их ценовых ожиданий равна $P^e = P_0$, где P_0 — конкретная величина. Это означает, что если текущая номинальная заработная плата, получаемая работниками, принимается за абсолютно эластичную и равна W_0, то они оценят свою реальную заработную плату как $W_0/P^e = W_0/P_0$. На рис. 21-5 дано графическое представление такой ситуации. На рис. 21-5*А* спрос на труд со стороны фирм равен предельному продукту труда, $MP_n \times P_0$, при условии, что ожидания работников являются верными. Равновесная номинальная заработная плата равна W_0 в точке пересечения кривой спроса на труд и графика предложения труда $N^S(P^e = P_0)$. Уровень занятости равен N_0, а производственная функция (рис. 21-5*Б*) показывает реальный объем производства (y_0). В результате мы получаем комбинацию (y_0 и P_0) реального объема производства и уровня цен (рис. 21-5*В*).

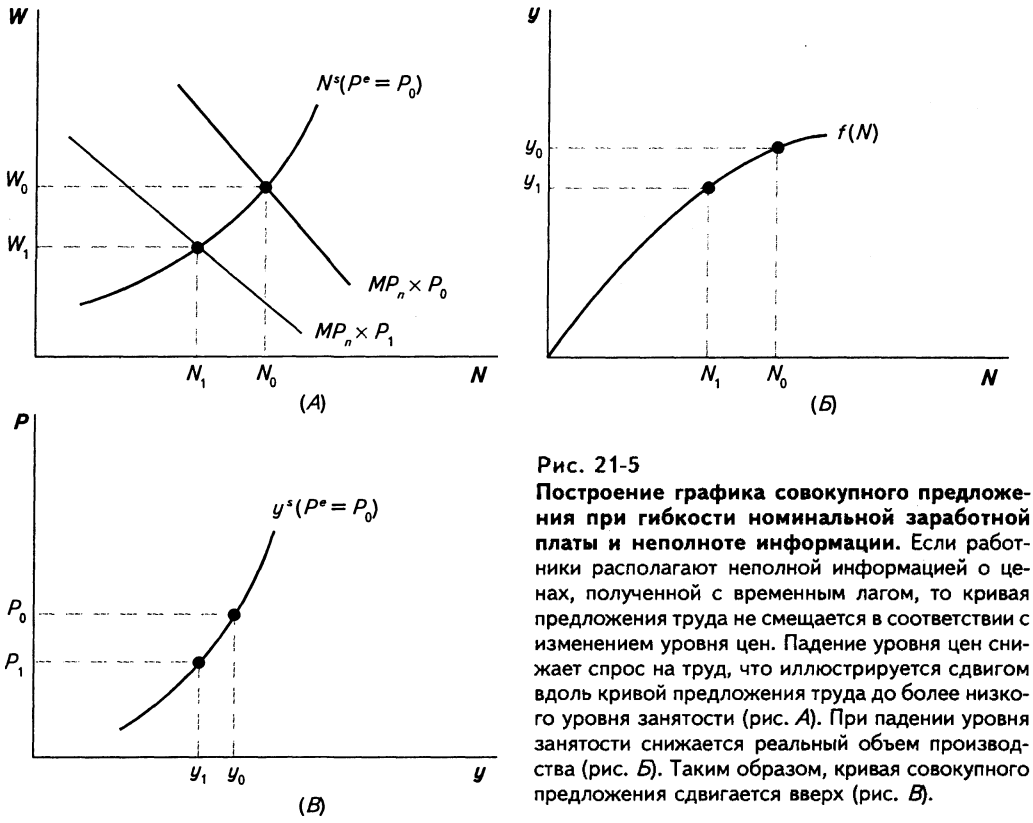


Рис. 21-5
Построение графика совокупного предложения при гибкости номинальной заработной платы и неполноте информации. Если работники располагают неполной информацией о ценах, полученной с временным лагом, то кривая предложения труда не смещается в соответствии с изменением уровня цен. Падение уровня цен снижает спрос на труд, что иллюстрируется сдвигом вдоль кривой предложения труда до более низкого уровня занятости (рис. *А*). При падении уровня занятости снижается реальный объем производства (рис. *Б*). Таким образом, кривая совокупного предложения сдвигается вверх (рис. *В*).

Предположим, что уровень цен упал ниже ожидаемого работниками значения P_0 до значения P_1. Поскольку информация об этом изменении еще не доступна, работники не будут знать о случившемся и оставят свои ценовые ожидания неизменными на уровне $P^e = P_0$. Таким образом, кривая предложения труда (рис. 21-5*А*) останется неизменной. Поскольку цены, устанавливаемые фирмами на товары и услуги, снизились, предельный продукт труда, или спрос на труд, сократится до $MP_n \times P_1$, в результате чего равновесная номинальная заработная плата снизится до W_1. Работники, пока еще не осознавшие, что цены упали до значения P_1 (вследствие недостатка информации об изменении уровня цен), сознают, что их реальная номинальная заработная плата понизилась с W_0/P_0 до W_1/P_0. Таким образом, они неохотно предоставляют трудовые услуги, что иллюстрируется смещением равновесного уровня занятости вниз вдоль кривой предложения труда до нового уровня N_1. Как показано на рис. 21-5*Б*, это снижение числа занятых приводит к уменьшению реального объема производства с y_0 до y_1. Таким образом, экономика характеризуется новой комбинацией реального объема производства и цен (y_1 и P_1), значения которых лежат левее и ниже их первоначальных значений (рис. 21-5*В*). Кривая, включающая обе эти точки, является кривой совокупного предложения в экономике. Мы обозначили ее $y^s(P^e = P_0)$, поскольку связывали ее с уровнем ценовых ожиданий работников.

Как и в случае жесткости номинальной заработной платы, кривая совокупного предложения при неполноте информации сдвигается вверх. Тем не менее в данном случае можно допустить некоторые изменения номинальной заработной платы; только

ценовые ожидания работников остаются жесткими. Доказательством этого является предположение, что работники получают информацию об изменении общего уровня цен с временным лагом. Это означает, что в противоположность утверждениям экономистов классической школы об отсутствии денежной иллюзии у работников кейнсианцы полагают, что работники имеют иллюзии относительно реальной величины номинальной заработной платы.

Напомним, что экономисты-классики считали, что денежная иллюзия существует только при нерациональном поведении индивидов. Дж. М. Кейнс и его последователи отвергли это предположение. Они считали, что денежная иллюзия, в особенности что касается оценки номинальной заработной платы, носит всеобъемлющий характер. Причиной этого, по их мнению, является не только нерациональность ожиданий работников, но и тот факт, что информация не всегда доступна для работников в условиях неопределенности в экономике.

Товарный рынок

Теперь мы проанализировали все необходимые элементы кейнсианской теории совокупного спроса и совокупного предложения товаров и услуг в экономике. Представим уровень совокупного спроса на товары и услуги в экономике в виде графика совокупного спроса, который представляет собой целый ряд комбинаций реального дохода (объема производства) и уровня цен, для которого ожидаемые совокупные расходы равны реальному доходу и спрос на деньги равен их предложению. Уровень совокупного спроса на товары и услуги — положение кривой совокупного спроса — зависит от номинальной денежной массы и от факторов, воздействующих на уровень совокупных автономных расходов, например инструментов бюджетно-налоговой политики — государственных расходов и налогов.

Совокупный объем реальных товаров и услуг обычно увеличивается при росте уровня цен при жесткости цен или неполноте информации об их уровне, которой располагают работники. В любом случае это означает сдвиг кривой совокупного предложения вверх. Таким образом, можно представить график совокупного предложения в виде кривой, имеющей положительный наклон, и учитывать степень рациональности в качестве причины возрастания, только когда это относится к полученному доходу.

СОВМЕЩЕНИЕ ГРАФИКОВ СОВОКУПНОГО ПРЕДЛОЖЕНИЯ И СОВОКУПНОГО СПРОСА

Рисунок 21-6 — это график равновесия на товарном рынке, на котором одновременно представлены кривые совокупного спроса и совокупного предложения. Они пересекаются в точке равновесия P_0 при некоторых условиях. Состояние экономики, отраженное на графике совокупного спроса, предполагает, что совокупные реальные расходы равны реальному доходу y_0 (экономика находится в состоянии, отраженном на графике IS) и спрос на деньги при данном уровне реального дохода y_0 равен их предложению, выраженному уровнем цен P_0 (экономика в состоянии равновесия, отображаемом графиком LM). Таким образом, экономика находится в ситуации, показанной на графике совокупного предложения, а работники и фирмы удовлетворены объемом произведенной продукции y_0 при уровне цен P_0. Это превалирующая комбинация реального объема производства и цен, которая соответствует превалирующим условиям на рынке труда и производственным возможностям экономики, что демонстрирует график агрегатной производственной функции.

На рис. 21-6 показано равновесие товарного рынка в соответствии с точкой зрения кейнсианцев. Рисунок 21-7 иллюстрирует рыночное равновесие, но с точки зрения клас-

сической теории, рассмотренной в главе 18. Теперь мы можем сравнить схожие части двух теорий. Как показано на рис. 21-6, кривая совокупного предложения смещается вверх в традиционной кейнсианской модели при жесткости заработной платы или неполноте информации об общем уровне цен. График совокупного предложения в классической модели (рис. 21-7) представляет собой вертикальную прямую, поскольку экономисты классической школы исходили из предположений о гибкости номинальной заработной платы, доступности информации о ценах и отсутствии временного лага.

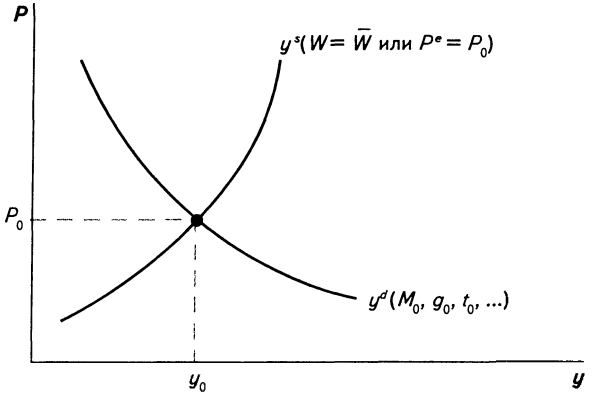


Рис. 21-6
Товарный рынок в кейнсианской модели. В традиционной кейнсианской модели равновесный уровень цен и равновесный реальный объем производства определяются пересечением кривых совокупного спроса и совокупного предложения. Положение графика совокупного спроса зависит от номинальной денежной массы и от величины соответствующих ожидаемых совокупных автономных расходов, включая государственные расходы и налоги. График совокупного предложения смещен вверх, вследствие жесткости номинальной заработной платы или неполноты информации о ценах.

Таким образом, положение кривой совокупного спроса в традиционной кейнсианской модели (рис. 21-6) зависит от большого числа факторов, включая номинальную денежную массу, текущий уровень государственных расходов и налогов и других переменных, воздействующих на совокупные автономные расходы. В классической модели детерминантов совокупного спроса намного меньше (рис. 21-7). Это денежная масса и скорость обращения денег в кругообороте доходов.

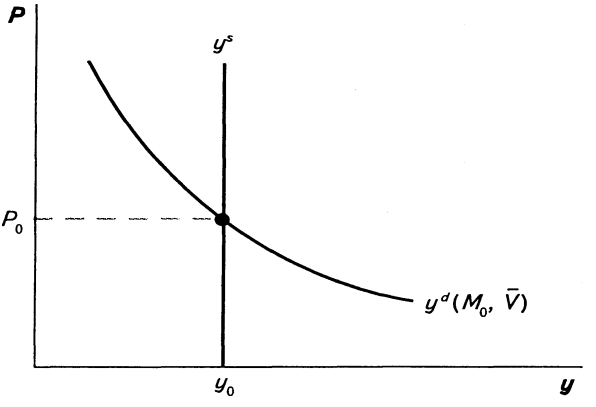


Рис. 21-7
Товарный рынок в классической модели. В противоположность традиционной кейнсианской модели график совокупного предложения в классической модели представляет собой вертикальную прямую для реального объема производства при полной занятости. Это справедливо, поскольку номинальная заработная плата характеризуется гибкостью и работники располагают полной информацией о ценах. Кроме того, положение кривой совокупного спроса зависит только от номинальной денежной массы. Реальный объем производства определяется предложением товаров и услуг, а уровень цен — только номинальной денежной массой.

ЭФФЕКТ ОТ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В классической модели тот факт, что график совокупного предложения был расположен вертикально, означал, что инструменты денежно-кредитной политики не оказывали никакого воздействия на реальный объем производства в экономике. Экономисты-классики утверждали, что деньги являются нейтральными. В традиционной кейн-

сианской модели, напротив, деньги не являются нейтральными. Для того чтобы понять это, рассмотрим рис. 21-8. Первоначально равновесие при номинальной денежной массе M_0, уровне цен P_0 и реальном объеме производства y_0 достигается в точке A (рис. 21-8*Б*). Экономика должна также находиться в равновесии в модели *IS-LM* в точке A (рис. 21-8*А*). Равновесие в экономике отображается кривой совокупного спроса. Увеличение денежной массы до M_1 сдвигает кривую *LM* вправо (рис. 21-8*А*) и приводит к новому состоянию равновесия в модели *IS-LM* в точке B при более высоком уровне реального дохода y'. Это начальное изменение с y_0 до y' есть величина сдвига кривой совокупного спроса вправо из точки A в точку B (рис. 21-8*Б*).

В результате правостороннего смещения графика совокупного спроса возникает ситуация, когда при начальном равновесном уровне цены P_0 работники и фирмы будут производить только реальный объем продукции y_0. Прирост произведенной продукции может быть получен только при сдвиге цен на новый равновесный уровень P_1, приводя тем самым к сдвигу вдоль кривой совокупного предложения из точки B в точку C (рис. 21-8*Б*). При повышении уровня цен эффект реальных денежных остатков уменьшается и кривая *LM* смещается в обратном направлении влево из точки B в точку C (рис. *А*).

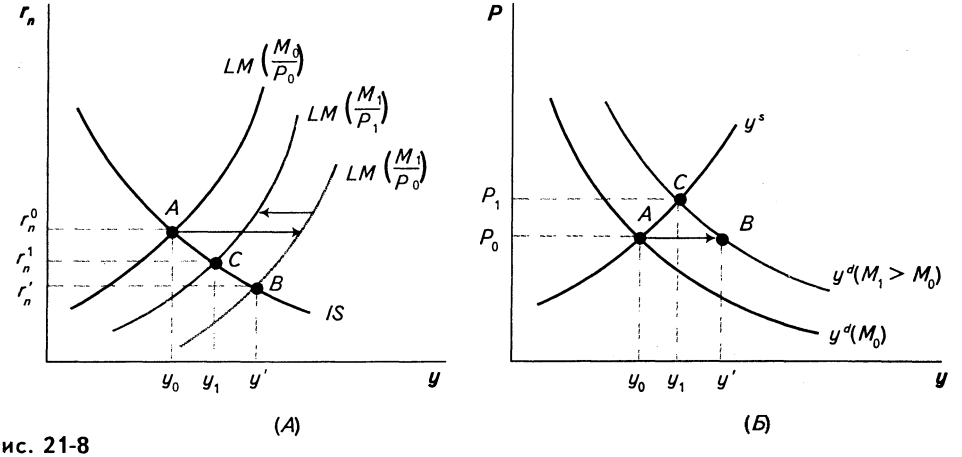


Рис. 21-8

Влияние увеличения номинальной денежной массы на цены и объем производства. Увеличение номинальной денежной массы приводит к эффекту ликвидности, который сдвигает кривую *LM* вниз (рис. *А*). Показатель роста реального дохода с y_0 до y' является величиной, на которую кривая совокупного спроса смещается вправо (рис. *Б*). Фирмы готовы повысить уровень реального производства на величину, большую y_0, при повышении цен. Повышение цен с P_0 до P_1 приводит к эффекту реальных денежных остатков, который смещает кривую *LM* вверх (рис. *А*), что приводит к падению реального дохода до равновесного уровня, y_1 (рис. *А* и *Б*).

Это приводит к сдвигу в обратном направлении вдоль новой кривой совокупного спроса и падению реального объема производства до уровня y_1, который является равновесным уровнем производства для обоих графиков (рис. 21-8).

В результате с увеличением номинальной денежной массы уровень цен повысится, что отражает вывод классической теории о том, что меры экспансионистской денежно-кредитной политики могут привести к инфляции. Увеличение номинальной денежной массы также приводит к росту реального объема производства. Инструменты денежно-кредитной политики не нейтральны в своем влиянии на экономику. Они вызывают изменения реального объема производства и соответственно численности занятых (при неизменности других факторов прирост объема производства не может быть получен без найма дополнительных работников).

ЭФФЕКТ ОТ БЮДЖЕТНО-НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ

Инструменты бюджетно-налоговой политики также оказывают влияние на равновесные цены и реальный объем производства в традиционной кейнсианской модели. Рассмотрим рис. 21-9, который показывает эффект от увеличения государственных расходов с g_0 до g_1. Процесс начинается с установления равновесного уровня цен P_0 и равновесного реального объема производства y_0 в точке *A* (рис. 21-9*Б*). Это означает равновесие в модели *IS-LM* в точке *A* (рис. 21-9*A*). Увеличение государственных расходов смещает кривую *IS* вправо (рис. 21-9*A*), и реальный доход растет до y' в точке *B*. Прирост реального дохода в модели *IS-LM* равен величине смещения графика совокупного спроса вправо из точки *A* в точку *B* (рис. 21-9*Б*).

На начальном ценовом уровне P_0 работники и фирмы не будут производить весь объем продукции, необходимой домашним хозяйствам, фирмам и государству, и тогда уровень цен поднимется до точки равновесия P_1, что проявляется в сдвиге точки *B* вверх вдоль кривой совокупного предложения (рис. 21-9*Б*) до точки *C*.

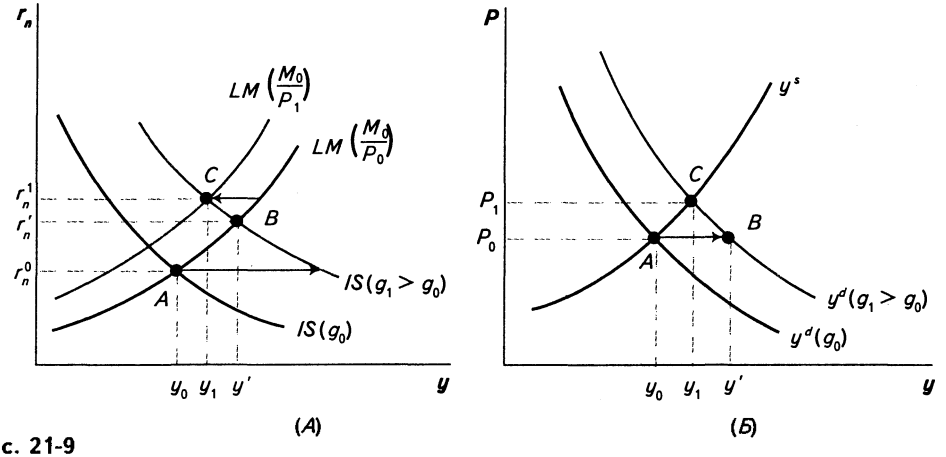


Рис. 21-9

Влияние увеличения государственных расходов на цены и объем производства. Увеличение реальных государственных расходов смещает кривую *IS* вправо (рис. *A*). Единовременный прирост реальных доходов с y_0 до y' является величиной, на которую кривая совокупного спроса смещается вправо (рис. *Б*). Фирмы готовы увеличить объем производства сверх величины y_0 только при повышении уровня цен. Повышение уровня цен с P_0 до P_1 приводит к эффекту реальных денежных остатков, который смещает кривую *LM* вверх (рис. *A*), что вызывает падение реальных доходов до равновесного уровня y_1 (рис. *A* и *Б*).

При росте уровня цен эффект реальных денежных остатков уменьшается, что приводит к сдвигу кривой *LM* влево (рис. 21-9*A*). Это соответствует смещению точки *B* вдоль новой кривой совокупного спроса (рис. 21-9*Б*) до точки *C*, соответствующей равновесному уровню реального производства (y_1).

Таким образом, увеличение реальных государственных расходов приводит к повышению равновесного реального объема производства и уровня цен. На самом деле любое увеличение чистых автономных расходов, вызванных, например, ростом автономных инвестиций, ростом автономных расходов или снижением налогов, приведет к таким же результатам. Напротив, уменьшение чистых совокупных автономных расходов, вызванное уменьшением государственных расходов или автономных инвестиций, снижением автономных расходов или увеличением налогов будет иметь эффект, противоположный эффекту, отображенному на рис. 21-9.

Денежно-кредитная политика в традиционной макроэкономической модели

Поскольку денежно-кредитная политика не является нейтральной в традиционной кейнсианской модели, то обычно кейнсианцы связывают меры экспансионистской или рестриктивной денежно-кредитной политики со стабилизацией реальных экономических условий. В самом деле, приблизительно каждую неделю в *Wall Street Journal* или других финансовых изданиях публикуются своего рода размышления о том, что будет делать ФРС, чтобы стабилизировать экономику в связи с предстоящими изменениями автономных инвестиций или автономных расходов. Публикации обычно касаются сроков изменения ожиданий потребителей и фирм.

Утверждение, что ФРС играет важную роль в стабилизации уровня занятости и реального производства, принадлежит кейнсианской теории. Классическая теория ограничивала функции денежно-кредитной политики стабилизацией цен. Традиционная кейнсианская теория пошла дальше, аргументируя возможность стабилизации уровня занятости и реальной экономической деятельности с помощью инструментов денежно-кредитной политики. В соответствии с кейнсианской теорией осуществление денежно-кредитной политики может привести к снижению уровня безработицы. Платой за это, как мы увидим в дальнейшем, будет рост инфляции.

КРИВАЯ ФИЛЛИПСА

Кейнсианская теория совокупного предложения предполагает обратную зависимость между инфляцией и безработицей. Чтобы лучше понять это, рассмотрим рис. 21-10. На рис. 21-10*А* представлена кривая совокупного предложения в кейнсианской модели при нескольких вариантах кривой совокупного спроса, на рис. 21-10*Б* — агрегатная производственная функция экономики, на рис. 21-10*В* уровень инфляции измеряется по оси ординат и уровень безработицы — по оси абсцисс.

Предположим, что совокупный спрос находится на очень низком уровне (y_0^d или y_1^d) (рис. 21-10*А*). Такие низкие уровни совокупного спроса могут появиться, когда автономное потребление и автономные инвестиции снижаются до весьма низких показателей. Отметим, что сдвиг кривой совокупного спроса с y_0^d до y_1^d приводит к незначительному увеличению цен с P_0 до P_1. Уровнем инфляции является пропорциональное изменение уровня цен за единицу времени, или $(\Delta P/P)/\Delta t$; для низких уровней совокупного спроса (ΔP) инфляция, таким образом, невелика. Обозначим этот низкий уровень инфляции $\dot{p}_0$. Так же справедливо, что объем производства, измеряемый на оси абсцисс графика, низок (рис. 21-10*А*). Для рис. 21-10*Б* это означает, что при низком уровне производства уровень занятости также является низким, что свидетельствует о наличии безработицы. Экономисты измеряют уровень безработицы как отношение численности незанятых (тех, кто хотел бы получить работу, но не может ее найти) к численности экономически активного населения (тех, кто может работать). Таким образом, это отношение (обозначим его u) достаточно велико. Обозначим средний уровень безработицы для низких уровней совокупного спроса как u_0. Теперь составим комбинацию ($\dot{p}_0$ и u_0) уровня инфляции и безработицы (рис. 21-10*В*).

Рассмотрим более высокие уровни совокупного спроса y_2^d и y_3^d (рис. 21-10*А*). Отметим, что рост совокупного спроса с y_2^d до y_3^d совпадает по величине с его ростом с y_0^d до y_1^d, но это приводит к повышению уровня цен и инфляции. Примем уровень инфляции, вызванный сдвигом цен (P_2 — P_3), за $\dot{p}_1$. При столь высоком уровне совокупного спроса экономика находится в состоянии равновесия по всей длине уча-

стка кривой совокупного спроса, характеризующегося самым большим наклоном. Закон убывающей предельной отдачи предполагает, что увеличение численности работников оказывает небольшое влияние на реальный объем производства. Это означает, что на рис. 21-10*Б* равновесию в экономике соответствует более пологий участок графика агрегатной производственной функции. Уровень занятости является высоким по всей длине этого участка графика, что означает низкий уровень безработицы. Обозначим средний уровень безработицы при высоком уровне производства как u_1. Теперь мы имеем другую комбинацию ($\dot{p}_1$ и u_1) уровня инфляции и безработицы (рис. 21-10*В*).

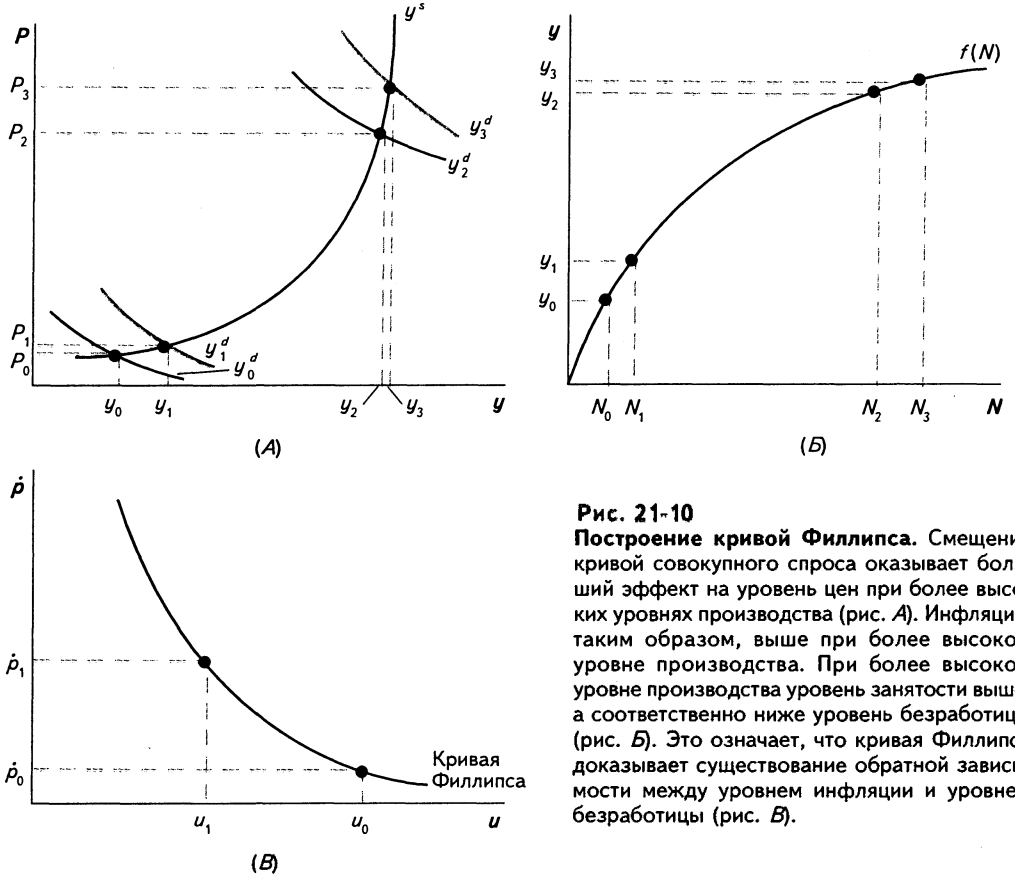


Рис. 21-10
Построение кривой Филлипса. Смещение кривой совокупного спроса оказывает больший эффект на уровень цен при более высоких уровнях производства (рис. *А*). Инфляция, таким образом, выше при более высоком уровне производства. При более высоком уровне производства уровень занятости выше, а соответственно ниже уровень безработицы (рис. *Б*). Это означает, что кривая Филлипса доказывает существование обратной зависимости между уровнем инфляции и уровнем безработицы (рис. *В*).

Мы можем продолжать так и дальше и получим траекторию из точек, составляющих вогнутую кривую, показанную на рис. 21-10*В*. Экономисты называют ее **кривой Филлипса** (*Phillips curve*) в честь ее создателя Э. У. Филлипса (Phillips). Э. У. Филлипс, в действительности, обработал данные по Великобритании, которые доказывали обратную зависимость между номинальной заработной платой и уровнем безработицы, но в настоящее время термин чаще используется для описания теоретической взаимозависимости между инфляцией и безработицей.

Так существует ли в действительности кривая Филлипса? Да, если говорить о прошлых периодах. На рис. 21-11 представлен график уровней инфляции и безработицы для США в 1961—1969 гг. Действительно, эта кривая очень похожа на кривую Филлипса, полученную на основе функции совокупного предложения в кейнсианской

модели (рис. 21-10). Как мы вскоре увидим, в последующие периоды построенные по этому принципу графики все меньше напоминали кривую Филлипса.

ВОЗМОЖНАЯ РОЛЬ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

В традиционной кейнсианской модели прослеживается обратная зависимость, представленная кривой Филлипса, между уровнем инфляции и безработицы, что определяет роль денежно-кредитной политики. Эта роль состоит в уменьшении уровня безработицы посредством увеличения совокупного спроса до необходимого уровня за счет экспансионистских мер денежно-кредитной политики (операции на открытом рынке, снижение учетной ставки или резервных требований). Указанная зависимость предопределяет также роль бюджетно-налоговой политики. Рост государственных расходов и сокращение налогов также приведут к увеличению совокупного спроса. При повышении совокупного спроса точка равновесия в экономике сдвигается вверх вдоль кривой Филлипса до более низкого или ожидаемого уровня безработицы (рис. 21-10). Ценой такой политики, появившейся в 1960-е годы (рис. 21-11), является высокий уровень инфляции.

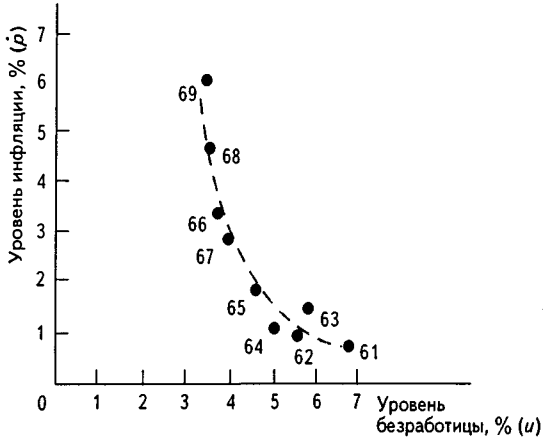


Рис. 21-11
Уровень инфляции и безработицы в США в 1961—1969 гг. В 1960-е годы в соответствии с традиционной кейнсианской моделью четко прослеживалась кривая Филлипса, имеющая отрицательный наклон.

Большинство теоретиков кейнсианства полагают, что высокая инфляция является приемлемой платой за снижение безработицы. Например, известный экономист кейнсианского направления Джоан Робинсон (Robinson, 1903—1983) как-то сказала: «Безработица — это упрек демократическому правительству». Такое суждение является субъективным.

Для тех, кто придерживался такой точки зрения, опыт 1960-х годов показал работоспособность кейнсианской модели и оправдал политику, которая повышала уровень инфляции, когда регулирующие органы, проводившие эту политику, считали, что уровень безработицы слишком высок.

Смесь классической и традиционной кейнсианской моделей: монетаризм

1960-е годы явились расцветом базовой версии традиционной кейнсианской модели. Это были времена, когда экономисты получили признание как «точные настройщики» экономики. Образно говоря, кривая Филлипса, предложенная традиционной кейнсианской моделью, свидетельствовала, что органы власти могут указать экономистам необходимый уровень безработицы. Экономисты в свою очередь смогут рассчитать необходимый для достижения этого уровень инфляции. Естественно, все понимали, что нуле-

вой уровень безработицы не достижим, поскольку даже при полной занятости имеются люди, которые меняют место работы. Тем не менее низкий уровень безработицы был целью государственной политики, и органы, разрабатывающие бюджетно-налоговую и денежно-кредитную политику, ориентировали свои действия на достижение этой цели.

Несмотря на видимый успех, достигнутый в области снижения безработицы в 1960-е годы, некоторые экономисты, известные как **монетаристы** (*monetarists*), не были уверены, что традиционная кейнсианская модель и кривая Филлипса являлись подходящими ориентирами для экономики. Эта группа экономистов включает таких ученых, как Милтон Фридмен (Friedman), Карл Брюннер (Brunner) и Аллан Мелцер (Meltzer), которые доказывали, что кривая Филлипса являет собой пример нестабильной взаимозависимости. Более того, эти экономисты утверждали, что инструменты бюджетно-налоговой политики оказывают несущественное влияние на экономику, тогда как меры денежно-кредитной политики имеют четко выраженный эффект. Вследствие последнего утверждения они получили название «монетаристы».

Конец кривой Филлипса?

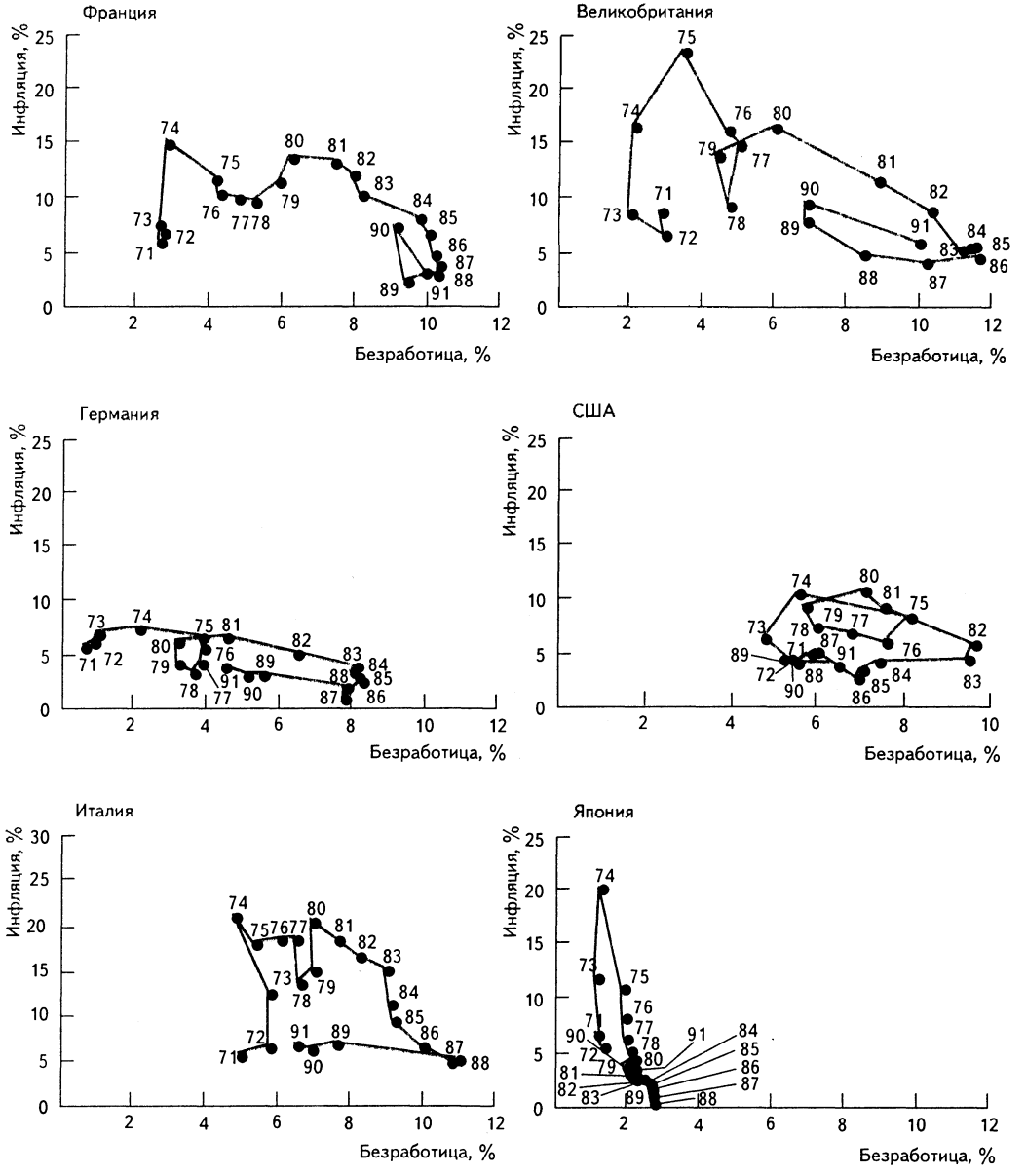
Америка не является единственной страной, в которой кривая Филлипса не отражала действительность в 1970—80-е годы. Все страны прошли через это. Очевидное расстройство механизма кейнсианского регулирования экономики имело место не только в США.

Графики на следующей странице показывают реальные уровни инфляции и безработицы в 1970—80-е годы в Германии, Великобритании, Японии, Франции, Италии и США. Очевидный вывод, к которому можно прийти, глядя на эти графики, — это то, что зависимость между уровнем инфляции и безработицы различна в данных странах. Например, когда безработица или инфляция поочередно то возрастала, то убывала в соответствии с экономическим циклом в США, безработица во Франции увеличивалась независимо от изменения инфляции (хотя Франция испытала значительное снижение инфляции за последнее время). Безработица росла с небольшими вариациями во всех европейских странах в 1970—80-е годы. Инфляция снижалась.

Весьма интересен в этом отношении опыт Японии. В 1970—80-е годы для японской экономики кривая Филлипса имела небольшой отрицательный наклон, но характеризовалась значительной крутизной. Существенные изменения инфляции оказывали небольшое влияние на безработицу. Германия, напротив, имела значительные колебания безработицы без заметных изменений инфляции. Италия, Франция и в особенности Великобритания стали свидетелями значительных колебаний инфляции и безработицы. Не было ни одной одинаковой ситуации, опыт всех стран был различен.

В 1970-е и частично в 1980-е годы в Европе и США не существовало четкой зависимости между безработицей и инфляцией. Многие экономисты считали, что нарушение механизма кривой Филлипса в Европе и США свидетельствовало о том, что кривая Филлипса не может более служить ориентиром экономической политики. Они утверждали, что она никогда не была хорошим инструментом моделирования японской экономики. Эти экономисты, большинство из которых были монетаристами, утверждали, что на самом деле не существовало стабильной кривой Филлипса, на которую можно было бы положиться.

Другие экономисты указывали на то, что в отдельные периоды времени поведение кривой Филлипса было достаточно стабильным. Например, в Италии, Франции и Великобритании наблюдалась достаточно четкая зависимость между инфляцией и безработицей, описываемая имеющей отрицательный наклон кривой Филлипса, на протяжении большей части 1980-х годов. В Японии несмотря на то, что зависимость между инфляцией и безработицей была слабой, она все равно проявлялась, как это было предсказано традиционной кейнсианской теорией. Эти экономисты пришли к заключению, что единственный случай поведения кривой Филлипса, требующий особого внимания и не поддающийся каким-либо объяснениям, — это опыт американской экономики.



Уровни инфляции и безработицы в США, Японии и отдельных странах Европы, 1971—1991 гг.

Большинство экономистов не были согласны с точкой зрения монетаристов в 1960-е годы, поскольку, как показывает рис. 21-11, традиционная кейнсианская теория впол-

не удовлетворяла все запросы, хотя в 1970-е годы весь мир практически расстался с прогнозированием на основе использования традиционной кейнсианской модели. Рисунок 21-12 показывает, что зависимость, описываемая кривой Филлипса, была полностью нарушена.

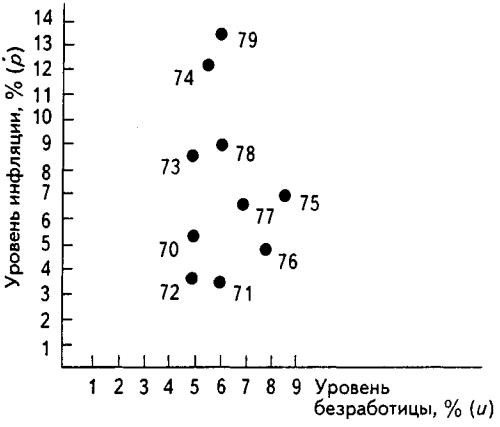


Рис. 21-12
Уровень инфляции и безработицы в США, 1970—1979 гг. В 1970-е годы не наблюдалось зависимости, отображаемой кривой Филлипса. Традиционная кейнсианская модель не могла объяснить этого.

Обратной зависимости между инфляцией и безработицей в 1970-е годы не существовало. Этот факт заставил прежде несогласных экономистов обратить пристальное внимание на теорию монетаристов, даже если не всем эта теория казалась правильной.

Другим фактором, подтверждающим точку зрения монетаристов, была все возрастающая очевидность того, что инструменты бюджетно-налоговой политики имели большее влияние на экономику, чем то предсказывала традиционная кейнсианская модель. Поскольку монетаристы также осуществляли такого рода прогнозирование, то профессией экономиста стало наблюдение. Как мы увидим в дальнейшем, точка зрения монетаристов по проблеме функционирования экономики не отвергала все положения традиционной кейнсианской теории, но заставила многих экономистов кейнсианского направления относиться менее буквально к теории Дж. М. Кейнса.

КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ТЕОРИЯ ДЕНЕГ

Монетаристы не отрицали теории Дж. М. Кейнса. Один из видных экономистов этого направления Милтон Фридмен как-то сказал[1]:

> «Я уверен, что теория Кейнса является правильной теорией при своей доступности и концентрации на немногих ключевых вопросах, при ее потенциальных возможностях. Я был вынужден отрицать ее не с этих позиций, а вследствие того, что я уверен, что она противоречит очевидному: ее предсказания не подтвердились реальным опытом. Эта неудача не изолировала "реальные" ключевые факторы краткосрочных экономических изменений.
>
> ...Перечитывая "Общую теорию" [Кейнса], я еще раз вспоминаю о том, каким великим экономистом был Кейнс и насколько мне ближе его подход и его цели в отличие от подхода и целей его сторонников».

Монетаристы утверждают, что последователи Дж. М. Кейнса неправильно интерпретируют его взгляды на детерминанты реальной экономической активности и на относительную важность различных факторов, которые влияют на экономику.

---

[1] Цитировано по: *Gordon Robert* (ed.), Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics. — Chicago: University of Chicago Press, 1974, p. 134.

Ключевым детерминантом номинального национального дохода, согласно монетаристам, является номинальная денежная масса. Причиной для такого вывода явилась уверенность монетаристов в том, что количественная теория денег, как показано в кембриджском уравнении ($M^d = kY$), является реальным отражением экономического поведения. В то время как М. Фридмен и остальные монетаристы поняли, что коэффициент k в кембриджском уравнении может варьироваться при изменении ставки процента вследствие спекулятивного мотива хранения денег, они не осознали, что спекулятивный мотив является эмпирически важным детерминантом поведения спроса на деньги.

Таким образом, монетаристы понимали, что классическая теория совокупного спроса объективно отражает процесс функционирования экономики. Поэтому они, как и Ирвинг Фишер, согласны с ролью коэффициента k в кембриджском уравнении и с мнением, что скорость обращения денег в кругообороте доходов является постоянной или, по крайней мере, прогнозируемой величиной. Как мы видели в главе 18, если сделать такое допущение, то совокупный спрос на товары и услуги целиком зависит от номинальной денежной массы.

МОНЕТАРИСТСКАЯ ТЕОРИЯ СОВОКУПНОГО СПРОСА

Мы можем рассматривать монетаристскую теорию совокупного спроса как более узкий вариант кейнсианской модели (рис. 21-13). На рис. 21-13*А* кривая *LM* расположена почти вертикально, т. е. спрос на деньги неэластичен по проценту. Кривая *IS* очень пологая, поскольку ожидаемые инвестиции эластичны по проценту. Левосторонний сдвиг кривой *LM*, вызванный увеличением уровня цен — эффект реальных денежных остатков, — приводит к сдвигу вниз точки равновесия реального дохода (y_1) и смещению графика (рис. 21-13*Б*) совокупного спроса. Но, как уже отмечалось в данной главе, если кривая *LM* почти вертикальна, а кривая *IS* почти горизонтальна, то главным определителем положения кривой совокупного спроса будет номинальная денежная масса. Таким образом, главным детерминантом положения кривой совокупного спроса является номинальная денежная масса M_0.

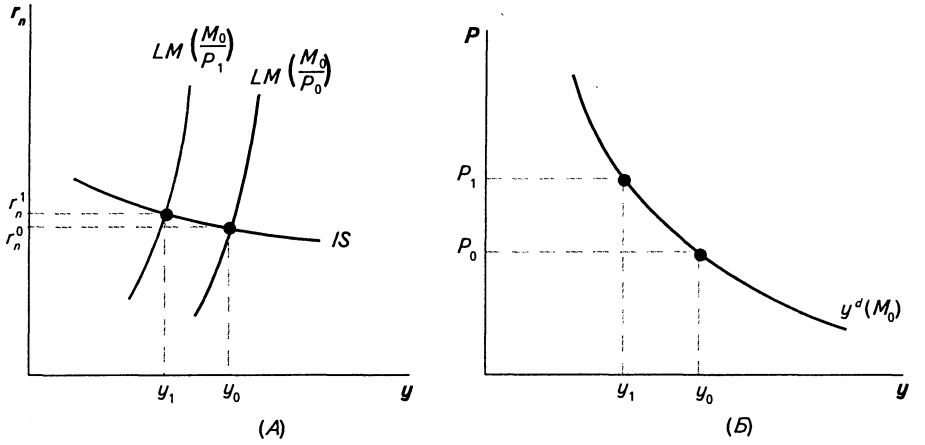


Рис. 21-13

Монетаристская версия модели *IS-LM* и графика совокупного спроса. Согласно монетаристской концепции, ожидаемые инвестиции эластичны по проценту и спрос на деньги неэластичен по проценту. Таким образом, кривая *IS* будет пологой, а кривая *LM* — вертикальной (рис. *А*). Это предполагает, что главным детерминантом равновесного реального дохода будет номинальная денежная масса, и как результат номинальная денежная масса является главным фактором, влияющим на положение кривой совокупного спроса (рис. *Б*).

Денежно-кредитная политика в краткосрочном и долгосрочном периодах

Утверждение, что номинальная денежная масса является главным детерминантом совокупного спроса, является ключевым вопросом, разделяющим монетаристов и сторонников традиционной кейнсианской теории. Другим важным различием между ними является их точка зрения на краткосрочное и долгосрочное равновесие в экономике. Как уже отмечалось в одной из глав части V, Дж. М. Кейнс критиковал экономистов классической школы, делающих особый акцент на долгосрочных корректировках экономики. Дж. М. Кейнс выразил точку зрения о переоценке экономистами-классиками значения долгосрочного периода в своем широко известном изречении: «В долгосрочный период мы все умрем».

Милтон Фридмен и другие монетаристы заявляли, что Дж. М. Кейнс переоценил значение краткосрочного периода. Их подход и трактовка основных положений теории Дж. М. Кейнса подчеркивали тот факт, что краткосрочное равновесие может отличаться от долгосрочного. И именно последнее является наиболее важным, по их мнению, что отвечает классической теории, хотя монетаристы основываются на традиционной кейнсианской теории для подтверждения своих выводов.

ЕСТЕСТВЕННЫЙ УРОВЕНЬ БЕЗРАБОТИЦЫ И ДОЛГОСРОЧНАЯ КРИВАЯ ФИЛЛИПСА

Отправной точкой дискуссии для монетаристов является определение долгосрочного периода. Они определяли его как достаточный период времени, за который работники получат всю необходимую им информацию о действительном развитии событий в экономике, так что их ценовые и инфляционные ожидания будут соответствовать фактическим ценам и уровню инфляции. В долгосрочном периоде работники располагают полной информацией. Монетаристы не утверждали, что равновесие в экономике всегда достигается в долгосрочном периоде. Они говорили, что экономика стремится к равновесию, хотя полной информированности не может быть в краткосрочный период.

Естественный уровень безработицы Если экономика находится в состоянии равновесия при наличии полной информации, когда ожидаемые цены равны фактическим ценам и ожидаемая инфляция равна фактической инфляции, то монетаристы утверждают, что экономика приближается к **естественному уровню занятости** (*natural level of employment*). Этот уровень занятости, предсказанный классической моделью, характеризуется наличием полной информации у работников об уровне цен и их изменениях и, таким образом, о реальной заработной плате и ее изменениях с течением времени. Это такой уровень занятости, при котором графики спроса на труд и его предложения пересекаются, как в классической модели. Возможны различные вариации этого уровня занятости вследствие временной безработицы, когда работники переходят с одной работы на другую. В среднем уровень безработицы будет на достаточно низком уровне в долгосрочный период, что называется **естественным уровнем безработицы** (*natural rate of unemployment*).

Рисунок 21-14 иллюстрирует точку зрения монетаристов. Последние считали, что в общем номинальная заработная плата отличается гибкостью, при этом спрос на труд и предложение определяют равновесный уровень номинальной заработной платы (рис. 21-14*А*). В долгосрочном периоде при полной информированности ожидаемые уровни реальных цен и инфляции равны. Таким образом, уровень P^e соответствует фактическому уровню цен P_0 при полной информированности, а естественный уровень занятости (N_0) определяется пересечением кривой спроса на труд при данном факти-

ческом уровне цен ($MP_n \times P_0$) и кривой предложения труда [$N^s(P^e = P_0)$]. При данном естественном уровне занятости **естественный уровень производства** (*natural level of output*) равен y_0 (рис. 21-14*Б*).

Краткосрочный и долгосрочный периоды Монетаристы утверждали, что в **краткосрочном периоде** (*short run*) допущение традиционной кейнсианской теории, что работники обладают полной информацией об общем уровне цен и ценовых изменениях, вполне корректно. Например, если уровень цен поднялся с P_0 до P_1, то спрос на труд возрастет (рис. 21-14*А*). Поскольку работники не ощутили это изменение цен, но увидели увеличение номинальной заработной платы, то они примут это увеличение за рост реальной заработной платы и предложат больший объем трудовых услуг. Уровень занятости повысится до N_1 (выше естественного уровня занятости), а уровень производства будет равен y_1 (рис. 21-14*Б*).

И наоборот, падение уровня цен до P_2 вызовет сокращение спроса на труд до $MP_n \times P_2$ и в краткосрочном периоде приведет к снижению уровня занятости и производства соответственно до N_2 и y_2 ниже их естественного уровня. Три комбинации реального объема производства и уровня цен (y_0 и P_0, y_1 и P_1, y_2 и P_2) лежат на имеющей положительный наклон кривой совокупного предложения в кейнсианской модели (рис. 21-14*В*). Но согласно теории монетаристов, это будет краткосрочная кривая совокупного предложения. В долгосрочный период, когда информация становится доступной, экономика характеризуется естественным уровнем производства (y_0). Это происходит, поскольку если большая информация будет доступна работникам, то они пересмотрят свое поведение на рынке труда, что приведет к возврату к естественному уровню занятости и производства.

Таким образом, кривая совокупного предложения в условиях полной информированности вертикальна (рис. 21-14*В*) при естественном уровне производства. Как кривая совокупного предложения в классической модели эта кривая расположена вертикально потому, что в точках, отвечающих комбинациям реального уровня производства и цен, заработная плата отличается гибкостью и работники располагают полным объемом информации.

В краткосрочный период полный объем информации не доступен, достижение равновесия в экономике может сместить кривую совокупного предложения при полной информированности экономических агентов до точек вдоль краткосрочной кривой предложения. Сдвиги вверх или вниз вдоль краткосрочной кривой совокупного предложения будут краткосрочными, согласно концепции монетаристов; они будут продолжаться до тех пор, пока информация об уровне цен и инфляции будет неполной.

Долгосрочная кривая Филлипса На рис. 21-14*Г* представлена кривая Филлипса в долгосрочный и краткосрочный периоды, кривая совокупного предложения при полной информированности экономических агентов показана на рис. 21-14*В*. Если работники имеют полную информацию в достаточно длительный временной период, тогда экономика будет характеризоваться естественным уровнем производства (y_0). Это предполагает, что равновесие в экономике будет соответствовать естественному уровню безработицы, обозначенному u_0. При таком уровне безработицы, на котором ожидаемая инфляция равна фактической инфляции, долгосрочная кривая Филлипса (*LRPC*) будет вертикальной. Краткосрочному периоду, когда работники обладают неполной информацией, будет соответствовать краткосрочная кривая Филлипса (*SRPC*) в традиционной кейнсианской модели. График экономической активности может смещаться вверх или вниз, только когда кривая Филлипса будет соответственно смещаться вверх или вниз, что, в свою очередь, происходит только в краткосрочный период, когда работники располагают неполной информацией.

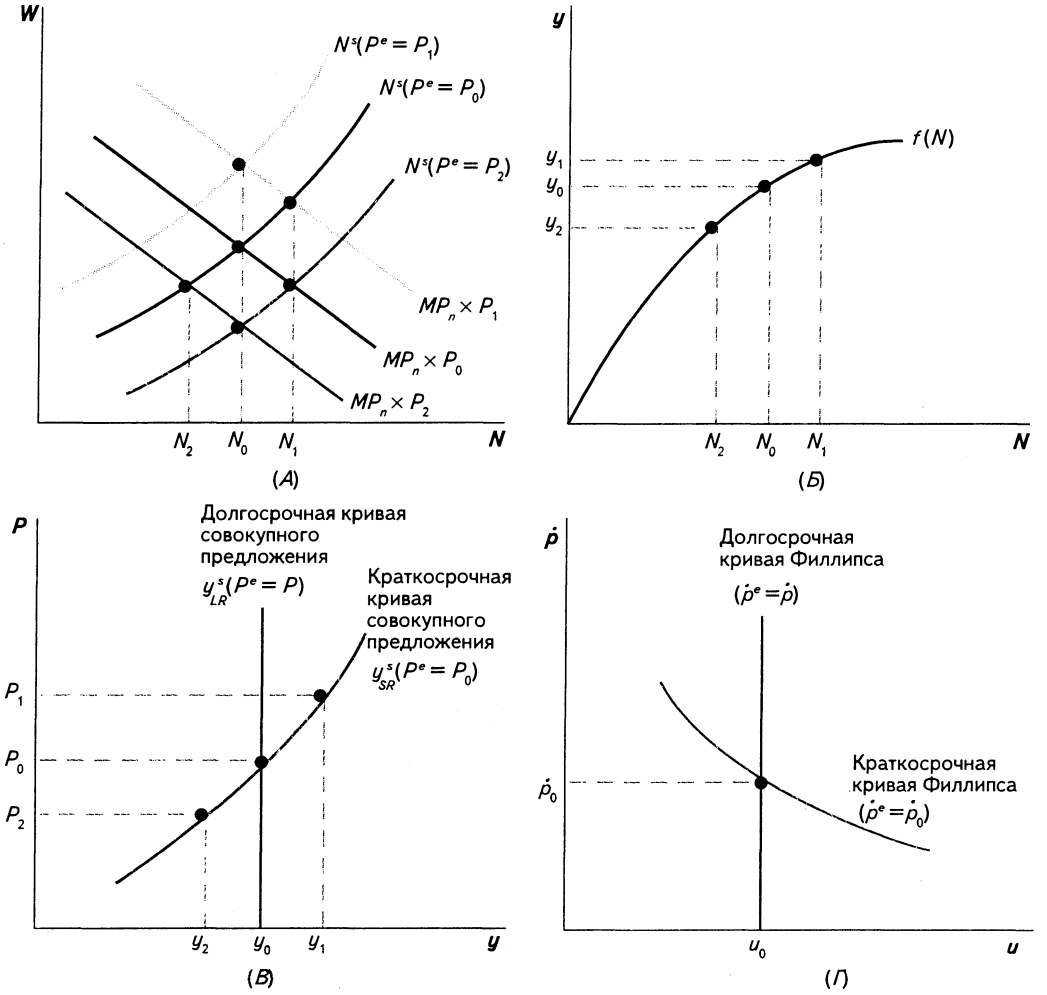


Рис. 21-14

Долгосрочная кривая совокупного предложения в условиях полной информированности работников и долгосрочная кривая Филлипса. Если ценовые и инфляционные ожидания постоянны, то увеличение или снижение уровня цен приведет к изменению уровня занятости (рис. *А*), что вызовет изменение объема производства (рис. *Б*) и уровня безработицы. Таким образом, при фиксированных ценовых и инфляционных ожиданиях краткосрочная кривая совокупного предложения имеет положительный наклон (рис. *В*) и краткосрочная кривая Филлипса имеет отрицательный наклон (рис. *Г*). Если доступна полная информация о ценах и инфляции, то равновесный уровень занятости, безработицы и производства не меняется при изменении уровня цен. Долгосрочная кривая совокупного предложения и долгосрочная кривая Филлипса вертикальны при естественном уровне производства (y_0) и безработицы (u_0).

ТЕОРИИ СТАГФЛЯЦИИ

Какова длительность краткосрочного периода, в котором работники обладают неполной информацией? Какова величина естественного уровня безработицы? Очевидно, что это очень важные вопросы. К сожалению, ответы не всегда также очевидны. Тем не менее даже многие экономисты кейнсианского направления рассматривают монетаристское уточнение традиционной кейнсианской теории как объяснение того, почему

экономика может испытывать **стагфляцию** (*stagflation*) — одновременно высокий уровень безработицы и инфляции.

Теория стагфляции, обусловленной ростом издержек Предположим, что естественный уровень безработицы в экономике равен u_0 (что соответствует, например, 4,5%). Это тот уровень безработицы, при котором кривая Филлипса будет вертикальной (рис. 21-15*Б*). При таком уровне безработицы равновесие экономики будет предполагать естественный уровень производства y_0 (рис. 21-15*А*) и будет описано кривой совокупного предложения при полной информированности экономических агентов. Если текущий уровень цен равен P_0 и текущий уровень инфляции равен $\dot{p}_0$, то краткосрочная кривая совокупного предложения (y_0^s) и кривые Филлипса ($SRPC_0$) пересекутся с долгосрочными кривыми совокупного предложения в точках с ординатами P_0 и $\dot{p}_0$ соответственно. Мы обозначили точкой *E* этот начальный уровень равновесия.

Предположим, что по какой-либо причине наблюдается снижение производственных возможностей так, что обе кривые совокупного предложения, краткосрочная и долгосрочная, сдвигаются влево до y_1^s и $y_{LR,1}^s$ (рис. 21-15*А*). Мы знаем, что получили кривую Филлипса из краткосрочной кривой совокупного предложения, в то время как долгосрочная кривая Филлипса относится к долгосрочной кривой совокупного предложения. Таким образом, если кривая предложения сместится влево, то долгосрочная и краткосрочная кривые Филлипса должны сместиться вправо до $SRPC_1$ и $LRPC_1$. Величина смещения для каждого набора кривых представлена расстоянием ($E - A$) на обоих рисунках. В краткосрочный период для данного уровня совокупного спроса реальный объем производства снизится, безработица возрастет и уровень цен и инфляции повысится. Краткосрочное равновесное положение экономики будет в точках *B* на обоих рисунках.

Чем можно объяснить такое уменьшение производственных возможностей и краткосрочные эффекты? Напомним, что положение кривой совокупного предложения зависит от большого количества факторов, включая такие факторы, влияющие на предложение, как уровень техники, капитализация экономики, доступность экономических ресурсов и цены на них. В качестве такого фактора, который может привести к смещению кривой совокупного предложения вверх и влево, как показано в нашем примере, например, может быть резкое повышение относительных цен (т. е. реальных, скорректированных на текущий уровень цен) на энергоносители, как это произошло во время кризиса и войны в Персидском заливе в 1990—1991 гг. Эти события привели к повышению уровня цен и усилению инфляции. В краткосрочный период реальный объем производства снижается и безработица возрастает.

Точки *B* на рис. 21-15 не могут быть точками долгосрочного равновесия экономики, поскольку равновесный уровень экономики до сих пор находится выше естественного уровня производства y_1 (рис. 21-15*А*) и ниже соответствующего нового естественного уровня безработицы u_1 (рис. 21-15*Б*). Долгосрочная корректировка установившегося равновесия происходит тогда, когда информация о более высоких ценах и инфляции становится доступной. Это вызывает повышение ценовых и инфляционных ожиданий работников и, таким образом, снижение их представлений об уровне реальной заработной платы. В таком случае это приводит к последующему левостороннему смещению краткосрочной кривой совокупного предложения и соответствующему смещению краткосрочной кривой Филлипса. Окончательное долгосрочное равновесие в экономике достигается в точках *E*'.

Согласно точке зрения монетаристов, естественный уровень производства постоянно снижается вслед за уменьшением производственных возможностей. Единственный путь для восстановления равновесия будет возможен, когда причина резкого повыше-

ния цен на энергоносители (как политический кризис и война в Персидском заливе в 1990—1991 гг.) перестает существовать, что приводит к падению цен до предыдущего уровня. Тогда краткосрочная и долгосрочная кривые совокупного предложения вернутся в положение, соответствующее естественному уровню производства, а уровень цен и инфляции снизится.

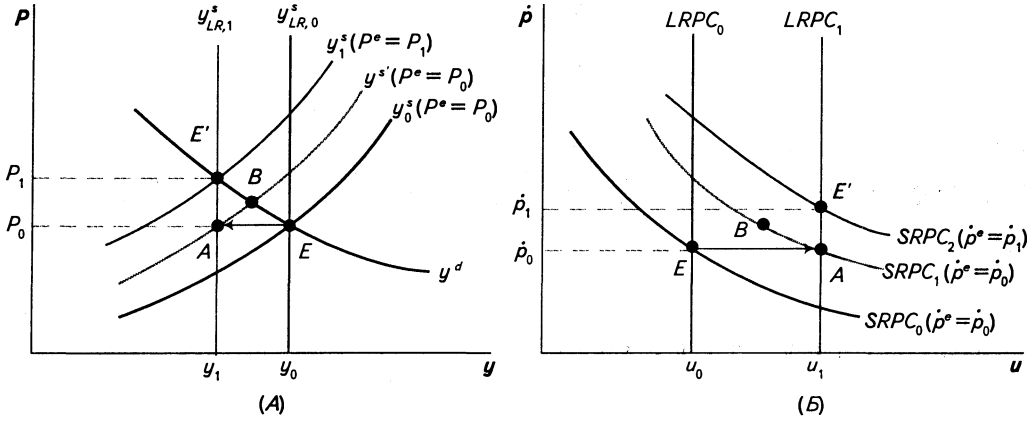


Рис. 21-15

Теория стагфляции, обусловленной ростом издержек. Если наблюдается рост реальных издержек фирм, производящих товары и услуги, то кривые краткосрочного и долгосрочного совокупного предложения сдвигаются влево на расстояние *А* — *Е* (рис. *А*). В краткосрочный период реальный объем производства снижается до уровня в точке *В*. На рис. *Б* имеет место правостороннее смещение краткосрочной и долгосрочной кривых Филлипса на величину *А* — *Е*. В краткосрочный период увеличивается безработица и инфляция.

В долгосрочный период ценовые ожидания корректируются в соответствии с более высоким уровнем цен и краткосрочная кривая совокупного предложения смещается дальше влево до установления долгосрочного равновесия в точке *Е*' (рис. *А*). Производство находится на новом, более низком естественном уровне. Поскольку инфляционные ожидания увеличиваются вместе с долгосрочными представлениями о более высоком уровне инфляции и цен, то краткосрочная кривая Филлипса смещается дальше вправо до достижения долгосрочного равновесия в точке *Е*' (рис. *Б*). Безработица находится на новом, более высоком уровне.

Экономисты иногда называют теорию краткосрочной стагфляции, вызванной такими факторами, как более высокие затраты на энергоносители, **теорией стагфляции, обусловленной ростом издержек** (*cost-push theory of stagflation*). Согласно этой теории, более высокие издержки на факторы производства вызывают падение совокупного предложения. Цены и инфляция увеличиваются одновременно с падением реального объема производства и увеличением безработицы.

Теория стагфляции, обусловленной спросом Монетаристы полагали, что стагфляция может быть результатом длительного увеличения совокупного спроса, вызванного продолжающимся ростом номинальной денежной массы. Рассмотрим рис. 21-16. Если экономика находится в состоянии равновесия при естественном уровне безработицы и инфляции (y_0 и u_0) в точке *Е* (рис. 21-16*А* и 21-16*Б*), тогда сохраняемое увеличение номинальной денежной массы приведет к смещению кривой совокупного спроса. В краткосрочный период уровень цен поднимется с P_0 до P', поскольку экономика переходит в новую точку краткосрочного равновесия на товарном рынке, что иллюстрируется движением вдоль краткосрочной кривой совокупного предложения до точки *А* (рис. 21-16*А*). В этой точке реальный уровень производства будет выше естественного уровня y'. Будет наблюдаться соответствующее смещение вверх вдоль кратко-

срочной кривой Филлипса ($SRPC_0$) до более низкого уровня безработицы u_0 в точке A, а уровень инфляции в краткосрочный период поднимется с $\dot{p}_0$ до $\dot{p}_1$.

Если в долгосрочный период работники видят более высокие цены и инфляцию, то они поймут, что эти изменения уменьшили их реальную заработную плату. Они уменьшат предложение трудовых услуг. Это приведет к левостороннему смещению краткосрочной кривой совокупного предложения до $y^s(P^e = P_1)$. Краткосрочная кривая Филлипса сместится в положение $SRPC_1(\dot{p}^e = \dot{p}_1)$.

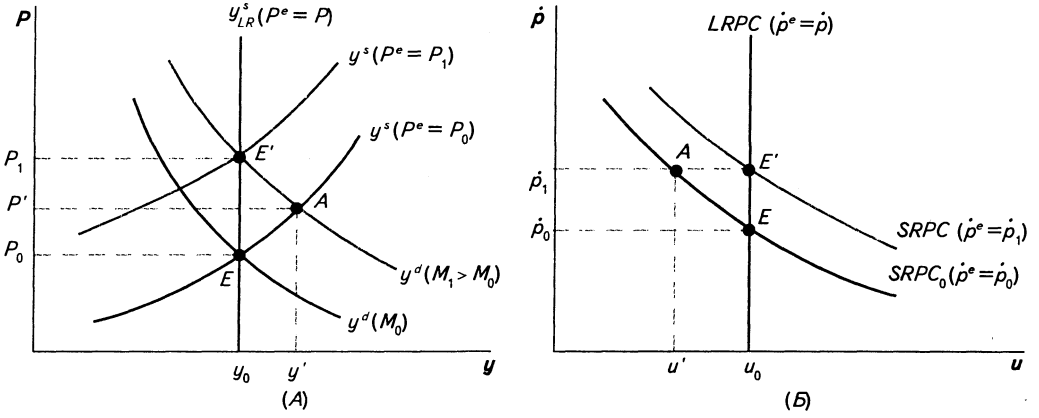


Рис. 21-16

Теория стагфляции, обусловленной спросом. Если номинальная денежная масса увеличивается, то кривая совокупного спроса сместится влево, что вызовет повышение уровня цен и краткосрочное увеличение реального объема производства в точке *A* (рис. *А*). Инфляция и безработица в краткосрочный период снизятся до точки *A* (рис. *Б*).

В долгосрочный период работники видят увеличение цен и инфляции, и краткосрочная кривая совокупного предложения смещается влево, поскольку ценовые и инфляционные ожидания работников возросли. Реальный объем производства снижается до естественного уровня (y_0) в точке долгосрочного равновесия E' (рис. *А*). При возрастании инфляционных ожиданий в долгосрочный период краткосрочная кривая Филлипса также смещается вправо и экономика достигает долгосрочного равновесия при естественном уровне безработицы u_0 (рис. *Б*). Во время этих долгосрочных изменений реальный объем производства падает и увеличивается безработица наряду с ростом цен и инфляции. Во время таких изменений наблюдается стагфляция.

Реальный объем производства падает и безработица возрастает до тех пор, пока экономика не достигнет нового долгосрочного равновесия в точках E' (рис. 21-16*А* и 21-16*Б*).

Отметим, что во время этих долгосрочных изменений будет наблюдаться увеличение уровня цен и инфляции при снижении уровня реального производства и росте безработицы. Во время изменения ценовых и инфляционных ожиданий мы будем наблюдать стагфляцию.

Данная теория названа **теорией стагфляции, обусловленной спросом** (*demand-pull theory of stagflation*). Согласно этой теории (которая является естественным продолжением монетаристской теории различий в эффективности долгосрочной и краткосрочной экспансионистской денежно-кредитной политики), регулирующие органы, которые стимулируют совокупный спрос (напомним, что монетаристы полагают, что лишь номинальная денежная масса оказывает воздействие на совокупный спрос), достигают в лучшем случае краткосрочного реального эффекта. Длительное увеличение номинальной денежной массы может вызвать рост реального объема производства

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Монетаризм и политические циклы деловой активности

Иногда экономисты называют анализ вертикальной долгосрочной кривой Филлипса, проведенный монетаристами, «теорией естественного уровня». Причина этому — то, что данная теория предполагает наличие естественного уровня безработицы. Тем не менее если такой уровень безработицы, к которому экономика стремится в долгосрочном периоде, существует на самом деле, то политики имеют ограниченные возможности повлиять на объем производства и уровень безработицы.

Однако большинство органов власти в демократических странах — либо выборные, либо назначаемые политиками, победившими на выборах. Многие обозреватели утверждают, что большинство политиков пытаются повлиять на экономическую активность в надежде достичь каких-либо политических целей, если экономика будет испытывать подъем (высокий уровень производства и низкий уровень безработицы). Монетаристская теория естественного уровня предполагает, что в лучшем случае политики могут достичь краткосрочных политических целей из такого состояния экономики. Тем не менее краткосрочный экономический подъем, который в итоге оборачивается дополнительными голосами для соответствующих политиков, может привести к повторной победе этих лиц на новых выборах.

Если предположение, что политики стараются повлиять на макроэкономическое поведение для собственной выгоды, верно, то одним из детерминантов краткосрочной динамики цен, реального объема производства, уровня безработицы и уровня цен будет продолжительность периода, на который выбран политик, или «выборный цикл». Гипотеза, что циклы экономической активности зависят от политических циклов, получила название теории политических циклов деловой активности. Эта теория является предметом изучения как для экономистов, так и для политологов.

Одним из аспектов этой теории, вызывающим особый интерес монетаристов, является возможность политического воздействия на ФРС. В последние два десятилетия было проведено серьезное экономическое исследование, приводит ли ФРС к временным увеличениям номинальной денежной массы для достижения краткосрочного прироста объема производства и увеличения уровня занятости непосредственно перед выборами президента страны. Окончательный вывод по этому вопросу еще не сделан. Тем не менее есть факты, подтверждающие, что деятельность некоторых председателей ФРС, например Артура Бернса во время нахождения у власти Ричарда Никсона, носила политическую окраску.

Если ФРС проводит политику, мотивированную какими-то политическими соображениями, тогда теория политических деловых циклов может предложить частичное объяснение тенденции, наблюдавшейся в XX в., к тому, что многие демократические страны переживают непрерывную инфляцию. Время пребывания у власти колеблется в таких государствах от 2 до 6 лет. Таким образом, теория политических циклов деловой активности предполагает, что каждые 2—6 лет центральные банки побуждаются к увеличению номинальной денежной массы для достижения краткосрочного экономического подъема. Для снижения номинальной денежной массы после выборов не нужно никакого воздействия, поскольку политики и центральные банки позволяют экономике восстанавливаться до естественного уровня занятости и производства самостоятельно. Таким образом, номинальная денежная масса в этих странах, в соответствии с теорией политических деловых циклов, будет стремиться к увеличению со временем, приводя к усилению инфляции в экономике. Таким образом, эта теория объясняет такое явление, как инфляция.

и снижение безработицы в краткосрочный период, но не может привести к каким-либо реальным долгосрочным эффектам. Поскольку информация становится доступной и формируются новые ожидания, экономика возвращается к естественному уровню реального производства и безработицы.

Итак, опять возвращаемся к ключевым вопросам. Во-первых, насколько продолжителен долгосрочный период? Согласно монетаристской теории, долгосрочный период является периодом, в который информация становится доступной и формируются новые ценовые и инфляционные ожидания. Это не очень точный ответ, но здесь трудно добиться большей точности. Как мы увидим в следующей главе, часть современных экономистов, которые в большей степени следуют классическим канонам учения монетаристов, полагают, что долгосрочный период — очень короткий, если работники формируют быстро меняющиеся рациональные ожидания. Другие современные экономисты, следующие кейнсианским традициями, полагают, что долгосрочный период определяется краткосрочным поведением работников и фирм. В следующих двух главах мы приведем новейшие взгляды монетаристов и более детально рассмотрим точку зрения кейнсианцев.

Краткое содержание

1. В традиционной кейнсианской модели кривая совокупного спроса является траекторией всех точек, соответствующих комбинациям реального дохода и уровня цен, для которых установлено равновесие реального дохода и денежного рынка.
2. В традиционной кейнсианской теории существуют несколько детерминантов уровня совокупного спроса, а именно: номинальная денежная масса, государственные расходы, чистые реальные налоги, автономные расходы и инвестиции.
3. Эффективность воздействия денежно-кредитной политики на уровень совокупного спроса зависит от стабильности передаточного механизма денежно-кредитной политики в кейнсианской модели.
4. Эффективность воздействия бюджетно-налоговой политики на уровень совокупного спроса зависит от масштаба эффекта вытеснения, который не является полным в кейнсианской модели.
5. Возможным объяснением положительного наклона кривой совокупного предложения в кейнсианской модели может быть фиксированный уровень номинальной заработной платы в определенные периоды.
6. Другим объяснением положительного наклона кривой совокупного предложения в кейнсианской модели может служить то, что информация об изменении общего уровня цен является неполной в определенные периоды.
7. Традиционная кейнсианская модель предполагает, что существует обратная взаимозависимость между инфляцией и безработицей, по крайней мере в краткосрочном периоде. Эта взаимозависимость известна больше как кривая Филлипса.
8. Монетаристы утверждают, что основным детерминантом уровня совокупного спроса является номинальная денежная масса.
9. Монетаристы, следуя традиционной кейнсианской модели, предполагают, что неполная информация вызывает положительный наклон кривой краткосрочного совокупного предложения. Они утверждают, что долгосрочные ожидания меняются при появлении новой информации, так что достигается естественный уровень производства и долгосрочная кривая совокупного предложения принимает вертикальное положение.
10. Монетаризм позволяет дать объяснение стагфляции, которое в чем-то выходит за рамки кейнсианской модели, а в чем-то схоже с классической моделью.

Словарь терминов

График совокупного предложения (*aggregate supply schedule*) — зависимость между различными уровнями цен и валового национального продукта.

График совокупного спроса (*aggregate demand schedule*) — в традиционной кейнсианской модели является траекторией точек реального дохода и уровня цен, в которых сохраняется равновесие в модели *IS-LM*.

Естественный уровень безработицы (*natural rate of unemployment*) — средний уровень безработицы, соответствующий естественному уровню занятости; состояние, к которому экономика стремится, если доступна полная информация о ценах и инфляции. При естественном уровне занятости достигается естественный уровень производства.

Естественный уровень занятости (*natural level of employment*) — в соответствии с классической теорией уровень, которого экономика стремится достичь, когда работники обладают полной информацией об изменениях уровня цен и, таким образом, о своей реальной заработной плате и ее изменениях. При естественном уровне занятости достигается естественный уровень производства.

Естественный уровень производства (*natural level of output*) — объем производства при полной доступности информации.

«Закрытые» договоры (*implicit contracts*) — соглашения между работниками и работодателями, касающиеся условий заработной платы, которые не могут быть официально зарегистрированы.

Краткосрочный период (*short run*) — согласно монетаристской теории, этот период является достаточно коротким для того, чтобы работники получили полную информацию об уровне цен и инфляции, так что ожидаемые цены и уровень инфляции могут отличаться от фактических показателей.

Кривая Филлипса (*Phillips curve*) — кривая, которая показывает обратную зависимость между уровнями инфляции и безработицы.

Монетаристы (*monetarists*) — экономисты, которые считали, что меры денежно-кредитной политики оказывают эффективное воздействие на экономику в отличие от мер бюджетно-налоговой политики.

«Открытые» договоры (*explicit contracts*) — соглашения, в которых условия взаимоотношений между работниками и работодателями, особенно по вопросам заработной платы, официально зафиксированы и утверждены обеими сторонами.

Стагфляция (*stagflation*) — одновременное снижение объема производства и увеличение уровня инфляции наряду с ростом уровня безработицы.

Теория стагфляции, обусловленной ростом издержек (*cost-push theory of stagflation*) — одновременное увеличение краткосрочной инфляции и уровня безработицы, происходящее вследствие уменьшения доступности факторов производства или повышения цен на них.

Теория стагфляции, обусловленной спросом (*demand-pull theory of stagflation*) — одновременное увеличение краткосрочной инфляции и уровня безработицы, происходящее вследствие долгосрочной корректировки экономики, следующей за длительным увеличением совокупного спроса.

Вопросы для самопроверки

1. Постройте кейнсианскую кривую совокупного спроса. Объясните, почему ее положение зависит от величины автономных расходов.

2. Обычно утверждается, что различие между классической и кейнсианской макроэкономическими теориями состоит в том, что они построены на основе различного подхода к поведению рынка труда. Поэтому:

а) Кратко объясните классический подход к трактовке динамики рынка труда. В чем состоит отличие от традиционной кейнсианской теории?

б) Графически представьте кривую совокупного предложения в кейнсианской модели, используя одно из кейнсианских положений о поведении рынка труда.

в) Сравните полученную в задании (б) кривую с кривой совокупного предложения в классической модели. Почему кейнсианская политика стимулирования совокупного спроса зависит от кейнсианского прогноза динамики рынка труда?

3. В 1970-е годы и частично в 1990—1991 гг. экономика США испытала воздействие неблагоприятных событий, названных экономистами «шок предложения», при которых происходило значительное увеличение цен на энергоресурсы. Используйте кейнсианскую теорию совокупного спроса и предложения для иллюстрации влияния этих событий на реальный объем производства и уровень цен. Объясните, почему этот тип макроэкономической нестабильности делает затруднительным определение ответных действий для ФРС: увеличивать или снижать номинальную денежную массу?

4. Значительным вкладом в макроэкономическую теорию являются традиционная кейнсианская теория совокупного спроса и предложения. Как уже отмечалось в данной главе, монетаристский подход к совокупному спросу и предложению имеет много общего с кейнсианской точкой зрения:

а) Монетаристы имеют своеобразное представление о совокупном спросе, которое базируется на их предположениях, что ожидаемые инвестиции и спрос на деньги эластичны по проценту. Постройте модель *IS-LM*, показывающую эту зависимость и объясняющую соответствующие утверждения монетаристов об эластичности.

б) Чтобы объяснить, с чем связано появление термина «монетаризм», проиллюстрируйте с помощью модели *IS-LM* взгляды монетаристов на воздействие экспансионистской денежно-кредитной политики на реальный доход. На отдельном рисунке графически представьте точку зрения монетаристов о влиянии экспансионистской бюджетно-налоговой политики на реальный доход. Эффективность воздействия какой политики выше? Почему?

5. Используя соответствующие графики, постройте кривую Филлипса.

6. Камнем преткновения между кейнсианцами и экономистами классической школы являются различные точки зрения на долгосрочный эффект от экспансионистской политики совокупного предложения. Используйте кривые совокупного спроса и предложения или кривую Филлипса для объяснения расхождений этих двух экономических школ.

7. Вплоть до начала 1970-х годов считалось, что выбор политики зависит от взаимозависимости между инфляцией и безработицей, отражаемой кривой Филлипса. Тем не менее инструменты политики, призванные снижать уровень безработицы, в 1970-е годы приводили к увеличению инфляции и безработицы в одно и то же время. Объясните подробно, как это могло произойти.

Задачи

21-1. Рассмотрите следующие уравнения для гипотетической экономики, в которой нет государственного сектора.

Спрос на деньги: $r_n = 40 - (0{,}5)(M/P) + 2y$.

Предложение денег: $M/P = 40$.

Кривая *IS*: $r_n = 40 - 2y$.

а) Составьте уравнение для кривой LM.

б) Используйте ответ на задание (а) для нахождения равновесного реального дохода при $M/P = 40$.

в) Предположим, что уровень цен снизился вдвое, а номинальная денежная масса осталось неизменной. Чему равен новый показатель реальной денежной массы?

г) Выполните задания (а) и (б), используя решение задачи (в).

д) Используя решения задач (а) и (б), ответьте, что произойдет с равновесным реальным доходом при сокращении уровня цен вдвое? Каково экономическое влияние изменения уровня цен на уровень реального дохода? Как этот эффект связан с наклоном кривой совокупного спроса?

21-2. Предположим, что спрос на труд для гипотетической экономики равен: $W/P = 100 - (0{,}5)N$, где W — номинальная заработная плата, P — уровень цен и N — количество рабочей силы. Предположим также, что номинальная заработная плата установлена на уровне $W = 10$. Рассчитайте уровни занятости, которые появятся при:

а) $P = {}^1/_2$

б) $P = 1$

в) $P = 2$

Что произойдет с уровнем занятости при увеличении уровня цен? Что произойдет с реальным объемом производства при неизменности остальных факторов? Как это скажется на наклоне функции совокупного предложения?

21-3. Предположим, что функция спроса на труд выражена уравнением $W/P = 180 - (0{,}5)N$. Теперь предположим, что номинальная заработная плата отличается гибкостью, но работники обладают неполной информацией об уровне цен; совокупное предложение труда равно $W/P^e = 20 + (0{,}5)N$, где P^e — ожидаемый работниками уровень цен.

а) Если фактический уровень цен и ожидаемый работниками уровень совпадут и будут равны единице, то каков будет равновесный уровень занятости? Каким будет равновесный уровень номинальной заработной платы?

б) Предположим, что ожидаемый работниками уровень цен равен единице, а естественный уровень цен равен ${}^1/_2$. Каким будет равновесный уровень занятости? Каким будет равновесный уровень номинальной заработной платы?

в) Используя решения задач (а) и (б), ответьте, что произойдет с уровнем занятости, если ценовые ожидания работников не изменились, а реальный уровень цен снизился? Как это сказывается на наклоне кривой совокупного предложения?

21-4. Для упрощения предположим, что графики совокупного спроса и предложения являются прямыми, график совокупного спроса задан уравнением $P = 6M + 2g - 5t - 2y$ (где M — номинальная денежная масса, g — реальные государственные расходы, t — чистые реальные налоги) и график совокупного предложения задан уравнением $P = 5 + 3y$.

а) Каким будет равновесный уровень реального производства, если $M = 5$, $g = 10$, $t = 3$? Каким будет равновесный уровень цен?

б) Предположим, что M увеличивается до 10, а g и t остаются неизменными. Каким будет новый уровень реального производства? Каким будет новый равновесный уровень цен?

в) Предположим, что M остается неизменным при $M = 5$, но t увеличивается до $t = 5$. Каким будет новый равновесный уровень реального производства? Каким будет новый равновесный уровень цен?

21-5. Монетаристы предполагали, что основным определителем спроса на деньги является уровень реального дохода. Предположим, что спрос на деньги задан уравнением $M/P = (0{,}25)y$. Кривая совокупного предложения задана уравнением $P = 10y$.

а) Если денежная масса равна 1000, то каков равновесный уровень реального производства? Чему равен равновесный уровень цен?

б) Если денежная масса снизилась до 250, каким будет новый равновесный уровень реального производства? Каким будет новый равновесный уровень цен?

в) Используя решения задач (а) и (б), ответьте, оказывает ли краткосрочная денежно-кредитная политика нейтральное влияние на экономику?

21-6. Если краткосрочная кривая Филлипса задана уравнением $\dot{p} = 20/u$, где $\dot{p}$ — уровень инфляции цен и u — уровень безработицы, то какова будет величина $\dot{p}$, если u равен: а) 20; б) 10; в) 5; г) 2? Постройте эти четыре комбинации уровней инфляции и безработицы и соедините их кривой. Удовлетворяет ли данная кривая зависимости, заданной кривой Филлипса? Ответ поясните.

21-7. Данный вопрос является продолжением предыдущего. Предположим, что естественный уровень безработицы равен $u = 5$. Используя ответ на задачу 21-6, что можно сказать об ожидаемом уровне инфляции на всем протяжении кривой Филлипса, заданной уравнением $\dot{p} = 20/u$?

21-8. Этот вопрос является продолжением вопросов 21-6 и 21-7. Рассмотрите кривую Филлипса, заданную уравнением $\dot{p} = 40/u$. Каков будет уровень инфляции при u равном: а) 20; б) 10; в) 5; г) 2? Если естественный уровень безработицы равен $u = 5$, то как вы думаете, каким будет ожидаемый уровень инфляции на всем протяжении кривой Филлипса?

Рекомендуемая литература

Branson William, Macroeconomic Theory and Policy. — New York: Harper & Row, 1979.

De Grauwe Paul, The Cost of Disinflation and the European Monetary System. — Open Economies Review, 1 (2), 1990, pp. 147—173.

Friedman Benjamin, The Theoretical Non-Debate about Monetarism. — Kredit und Kapital, 9, 1974, pp. 347—365.

Friedman Milton, Comments on the Critics, in: Milton Friedman's Monetary Framework: A Debate with His Critics, ed. Robert J. Gordon. — Chicago: University of Chicago Press, 1974.

Froyen Richard T., Macroeconomics: Theories and Policies, 3 ed. — New York: Macmillan, 1990.

Hicks John R., Mr. Keynes and the Classics: A Suggested Interpretation. — Econometrica, 5 (2), April 1937, pp. 147—159.

Hoover Kevin D., Two Types of Monetarism. — Journal of Economic Literature, 22 (1), March 1984, pp. 58—76.

Keynes John Maynard, The General Theory of Employment, Interest, and Money. — New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1964.

Laidler David, The Legacy of the Monetarist Controversy. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 72 (2), March/April 1990, pp. 49—64.

Mayer Thomas (ed.), The Political Economy of American Monetary Policy. — Cambridge: Cabridge University Press, 1990.

Mayer Thomas (ed.), The Structure of Monetarism. — New York: Norton, 1978.

Means Gardiner C., Industrial Prices and Their Relative Inflexibility. — U.S. Senate Document 13, 74th Congress, 1st Session. — Washington (D.C.), 1935.

Meltzer Allan H., On Keynes' *General Theory*. — Journal of Economic Literature, 19 (1), March 1981, pp. 34—64.

Smith Warren, A Graphical Exposition of the Complete Keynesian System. — Southern Economic Journal, 23 (4), October 1956, pp. 115—125.

Глава 22

Теория рациональных ожиданий и современная теория денег

Основные проблемы

1. Что такое адаптивные ожидания? Какие трудности связаны с использованием теории адаптивных ожиданий в экономических моделях?
2. Что представляет собой гипотеза рациональных ожиданий? Какова причина успешного использования экономистами гипотезы рациональных ожиданий в макроэкономических моделях?
3. Каковы основные элементы новой классической теории?
4. Как в новой классической теории формулируется предположение о неэффективности политики? Почему новая классическая модель исходит из такого предположения?
5. Каким был ответ сторонников традиционной кейнсианской теории на появление новой классической школы?
6. Каковы важнейшие черты современных кейнсианских моделей трудовых договоров?
7. Каким образом индексация заработной платы воздействует на экономику?
8. С чем связана сложность разграничения между новой классической и современной кейнсианской теориями для проверки практической значимости этих теорий?

В главах 18—21 мы рассмотрели основные положения классической и традиционной кейнсианской макроэкономических теорий. Мы постарались показать, как денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика влияют на экономику. Экономисты-классики при построении своих моделей экономики исходили из допущений о существовании совершенной конкуренции, гибкости цен и заработной платы, однако они не учитывали существования такого явления, как денежная иллюзия. Ключевым моментом классической модели является утверждение, которое заключается в том, что, хотя номинальная денежная масса является главным фактором, определяющим совокупный спрос на товары и услуги, денежно-кредитная политика не оказывает никакого влияния на реальную экономическую активность.

С другой стороны, Дж. М. Кейнс и его последователи разработали основные положения теории, согласно которой проведение как денежно-кредитной, так и бюджетно-налоговой политики позволяет влиять на совокупный спрос на товары и услуги. Они также основывали свою теорию на постулатах, противоречащих утверждениям об гибкости заработной платы, и учитывали существование денежной иллюзии. Таким образом, в соответствии с традиционной моделью, суммирующей ключевые положения кейнсианской теории, денежно-кредитная политика может влиять на реальные экономические показатели.

Относительно недавно макроэкономическая теория пополнилась идеями монетаристов. Монетаристы, как и экономисты-классики, утверждают, что денежная масса является основным детерминантом совокупного спроса на товары и услуги в экономике. В этом аспекте монетаристы возвращаются к классической теории, хотя в их концепции сохраняются ключевые положения традиционной кейнсианской теории. Моне-

таристы утверждают, что традиционная кейнсианская модель хороша для описания *краткосрочных* результатов проведения денежно-кредитной политики, т. е., по их словам, на краткосрочном временном интервале изменения денежной массы действительно влияют на реальные экономические переменные, такие, как уровень занятости и объем производства. Однако в *долгосрочном периоде* реальные последствия проведения денежно-кредитной политики сходят на нет и единственным экономическим показателем, изменяющимся в результате этой политики, является уровень цен. Таким образом, при рассмотрении краткосрочного периода монетаристы ближе к кейнсианцам, а при анализе долгосрочного — к классикам. Монетаристы постоянно ходят по грани, приближаясь то к кейнсианцам, то к классикам.

Такое балансирование, присущее монетаристам, отражает более широкую проблему, вставшую перед современными экономистами. Как уже отмечалось в конце главы 21, существуют два важных и спорных вопроса, возникших вследствие попыток монетаристов совместить краткосрочный период кейнсианцев с долгосрочным периодом классиков. Во-первых, не ясны *временные рамки* долгосрочного периода. Во-вторых, неясно, каков должен быть *естественный уровень безработицы* в стране — уровень, к которому должна стремиться экономика в долгосрочный период?

Большинство современных экономистов соглашается, что заслуга монетаристов в том, что они отказались от использования *только* кейнсианской модели или только классической модели. Но, стараясь совместить две концепции, монетаристы столкнулись с новыми проблемами. Главные из них — проблема ценообразования и проблема, связанная с инфляционными ожиданиями.

Гипотеза рациональных ожиданий

Как уже отмечалось в главе 21, монетаристы считают, что изменения в долгосрочном равновесии рынка труда происходят в тот момент, когда информация о фактических изменениях цен и темпов инфляции достигает работников. С получением этой информации работники лишаются денежной иллюзии относительно реального уровня заработной платы; безработица и объем производства достигают своего естетственного уровня, т. е. до тех пор, пока экономика не достигает такого момента, неполнота информации приводит к тому, что ценовые и инфляционные ожидания работников отличаются от реальной действительности. Это, в свою очередь, приводит к тому, что работники неправильно оценивают реальную заработную плату. Следствием является более высокий или низкий по сравнению с естественным уровень безработицы и соответственно более высокий или низкий уровень производства; наблюдается нестабильность реальной экономической активности в краткосрочный период.

Важным моментом в монетаристской интерпретации традиционной кейнсианской теории краткосрочного периода и классической теории долгосрочного периода является роль ожиданий будущего уровня цен и инфляции. В реальной жизни каждый из нас основывает свои решения не только на фактах, наблюдаемых в повседневной жизни (например, на основе цен товаров, которые мы покупаем каждый день в нашем городе, на основе информации о ценах товаров и услуг, рекламируемых в местных средствах массовой информации, или на основе информации, получаемой из выпусков новостей), но и на основе ожидаемых нами темпов инфляции и уровня цен.

Каждый из нас может примерно оценить уровень инфляции, существующий в данный момент в экономике страны на основе изменений в ценах постоянно потребляемых нами товаров. Мы также можем строить определенные прогнозы относитель-

но будущих изменений в темпах инфляции. Если же нас попросят обосновать прогнозы, то мы наверняка найдем это затруднительным. Поскольку большинство из нас не являются профессиональными статистиками, никто из нас не использует сложных компьютерных моделей построения прогнозов. Все, что мы делаем, — просто пытаемся угадать, основываясь на доступной нам информации.

Вышеописанное является наиболее распространенным мнением среди экономистов. Однако не все экономисты придерживаются единого мнения относительно того, как *смоделировать* сам процесс формирования ожиданий. Фраза типа той, что люди просто стараются построить наилучшие прогнозы исходя из ограниченной информации, не носит всеобъемлющего характера. Экономические модели должны быть точными и конкретными. Именно поэтому в последние годы экономисты пришли к строгому представлению процесса формирования ожиданий.

АДАПТИВНЫЕ ОЖИДАНИЯ

Один из путей формирования ожиданий — адаптивный метод. Поясним на примере значения этого понятия. Предположим, что кто-то попросил вас сделать прогноз на будущие 5 лет относительно ежегодного уровня инфляции в стране. Одним из подходов будет взять подшивку *Wall Street Journal* или какого-то другого издания и проанализировать динамику годового уровня инфляции за последние 20—30 лет. Вы смогли бы построить график изменения темпа инфляции во времени и продолжить этот график вперед на пять лет соответственно наметившийся тенденции. Это продолжение и будет вашим примерным прогнозом на будущие 5 лет.

Если же вы знаете основы статистики, то наверняка воспользуетесь более сложным подходом. Вместо того чтобы строить график, вы попробуете применить статистические инструменты для вычисления точного расположения предполагаемых точек на кривой на будущие 5 лет. Может быть, вы даже вычислите уравнение этой кривой. Вы будете подставлять разные числа в качестве аргумента и получите точную кривую. Если же вы будете использовать еще более сложную технику расчетов, то сможете сделать прогноз и на более длительный срок на основе данных за прошлые периоды.

Каждый из вышеописанных подходов является довольно сложным. Есть и еще один метод — совсем простой. Он незаменим, когда вам лень идти в библиотеку, строить кривые и производить вычисления. Для прогноза динамики темпов инфляции на будущие 5 лет вам будет достаточно просто взять среднее арифметическое темпов инфляции за прошедшие 5 лет; полученный результат и будет темпом инфляции на будущие 5 лет.

ПРОЦЕСС ФОРМИРОВАНИЯ АДАПТИВНЫХ ОЖИДАНИЙ

Все вышеописанные подходы к прогнозированию инфляции известны как процесс формирования **адаптивных ожиданий** (*adaptive expectations*). Это означает, что при каждом подходе вы основывали свой прогноз только на полученной в прошлом информации. Строя линию тренда, применяя статистические инструменты, вычисляя примерные средние величины, мы используем данные о ежегодных темпах инфляции за прошедшие годы, т. е. мы строили свои ожидания на *адаптировании*, приспособлении, обработке информации прошлых периодов.

Как отмечалось в главе 21, один из путей оценки графика совокупного предложения в кейнсианской модели заключается в предположении того, что работники неверно формируют свои ожидания относительно будущего уровня цен и темпов инфляции. Это предполагает и то, что работникам требуется время для осознания своей ошибки. В течение этого времени, которое для монетаристов является краткосрочным перио-

дом, работники не понимают, что рост спроса на труд может быть вызван ростом уровня цен. Таким образом, они желают работать больше и соответственно производить больше с ростом номинальной заработной платы, т. е. работники принимают рост номинальной заработной платы за рост реальной заработной платы.

Идея о том, что индивиды формируют свои ожидания адаптивно, прямо сочетается с мнением о том, что для корректировки ожиданий относительно реальных событий необходим определенный период. Если работники пользуются методом адаптивных ожиданий при построении инфляционных и ценовых прогнозов, тогда им приходится дожидаться появления новой информации для соответствующей коррекции своих прогнозов. Вследствие этого в течение довольно длительного периода работники испытывают денежную иллюзию относительно своих доходов. В результате действия, направленные на увеличение совокупного спроса и повышение уровня цен, всегда будут приводить к неправильной оценке работниками своих реальных доходов и будут заставлять их работать и производить больше, чем это требуется для достижения естественного уровня производства в долгосрочном периоде.

ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ТЕОРИИ АДАПТИВНЫХ ОЖИДАНИЙ

Многие экономисты считают применение в данном случае понятия адаптивных ожиданий неэффективным, так как получается, что люди не склонны руководствоваться здравым смыслом. Рассмотрим крайнюю ситуацию. Предположим опять, что кто-то попросил вас сделать прогноз динамики темпов инфляции на предстоящие 5 лет и *проинформировал* вас о том, что Федеральная резервная система планирует увеличить ежегодный прирост денежной массы в 10 раз (относительно темпов прироста текущего года) на протяжении последующих 5 лет. Разве вы по-прежнему станете базировать свои прогнозы исключительно на информации о темпах инфляции прошлых лет, даже после того как ознакомились с разными теориями и убедились в предыдущих главах, что увеличение денежной массы приведет к росту цен? Большинство экономистов считает, что вы в какой-то мере используете информацию, почерпнутую из данной книги, т. е. если экономисты воспользуются моделью, в которой люди формируют свои ожидания исключительно адаптивно, то в таком случае первые будут принимать за данное неразумность и нежелание последних руководствоваться здравым смыслом.

Другая трудность, возникающая при использовании теории адаптивных ожиданий, заключается в том, что невозможно точно определить информацию, на которой люди будут основывать свои прогнозы. Например, один индивид построит график динамики темпов инфляции за прошедшие 30 лет, а потом продолжит этот график на будущие 5 лет в соответствии с отмеченной им тенденцией, а другой — построит график за прошедшие 40 лет, и его прогноз будет объективно отличаться от первого прогноза. Прогнозы на будущие 5 лет на обоих графиках хотя и будут похожими, но наверняка не будут совпадать точно. И возникает вопрос, какой же из построенных графиков наиболее приемлем? Невозможность определения одного процесса формирования адаптивных ожиданий в качестве наилучшего делает само использование адаптивных ожиданий в экономических моделях проблематичным.

И наконец, обратимся к традиционной кейнсианской модели совокупного предложения, основанной на предположении об ограниченной информированности экономических агентов. Она утверждает, что индивиды формируют свои ожидания адаптивно, т. е. используют при формировании ожиданий информацию только о прошлом. Такой адаптивный подход имеет два спорных момента, которые становятся особенно очевидны при экономическом моделировании уровня цен и инфляции. Во-первых, гипотеза адаптивных ожиданий утверждает, что индивиды не используют *последнюю инфор-*

мацию о текущих событиях наравне с информацией о прошлом, не используют *свое понимание экономических процессов*, хотя на самом деле многие люди пользуются вышеперечисленным для составления точных прогнозов. Во-вторых, существует бесчисленное количество способов и схем формирования адаптивных ожиданий и не существует ни одного способа выбрать из них один общепринятый при моделировании экономических процессов.

РАЦИОНАЛЬНЫЕ ОЖИДАНИЯ

Вышеописанные сложности, возникающие при применении гипотезы адаптивных ожиданий в моделировании экономических процессов, заставили современных экономистов разработать более широкую теорию, дающую объяснение и описание процесса формирования индивидами своих ожиданий. Была создана новая теория на основе так называемой **гипотезы рациональных ожиданий** (*rational expectations hypothesis*). Эта гипотеза утверждает, что индивиды основывают свои прогнозы относительно изменения той или иной экономической переменной (типа уровня инфляции или уровня цен) не только на информации о прошлом, но и на *текущей* доступной им информации, а также на основе своего понимания экономических процессов. Можно сказать, что адаптивное прогнозирование основывается на прошлом (так как используется информация о прошлом), а *рациональное* прогнозирование — еще и на настоящем и будущем.

Вернемся к нашему примеру. Кто-то просит вас построить прогноз о динамике ежегодных темпов инфляции на будущие 5 лет и информирует вас о планах Федеральной резервной системы повысить темпы прироста номинальной денежной массы в 10 раз в течение этого пятилетнего периода. Если вы действительно будете составлять адаптивный пятилетний прогноз инфляции, то вы, скорее всего, вычислите, как робот, следующий заданной адаптивной программе, средние темпы инфляции за последние несколько лет. Но если вы будете действовать в соответствии с гипотезой рациональных ожиданий, то станете руководствоваться здравым смыслом. Вы используете данную вам информацию о планах повышения темпов прироста денежной массы в 10 раз. Вы выясните, как рост номинальной денежной массы повлияет на экономику с учетом данной вам информации, и сделаете прогноз динамики темпов инфляции в будущем.

ГИПОТЕЗА РАЦИОНАЛЬНЫХ ОЖИДАНИЙ

Гипотеза рациональных ожиданий более обща, чем гипотеза адаптивных ожиданий, так как она накладывает на индивида меньше ограничений. Процесс адаптивного формирования ожиданий позволяет людям использовать информацию только о прошлом (вплоть до текущего момента). Гипотеза рациональных ожиданий утверждает, что при наличии такой возможности вы постараетесь выполнить свою задачу не только адаптивно. Индивид будет стараться сделать как можно лучший прогноз, использовать всю доступную информацию, и это будет *рациональным* поступком, т. е. индивид будет стараться оптимизировать свой прогноз.

Однако вышесказанное не исключает возможность того, что лучший рациональный прогноз в некоторой ситуации будет адаптивным прогнозом. Представьте, что вы имеете в своем распоряжении только информацию об инфляции в прошлом году, вы не знаете о планах Федеральной резервной системы (или о планах какого-либо другого экономического агента). Кроме того, вы абсолютно не представляете себе, как работает экономика, и все же кто-то требует от вас прогноза темпов инфляции на следующий год. При наличии данной очень ограниченной информации вашим лучшим рациональным прогнозом будет адаптивный прогноз на основе данных о темпах инфляции за прошлый год. (Однако мы не можем сказать наверняка, что вы поступите

именно так, поскольку не знаем, как вы поступите с имеющейся информацией. К тому же, если вы внимательно изучили текст, вы должны овладеть рядом теорий, посвященных механизму функционирования экономики.) Итак, в данном случае ваш *рациональный* прогноз будет *адаптивным*.

Во многих ситуациях, если не в большинстве, было бы неверным предположить, что вы не используете всю доступную информацию при решении поставленной задачи. Более того, было бы разумно предположить, что любая информация о происходящем в данный момент (или о том, что будет происходить) в экономике будет полезна при формировании ожиданий. Именно перспективное мышление человека составляет основу гипотезы рациональных ожиданий. Эта гипотеза приемлема для различных ситуаций, и ее используют практически все современные экономисты при анализе процесса формирования ожиданий, будь то сторонники кейнсианства или классической школы.

ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ТЕОРИИ РАЦИОНАЛЬНЫХ ОЖИДАНИЙ

Гипотеза рациональных ожиданий тоже не идеальна и имеет ряд недостатков. Один из ее недостатков — неконкретность, что делает трудным ее применение в экономических моделях. Например, вы прочитали эту книгу, присутствовали на лекциях профессора и поэтому вы понимаете значение поступающей информации о текущей ситуации и можете предсказать следующие шаги органа, проводящего денежно-кредитную политику. Может быть, вы даже провели некоторое время за чтением экономической периодики, в то время как ваши коллеги провели это время, смотря телепередачи по каналу MTV. Очевидно, что вы и ваши коллеги или кто-то посторонний сформируете разные, но рациональные для каждого из вас ожидания относительно будущего уровня цен и инфляции. Означает ли это, что экономистам придется моделировать рациональные ожидания каждого индивида в отдельности? Возможно ли это вообще?

Далее, если каждый сформирует свои рациональные ожидания относительно будущего уровня цен и инфляции, то тогда каждый сегодня будет принимать соответствующие разные решения. Например, если вы решаете, наниматься ли вам на временную работу или, например, работать больше времени на уже имеющейся работе, то вы будете основывать свое решение на реальных доходах, которые получите в том или ином случае. Но наверняка все прочие индивиды в экономике будут принимать примерно одинаковые решения, и эти решения в совокупности будут влиять на будущий уровень цен. Означает ли это, что вам придется формировать ожидания относительно ожиданий *других людей* в стремлении сделать ваши ожидания рациональными? Если так, то не будут ли тем же заниматься и прочие индивиды, стараясь предсказать *ваши* ожидания? Ведет ли в таком случае гипотеза рациональных ожиданий к безнадежному логическому замкнутому кругу, не дающему ответа на вопрос, как моделировать рациональные ожидания?

Все это сложные философские вопросы. Как мы увидим впоследствии, яблоком раздора между современными экономистами как раз и являются ответы на эти вопросы. Некоторые экономисты считают, что гипотеза рациональных ожиданий настолько неконкретна и безнадежно логически запутана, что ее эффективное применение в экономическом моделировании невозможно. Эти экономисты в основном возвращаются к классическим или традиционным кейнсианским основам теории, отказываясь от применения в своих теориях моделей формирования и изменения ожиданий.

Однако большинство современных экономистов считают, что неучет ожиданий индивидов будущего уровня цен и инфляции в экономических моделях недопустим из-за значимости такого рода ожиданий. Наоборот, эти теоретики считают моделирова-

ние процесса формирования ожиданий наиважнейшей задачей при создании моделей, описывающих экономические процессы и в особенности роль денег как важнейшего детерминанта изменений экономической активности. Эта группа ученых считает гипотезу рациональных ожиданий ключевым моментом своих моделей и продолжает использовать эту гипотезу в экономическом анализе и совершенствовать ее.

В этой главе мы рассмотрим две отдельные базовые теории, в которых использовалась гипотеза рациональных ожиданий. Первая широко известна под названием новой классической макроэкономики. Как следует из ее названия, эта теория содержит много идей и выводов, обычно ассоциируемых с классической теорией. Вторая, наоборот, является примером использования гипотезы рациональных ожиданий в традиционной кейнсианской модели. Она положила начало так называемой современной кейнсианской модели. Как мы увидим далее, обе эти теории имеют некоторые общие черты, главная из которых — гипотеза рациональных ожиданий. Однако они дают удивительно разные результаты при прогнозировании поведения важных экономических переменных и при оценке эффективности денежно-кредитной (и бюджетно-налоговой) стабилизационной политики.

Новая классическая модель

Мы начнем с новой классической модели по двум причинам. Во-первых, экономисты, применившие подобный подход к моделированию экономики, были первыми, кто использовал гипотезу рациональных ожиданий. Эта гипотеза, впервые разработанная экономистом Джоном Мутом (Muth) из университета штата Индиана в его статье, опубликованной в 1961 г., была использована такими исследователями макроэкономики, как Роберт Лукас (Lucas) из Чикагского университета, Томас Саджент (Sargent) из Стэнфордского университета и Нил Уоллес (Wallace) из Миннесотского университета, для объяснения неспособности краткосрочной кривой Филлипса объяснить экономическую ситуацию в 1970-е годы. Эти ученые и ряд других экономистов в конце 1970-х — начале 1980-х годов проложили путь «новой классической революции», направленной против традиционной кейнсианской экономической теории. Так как именно представители новой классической школы впервые использовали гипотезу рациональных ожиданий, было бы разумно начинать именно с их теории.

Во-вторых, так же как мы раньше сравнивали классическую и традиционную кейнсианскую теории, используя первую в качестве базы для сравнения, новая классическая теория послужит нам базой для сравнения с современной кейнсианской теорией, а также для прочих рассуждений, приводимых в следующей главе.

Поскольку сторонники новой классической школы первыми использовали гипотезу рациональных ожиданий, то в конце 1970-х — начале 1980-х годов многие экономисты не могли понять, какой раздел новой классической теории прямо основывается на этой гипотезе. Многие экономисты, например Лестер Туроу (Thurow) из Массачусетского технологического института, называли экономистов, разрабатывавших новую классическую теорию, «рационализаторами ожиданий», и поэтому многие критики не различали некоторые ключевые предпосылки, являвшиеся основой новой классической экономической теории.

КЛЮЧЕВЫЕ ПРЕДПОСЫЛКИ НОВОЙ КЛАССИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ

Сторонники новой классической теории основывались на трех ключевых предпосылках:

1. Рациональный эгоизм.
2. Совершенная конкуренция с гибкостью цен и заработной платы.

3. Существует ограниченность информации, но все индивиды формируют рациональные ожидания, т. е. они используют всю доступную им информацию как о прошлом, так и о настоящем и будущем и понимают экономические процессы и взаимосвязь последних.

Первые две предпосылки не новы. Они в точности повторяют первые две предпосылки, используемые в классической модели экономики. Третья предпосылка отражает основной и неопровержимый постулат, выдвинутый Дж. М. Кейнсом и дополненный его последователями: индивиды не обладают полной информацией о происходящих процессах и вынуждены принимать решения, основанные на формируемых ими ожиданиях относительно текущих и предстоящих изменений экономических переменных (типа уровня цен и инфляции). В противоположность традиционному кейнсианству, в котором используются только адаптивные ожидания, представители новой классической школы подчеркивают использование в своих моделях именно *рациональных* ожиданий. Более того, создатели новой классической модели высказывают конкретный философский взгляд на решение вопроса о том, что же действительно означает термин *рациональные ожидания*. В основе их точки зрения лежит утверждение, что индивид полностью использует всю доступную ему информацию о прошлом и будущем, а также индивиды обладают основными знаниями об экономике и принципах ее функционирования. Именно последнее положение делает возможным использование гипотезы рациональных ожиданий в общей модели экономики. Причиной появления такой возможности является предположение о том, что индивиды знают, что экономика работает именно так, как мы ее описываем в модели. Иными словами, мы предполагаем, что все ожидания индивидов, чье поведение пытаемся описать, изменяются именно так, как если бы эти индивиды понимали принципы функционирования модели и были бы согласны с ними.

Экономисты новой классической школы, а также другие теоретики, использующие гипотезу рациональных ожиданий при создании экономических моделей, считают, что именно так нужно применять эту гипотезу. Ведь в конечном итоге если гипотеза верна и построенная на ней теория верна, то тогда модель экономики позволит делать определенные прогнозы, которые со временем подтвердятся или будут опровергнуты. Экономисты до сих пор ведут дискуссии по данному вопросу, но отныне и впредь мы последуем примеру сторонников новой классической теории и примем вышеуказанное предположение за верное — ведь нам необходимо понять принцип построения теорий, основанных на рациональных ожиданиях.

ОСНОВНЫЕ ЭЛЕМЕНТЫ НОВОЙ КЛАССИЧЕСКОЙ МОДЕЛИ

Напомним, что, согласно традиционной кейнсианской модели, работники формируют адаптивные ожидания относительно текущего и будущего уровня цен и инфляции. В результате этого меры денежно-кредитной политики, направленные на увеличение номинальной денежной массы и, следовательно, совокупного спроса, приведут к росту уровня цен. Повышение уровня цен приведет к увеличению спроса на труд со стороны фирм, и, следовательно, увеличится уровень занятости. Согласно новой классической теории, подобное поведение работников является *иррациональным*, если только им не ограничивают доступ к информации о деятельности Федеральной резервной системы и если они не понимают, как подобные действия повлияют на уровень цен и инфляции.

В общем-то, по мнению экономистов новой классической школы, работники вряд ли будут вести себя в соответствии с традиционной кейнсианской теорией, если они станут обращать хоть немного внимания на появляющуюся в газетах или в теленово-

стях информацию о действиях Федеральной резервной системы. К тому же подобное поведение работников невозможно, если последние обладают хотя бы элементарными экономическими знаниями и хоть немного представляют себе последствия изменений номинальной денежной массы и их влияния на уровень цен. Таким образом, эти экономисты считают, что индивиды основывают свои ожидания относительно изменения уровня цен и инфляции на том, как, по их мнению, *в будущем* будет изменяться денежно-кредитная (или, возможно, бюджетно-налоговая) политика. При этом они опираются на свое суждение и понимание принципов проведения этой политики в настоящем и будущем. Сторонники новой классической теории также утверждают, что работники понимают, что увеличение номинальной денежной массы с течением времени приведет к повышению уровня цен, к инфляции.

Таким образом, эти экономисты утверждают, что ожидания работников относительно будущего уровня цен (P^e) на самом деле зависят от их прогнозов будущей политики ФРС по контролю над номинальной денежной массой, обозначаемой M^e. Более того, их инфляционные ожидания ($\dot{p}^e$) в действительности зависят от ожиданий работников касательно изменения темпов прироста денежной массы.

Утверждение, что каждый из нас привязывает свои прогнозы изменения цен и инфляции к прогнозам поведения ФРС, кажется довольно-таки разумным (особенно для тех, кто постоянно читает колонку «Деятельность ФРС» в периодике типа *Wall Street Journal*). Тем не менее экономисты новой классической школы утверждают, что этот жизненно важный момент не учитывается в традиционных кейнсианских моделях, основанных на гипотезе адаптивных ожиданий, что делает использование этих моделей неэффективным. Это довольно смелое утверждение. Однако, как мы увидим впоследствии, оно полностью соответствует основным предпосылкам новой классической теории.

ОЖИДАЕМАЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ЕЕ НЕЙТРАЛЬНОСТЬ В КРАТКОСРОЧНЫЙ ПЕРИОД

Для лучшего понимания положений новой классической теории рассмотрим рис. 22-1. На рис. 22-1*Б* отражено положение на рынке труда, находящегося в равновесном состоянии. Спрос на труд со стороны фирм зависит от реальной цены выпускаемой продукции (P_0), а предложение труда со стороны работников зависит от их ожиданий *относительно будущей номинальной денежной массы*, $M^e = M_0$. Это означает, что работники считают, что ФРС будет поддерживать денежную массу на уровне M_0, и это предположение влияет на их прогнозы уровня цен и, следовательно, на их оценку своих реальных доходов. При данном спросе на труд и его предложении равновесной номинальной заработной платой будет W_0 и равновесным уровнем занятости — N_0.

Рисунок 22-1*А* отражает соответствующее равновесие на товарном рынке, где точка пересечения графиков совокупного спроса и предложения определяет равновесный уровень цен P_0 и объем производства y_0. Предположим, что при данном равновесии фактическая денежная масса равна денежной массе, ожидаемой работниками (M_0). Ценовые ожидания работников определяют положение кривой совокупного предложения. Их ценовые ожидания, в свою очередь, зависят от их ожиданий относительно денежной массы $M^e = M_0$.

Предположим теперь, что ФРС заблаговременно объявила (скажем, на пресс-конференции или через средства массовой информации) о своих планах увеличить номинальную денежную массу до уровня M_1. Более того, предположим, что ФРС сделает в точности то, что обещала. Это приведет к сдвигу кривой совокупного спроса вправо (рис. 22-1*А*). *При прочих равных условиях* уровень цен поднимется, что

вызовет рост спроса на труд и увеличение занятости (рис. 22-1*Б*), что, в свою очередь, приведет к повышению реального объема производства (рис. 22-1*А*).

В новой классической модели, однако, ожидания не являются чем-то постоянным. Поскольку ФРС объявила о своих планах, работники ожидают рост денежной массы и соответственно $M^e = M_1$. Они понимают принципы функционирования экономики, следовательно, они ожидают повышения уровня цен и знают, насколько он повысится, т. е. они повышают свои ценовые ожидания, что смещает кривую предложения труда влево (рис. 22-1*Б*), и, следовательно, кривая совокупного предложения (рис. 22-1*А*) тоже смещается влево. Эти сдвиги происходят одновременно с повышением спроса на труд и совокупного спроса. В целом равновесная цена повышается в краткосрочном временном интервале, но занятость и реальный объем производства остаются на естественном уровне (N_0 и y_0), т. е. денежно-кредитная политика нейтральна (не влияет на реальные экономические показатели), причем даже в краткосрочный период.

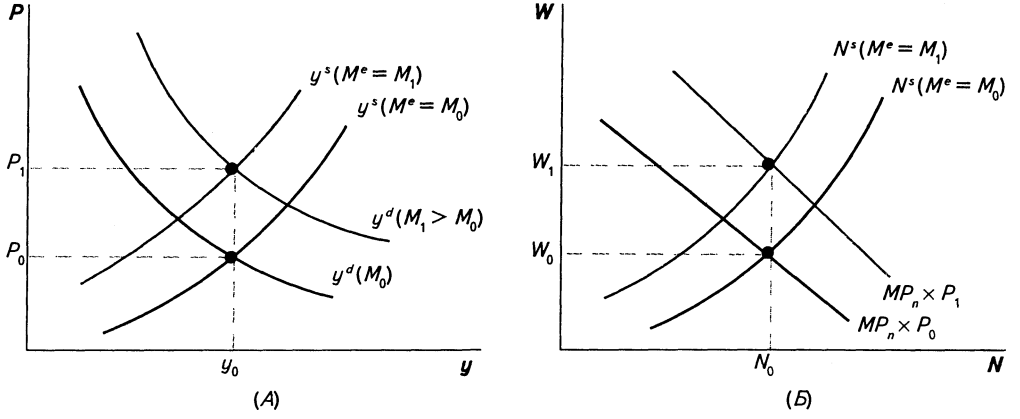


Рис. 22-1

Последствия ожидаемого увеличения номинальной денежной массы в новой классической модели. Рост денежной массы увеличит совокупный спрос, что приведет к повышению уровня цен (рис. *А*). Увеличение уровня цен приведет к повышению спроса на труд со стороны фирм (рис. *Б*). Если увеличение номинальной денежной массы полностью ожидалось работниками, то они увидят, что их реальная заработная плата снизилась при росте уровня цен, и они соответственно уменьшат предложение труда (рис. *Б*). Вообще, равновесный уровень занятости останется неизменным. График совокупного предложения смещается влево из-за повысившихся ожиданий относительно номинальной денежной массы и соответствующего повышения ожидаемого уровня цен (рис. *А*). Равновесный уровень реального производства остается неизменным. Следовательно, в новой классической модели ожидаемое увеличение номинальной денежной массы не оказывает никакого реального эффекта на объем производства и уровень занятости.

В какой-то мере это и неудивительно, ведь в нашем примере ФРС заранее передала заинтересованным лицам точную информацию относительно своих планов. Таким образом, работники имели полную информацию: они *в полной мере ожидали* роста номинальной денежной массы и соответствующего повышения уровня цен. В результате наша модель полностью соответствует классической модели.

Тем не менее экономисты новой классической школы утверждают, что даже и менее строгие предположения касательно доступности информации все равно приведут к таким же выводам. Например, ФРС (что более реально) не предупреждает обо всех своих операциях на финансовых рынках, однако многие из ее действий легко предсказуемы. ФРС часто публикует отчеты, а репортеры и прочие наблюдатели часто информируют население об этих отчетах, а также о вероятных планах ФРС, которые можно прогнозировать на основе этих отчетов.

Если ФРС постоянно, *систематически* публикует отчеты о проводимой политике, то, по мнению сторонников новой классической теории, работники в состоянии прогнозировать действия ФРС. В таком случае работники изменят свои ожидания и поведение на рынке труда, что нейтрализует влияние денежно-кредитной политики ФРС на экономику. Согласно новой классической теории, *индивиды будут ожидать и предвидеть систематические меры денежно-кредитной политики, и эти систематические действия будут иметь нейтральный эффект на экономику, причем даже в краткосрочный период.*

НЕПРЕДВИДЕННАЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА И ЕЕ НЕНЕЙТРАЛЬНОСТЬ В КРАТКОСРОЧНЫЙ ПЕРИОД

Безусловно, люди не обладают абсолютным даром предвидения. Более того, ФРС часто ведет себя непредсказуемо. Иногда она объявляет о следовании определенной денежно-кредитной политике, но впоследствии ей это или не удается, или, как утверждают некоторые циники, она специально не следует этой политике. В любом случае время от времени действия ФРС неизбежно будут несистематическими и непредсказуемыми, т. е. индивиды не смогут предвидеть эти действия.

Рисунок 22-2 иллюстрирует эффект неожиданного увеличения номинальной денежной массы с M_0 до M_1. Совокупный спрос повышается (рис. 22-2*А*), что вызывает рост уровня цен, что, в свою очередь, приводит к увеличению спроса на труд (рис. 22-2*Б*). Так как работники считали, что денежная масса будет равняться M_0, то они ошибочно примут увеличение номинальной заработной платы за рост реальной заработной платы и увеличат предложение труда. Занятость вырастет до N_1 в краткосрочный период, и совокупное предложение увеличится до y_1. Следовательно, согласно новой классической модели, *меры денежно-кредитной политики могут иметь реальный кратковременный эффект при условии, что эти действия несистематичны и неожиданны.*

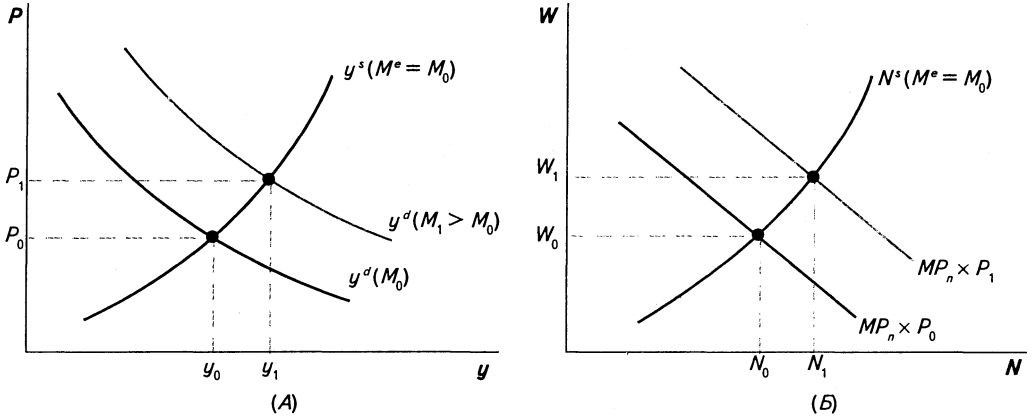


Рис. 22-2

Последствия неожиданного увеличения номинальной денежной массы в новой классической модели. Увеличение денежной массы приведет к росту совокупного спроса, что вызовет повышение уровня цен (рис. *А*). Увеличение уровня цен приведет к повышению спроса на труд со стороны фирм (рис. *Б*). Если увеличение номинальной денежной массы произошло совершенно неожиданно для работников, то они не будут предвидеть повышение цен и поэтому их предложение труда останется неизменным (рис. *Б*). В результате равновесный уровень занятости повысится. Также повысится и равновесный уровень реального производства (рис. *А*). Следовательно, согласно новой классической модели, совершенно непредвиденное повышение номинальной денежной массы приводит к изменению реальных экономических переменных в краткосрочный период.

Что же случится в долгосрочный период? Согласно новой классической теории, в долгосрочный период люди обнаружат, что ФРС случайно или преднамеренно увеличила номинальную денежную массу без «заблаговременного предупреждения». Они в конце концов соответственно изменят свои ожидания — ценовые ожидания увеличатся, графики предложения труда и совокупного предложения сдвинутся влево (рис. 22-1). В долгосрочный период деньги остаются нейтральными, по крайней мере так утверждают монетаристы.

ПРЕДПОЛОЖЕНИЕ О НЕЭФФЕКТИВНОСТИ ПОЛИТИКИ

Вышеприведенные примеры проиллюстрировали основные положения новой классической теории. Систематические, прогнозируемые меры денежно-кредитной политики не имеют никакого влияния на реальные экономические переменные в краткосрочный период, а несистематические, неожиданные меры этой политики лишь временно влияют на реальные показатели.

Мы особо останавливаемся на взглядах новой классической школы на результаты денежно-кредитной политики, так как многие представители этой школы, например монетаристы, часто приписывают деньгам решающую роль в определении совокупного спроса и уровня цен. Однако если бюджетно-налоговая политика воздействует на совокупный спрос, то, по их мнению, результаты будут теми же. Иными словами, систематические меры бюджетно-налоговой политики не будут влиять на реальные экономические переменные даже в краткосрочный период, а несистематические меры этой политики будут иметь лишь временное влияние на реальные переменные, и со временем это влияние полностью сойдет на нет.

Положение новой классической теории о том, что денежно-кредитная или бюджетно-налоговая политика в долгосрочный период нейтральна относительно реальных экономических переменных в условиях гибкости цен и заработной платы, а также в условиях верности гипотезы рациональных ожиданий, известно под названием **предположение о неэффективности политики** (*policy ineffectiveness proposition*). Именно это очень резкое и смелое предположение у большинства экономистов ассоциируется с новой классической теорией. Другими словами, любые действия в рамках денежно-кредитной или бюджетно-налоговой политики, проводимые с целью стабилизировать реальный объем производства и уровень занятости с помощью регулирования совокупного спроса, в конечном итоге обречены на провал.

Некоторые современные кейнсианцы, например Франко Модильяни (Modigliani) и Роберт Солоу (Solow) из Массачусетского технологического института, а также Джеймс Тобин (Tobin) из Йельского университета, считают предположение о неэффективности политики нереалистичным, крайним вариантом монетаризма. Дж. Тобин, к примеру, назвал концепцию монетаризма Милтона Фридмена и прочих «вариантом I монетаризма», а новую классическую теорию — «вариантом II монетаризма». Даже некоторые монетаристы не полностью уверены в правильности предположения о неэффективности политики. Кстати, Милтон Фридмен и другие объясняли Великую депрессию тем, что с 1929 по 1933 г. произошло сильнейшее (более чем на $^1/_3$) сжатие номинальной денежной массы, что существенно снизило совокупный спрос. Однако если бы новая классическая теория была бы безапелляционно верна, то наверняка люди бы скорректировали свои ожидания в соответствии с денежно-кредитной политикой того периода. Времени у них для этого было достаточно — целых 4 года. Трудно поверить, заявляют как монетаристы, так и кейнсианцы, что люди не предвидели и не ожидали такого массового сжатия денежной массы. Если же они ее предвидели, то, согласно новой классической теории, Великая депрессия *автоматически* бы закончилась в течение

двух лет с момента ее начала (если не скорее). Однако, напротив, она длилась еще в течение нескольких лет, последующих после 1933 г.

Для кейнсианцев и некоторых монетаристов непонятно следующее: если новая классическая теория верна, то как могут происходить долговременные спады производства. Экономисты, придерживающиеся новой классической теории, объясняют подобные затяжные спады производства (типа Великой депрессии) неверной государственной экономической политикой. Например, многие из этих экономистов объясняют тяжелые последствия и продолжительность Великой депрессии тем, что на протяжении указанного периода денежно-кредитная политика проводилась чрезвычайно не систематически, что серьезно затрудняло корректировку ожиданий. Кроме того, из-за отсутствия государственного страхования банковских депозитов в 1930-е годы потери капитала были чрезвычайно велики, что отрицательно сказывалось на экономической активности.

Современная кейнсианская теория рациональных договоров

Кейнсианцы являются главными противниками новой классической теории и содержащегося в ней предположения о неэффективности политики. Главной мишенью для атак кейнсианцев была гипотеза рациональных ожиданий. Многие ранние представители кейнсианства ставили под вопрос реалистичность этой гипотезы, считая нереальной возможность индивидов легко собирать информацию и мгновенно ее учитывать.

Сторонники традиционной кейнсианской теории реагировали на подобные взгляды по-разному. Одни вообще отрицали верность гипотезы рациональных ожиданий. Остальные старались разработать теории, признающие гипотезу рациональных ожиданий, но в то же время отмечающие ограниченную способность индивидов собирать, обрабатывать информацию и действовать в соответствии с полученными результатами. Авторы *современных кейнсианских теорий*, например Стэнли Фишер (Fischer) из Массачусетского технологического института, Ио Анна Грэй (Gray) из университета штата Орегон и Джон Тейлор (Taylor) из Стэнфордского университета, постепенно убедились в предпочтительности гипотезы рациональных ожиданий по сравнению с теорией адаптивных ожиданий. Но все же они отвергали допущения новой классической теории о гибкости цен и заработной платы.

По мнению современных кейнсианцев, заработная плата и цены не являются гибкими из-за того, что в реальной жизни фирмы и работники часто заключают договоры, регулирующие условия труда (например, размер заработной платы и прочих выплат), которыми фирмы и руководствуются при найме работников в течение определенного периода. Существование подобных долгосрочных договоров, по мнению современных кейнсианцев, ограничивает возможность немедленной реакции в ответ на изменения ожиданий, вызванных изменениями в денежно-кредитной политике. Если работники имеют контракт с фирмой, то они уже не смогут скорректировать свое поведение в соответствии с изменением ожиданий, даже если они захотят это сделать. Итак, как мы увидим позднее, современные кейнсианцы приходят к выводу о том, что денежно-кредитная политика может иметь реальные последствия.

ПОЧЕМУ РАБОТНИКИ И ФИРМЫ ЗАКЛЮЧАЮТ МЕЖДУ СОБОЙ ДОГОВОРЫ?

Как уже отмечалось в главе 21, в экономике существует множество трудовых договоров, как «открытых» (официальных), так и «закрытых» (неофициальных). «Открытые» договоры между работниками и работодателями, конечно же, широко распространены в отраслях, где сильны профсоюзы. Такого рода контракты практикуются и в некоторых других отраслях, где профсоюзы не так влиятельны. Конечно, все выпуск-

ники университетов сталкивались с тем, что фирмы, нанимающие их после окончания вуза, часто имеют базовую заработную плату и установленные правила периодического пересмотра размеров денежного и прочего вознаграждения. «Закрытые» договоры в различных отраслях значительно отличаются друг от друга, и многие экономисты до сих пор спорят о том, существуют ли они вообще.

Однако никто не отрицает того, что договоры, регулирующие заработную плату, играют важную роль в некоторых отраслях. Возникает вопрос, почему же эти договоры существуют? Ведь в конце концов фирмам выгоднее платить работникам меньше, если спрос на труд падает; работники же предпочтут получать больше, если спрос на труд возрастет. Почему каждая из сторон подобного договора желает зафиксировать определенную номинальную заработную плату на том уровне, который впоследствии может не соответствовать спросу и предложению на рынке труда?

Над решением этого вопроса до сих пор работают многие исследователи, и мы можем выделить две основные причины, указываемые всеми современными экономистами. Во-первых, в ситуации повышения и понижения номинальной заработной платы вследствие повышения или падения спроса на труд должен существовать своеобразный механизм «аукционной торговли» квалификацией работников. Отметим, что в классической теории рынка труда при допущении, что уровень заработной платы и занятости реагирует на динамику спроса и предложения труда практически мгновенно, подразумевается, что работники постоянно «выставляют на аукцион» свою квалификацию и постоянно перепродают ее наиболее щедрому покупателю среди фирм. Однако сложно представить себе состояние рынка труда, который мог бы быстро реагировать на изменение ситуации без создания огромных трудностей для людей. Предположим, что вы прошли прекрасную подготовку, стали архитектором и специализируетесь на проектировании офисных зданий. Если бы рынок труда архитекторов выглядел бы как перманентный аукцион, то архитекторам пришлось бы постоянно переезжать со своими семьями по вызову из города в город по всей стране. Такая практика наверняка дорого бы стоила архитекторам, ведь переезд — дело дорогостоящее. Эти затраты, называемые экономистами трансакционными издержками рынка труда, могут быть настолько высокими, что архитекторам было бы выгоднее договориться с каким-то одним работодателем на длительный срок и постоянно оставаться в одном городе. Работодателю такой договор тоже будет выгоден, так как в противном случае ему пришлось бы постоянно искать по всей стране незанятых архитекторов с той специализацией, которая нужна ему в данный момент. Следовательно, трансакционные издержки являются одной из причин существования «открытых» и «закрытых» договоров между работниками и работодателями, регулирующими заработную плату.

Другой причиной существования подобных договоров является стремление равномерно *распределить* риск как со стороны работников, так и со стороны работодателей. Этот мир — место нестабильное, и вследствие этого рыночный уровень заработной платы может подняться или упасть в любое время. Если он повышается, то работники выигрывают, а фирмы — наоборот. Если он понижается, то работники в менее выгодном положении, а фирмы — в более выгодном. Поэтому фирмы и работники договариваются путем заключения соглашения о фиксированном уровне заработной платы, и в течение определенного периода они разделяют риск, связанный с изменениями рыночного уровня заработной платы.

ТЕОРИЯ РАЦИОНАЛЬНЫХ ДОГОВОРОВ

Современная кейнсианская макроэкономическая теория трудовых договоров основывается на предпосылках о жесткости заработной платы и неполноте информации, на

которых базируется традиционная кейнсианская модель. Вслед за новой классической теорией она принимает гипотезу рациональных ожиданий. Следовательно, современные кейнсианские договорные модели содержат один элемент из новой классической теории — гипотезу рациональных ожиданий — и отвергают другой элемент — предположение о совершенной конкуренции.

В традиционной кейнсианской модели с жесткостью заработной платы, описанной в главе 21, мы полагали, что работники и фирмы просто устанавливали номинальную заработную плату на определенном уровне на конкретный период времени. Однако мы не объяснили, как работники и фирмы определяли этот уровень заработной платы, т. е. как будто работники и фирмы просто ткнули пальцем в небо и получили из воздуха номинальную заработную плату. Именно это упущение кейнсианской теории совокупного предложения при жесткости заработной платы и является основной целью постоянных атак со стороны экономистов — сторонников новой классической теории.

Одной из основных целей современной договорной теории является объяснение того, какой размер номинальной заработной платы работники и фирмы внесут в договор. Главное, что требовалось от этой теории, — придерживаться положения рациональности выбора работников и работодателей при определении уровня заработной платы, вносимого в договор. Другими словами, этот уровень заработной платы должен быть наилучшим из возможных (с учетом всей доступной на момент подписания договора информации) компромиссом между требованиями и предпочтениями и работников, и фирм. Это означает, что и работники, и фирмы будут принимать решение по уровню заработной платы на основе рациональных ожиданий относительно ситуации, которая будет наблюдаться в экономике в период действия этого договора.

Существует целый набор специфических теорий рациональных договоров. Наиболее полные из них пытаются охватить как можно больше элементов, влияющих в реальной жизни на условия трудовых договоров. Например, соглашения в разных фирмах и отраслях имеют разные сроки действия, так что они могут перекрывать друг друга. В некоторых отраслях, где сильны профсоюзы, коллективные договоры заключаются на два-три года, а в некоторых — лишь на год. Современные теории коллективных договоров считают, что в некоторых отраслях существует совершенная конкуренция, а отдельные отрасли являются монопольными.

Однако отметим, что чем больше факторов реального мира учитывает система, тем сложнее она становится. Наша цель здесь не запутаться в мелочах, стараясь учитывать все факторы, относящиеся к предмету исследования, а разобраться в принципах основных теорий. Поэтому мы упростим задачу и предположим, что во всех отраслях существует совершенная конкуренция, а также что все работники и фирмы синхронизируют все коллективные и прочие договоры, т. е. все работники и фирмы подписывают договоры в одно время, и что все договоры имеют одинаковый срок действия.

Прозрачный рынок труда в идеальном случае Начнем создание нашей модели трудовых договоров с идеальной ситуации: вообще не существует трудовых договоров, цены эластичны, информация абсолютно доступна. В такой ситуации рынок труда будет в полном равновесии, он будет идеальным, т. е. уровень номинальной заработной платы будет находиться в точке пересечения кривых спроса на труд и его предложения. Этот идеальный уровень, обозначенный на рис. 22-3 как W^*, будет отражать равновесие на рынке. Предложение трудовых услуг работниками будет соответствовать спросу фирм (N^*) при данном уровне заработной платы. Этот уровень номинальной заработной платы и уровень занятости при абсолютной доступности информации будут естественными.

Напомним преимущества равновесия на рынке труда в классической модели. При уровне заработной платы в условиях абсолютной доступности информации (W^*) работники склонны предложить на рынке такой объем трудовых услуг, какой фирмы хотят приобрести. Другими словами, ожидания обеих сторон удовлетворены при данном уровне номинальной заработной платы. Следовательно, при данной заработной плате не существует безработицы среди трудоспособного населения; N^* — естественный уровень трудовых услуг при абсолютной доступности информации.

Конечно же, основными контраргументами кейнсианцев против этой классической модели рынка труда являются существование фиксирующих заработную плату договоров и недостаточность информации, доступной работникам. Современная кейнсианская теория заработной платы старается надеть кейнсианские цепи на прекрасную, но практически невозможную классическую теорию рынка труда.

Согласно современной кейнсианской теории договоров, работники и фирмы в конкурентных отраслях были бы чрезвычайно рады оказаться в классическом мире со всеми его прелестями, включая и отсутствие безработицы. Однако из-за высоких трансакционных издержек, связанных с необходимостью проведения постоянных аукционов по продаже труда, как рабочие, так и фирмы соглашаются заключать трудовые договоры на длительные периоды. Сроки действия подобных договоров различны, но мы предположим, что все они заключаются сроком на один год. В момент подписания этих договоров ни работники, ни работодатели не знают, какова будет экономическая ситуация в стране в течение срока действия годового договора. Однако, согласно теории, они постараются установить такой уровень номинальной заработной платы, который был бы в экономике, если бы договора не существовало, т. е. в то время, когда будут вестись переговоры по договору, работники и работодатели постараются *спрогнозировать* уровень номинальной заработной платы, предположить, каким он был бы при функционировании рынка труда в идеальных условиях перманентного аукциона в течение срока действия договора. Они будут стараться достигнуть этого уровня, так как при нем не будет существовать безработицы и обе стороны будут удовлетворены.

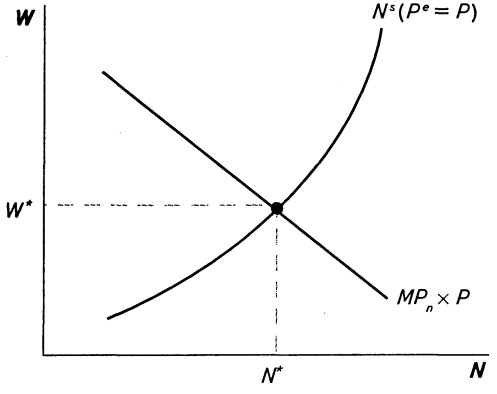


Рис. 22-3

Занятость при абсолютной доступности информации и естественный уровень номинальной заработной платы. Если работники и работодатели обладают полной информацией о ценах ($P^e = P$), то равновесный уровень занятости будет находиться на естественном уровне N^*. Уровень заработной платы W^* — идеальный равновесный уровень номинальной заработной платы, при котором спрос и предложение труда равны и соответствуют естественному уровню занятости.

Договорная заработная плата и кривая совокупного предложения Итак, работники и фирмы в договоре устанавливают уровень заработной платы, равный *ожидаемой величине номинальной заработной платы, какая она была бы на рынке труда в идеальных условиях* (W^*). Рисунок 22-4 иллюстрирует подобную ситуацию. При обсуждении условий договора стороны не знают, каков будет уровень цен в предстоящем году. Однако они могут попытаться предсказать его, т. е. сформировать свои

рациональные ожидания относительно уровня цен (P^e.) Работники и фирмы ожидают, что кривая предложения на рынке труда в среднем будет в положении N^s (P^e) на протяжении следующего года. Они также считают, что в будущем году на рынке труда кривая предложения будет находиться в среднем в положении $MP_n \times P^e$, т. е. они считают, что в будущем году в идеальных условиях средняя ставка номинальной заработной платы на рынке труда составит W^{*e}. При этом ожидаемом уровне заработной платы средний уровень безработицы будет нулевым, так как при данной номинальной заработной плате рынок труда будет находиться в равновесии.

Ни работникам, ни фирмам не нужна ни безработица, ни излишняя занятость в течение действия договора, так как при полной занятости поведение работников определяется кривой предложения, а фирм — кривой спроса. Поэтому в договоре они установят заработную плату W^c, равную ожидаемой «идеальной» заработной плате W^{*e}. Таким образом, работники согласны предоставлять трудовые услуги по установленной в договоре цене, как это показано на рис. 22-4 горизонтальной прямой W^c.

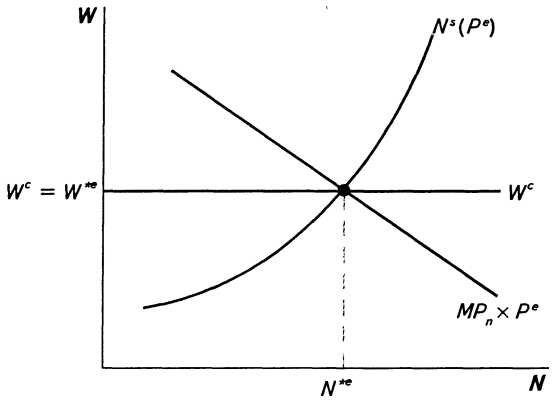


Рис. 22-4
Определение ставки договорной заработной платы. В момент подписания трудового договора работники и фирмы формируют ожидания уровня цен (P^e), который, как они полагают, будет существовать в течение срока действия договора. Они предполагают, что при ожидаемом уровне цен уровень занятости будет N^{*e}. Ставка заработной платы W^{*e} — это ожидаемая рыночная ставка номинальной заработной платы, при которой обеспечивается равенство спроса и предложения труда при ожидаемом естественном уровне занятости. Работники и фирмы склонны зафиксировать этот уровень в условиях договора, и поэтому они устанавливают ставку договорной заработной платы W^c, равной ожидаемой рыночной ставке W^{*e}.

После подписания договора уровень цен может быть не равен уровню, ожидаемому работниками и фирмами. Рисунок 22-5 рассматривает три возможности. Одна из них — вариант, когда реальный уровень цен P_0 равен ожидаемому уровню P^e и, следовательно, установленный уровень номинальной заработной платы соответствует ожидаемому уровню. Как видно из рис. 22-5*А*, положение кривой спроса на труд при данном уровне цен (заработной платы) определяет уровень занятости N_0. При данном уровне занятости работники и фирмы производят продукцию в объеме y_0 (рис. 22-5*Б*). Это приводит к тому, что цена продукции будет иметь координаты y_0 и P_0 (рис. 22-5*В*). Если ситуация сложилась именно так, как работники и фирмы ожидали, то N_0 — естественный уровень занятости, y_0 — естественный уровень производства.

Однако в реальной жизни вряд ли работники и фирмы будут абсолютно верны в своих ценовых прогнозах. Например, может случиться, что за год действия договора средний уровень цен поднимется выше ожидаемого при подписании договора. В таком случае уровень цен уже будет равен P_1, т. е. превысит P^e, а реальный спрос на труд $MP_n \times P_1$ будет превышать ожидаемый работниками и фирмами. Тем не менее работники обязаны соблюдать условия подписанного ими договора, так что им придется предоставлять работодателям больше трудовых услуг по сравнению с ожидаемым

уровнем, что отражается положением точки N_1 на рис. 22-5*А*, а также производить больше продукции y_1 (рис. 22-5*Б*). (На самом деле в реальных соглашениях может быть оговорена плата за сверхурочную работу, а также ограничение общего количества отработанных часов в неделю, но для простоты анализа мы не будем учитывать такие тонкости.) Все это приводит к тому, что на рис. 22-5*В* точка равновесия сдвинется в положение P_1 и y_1.

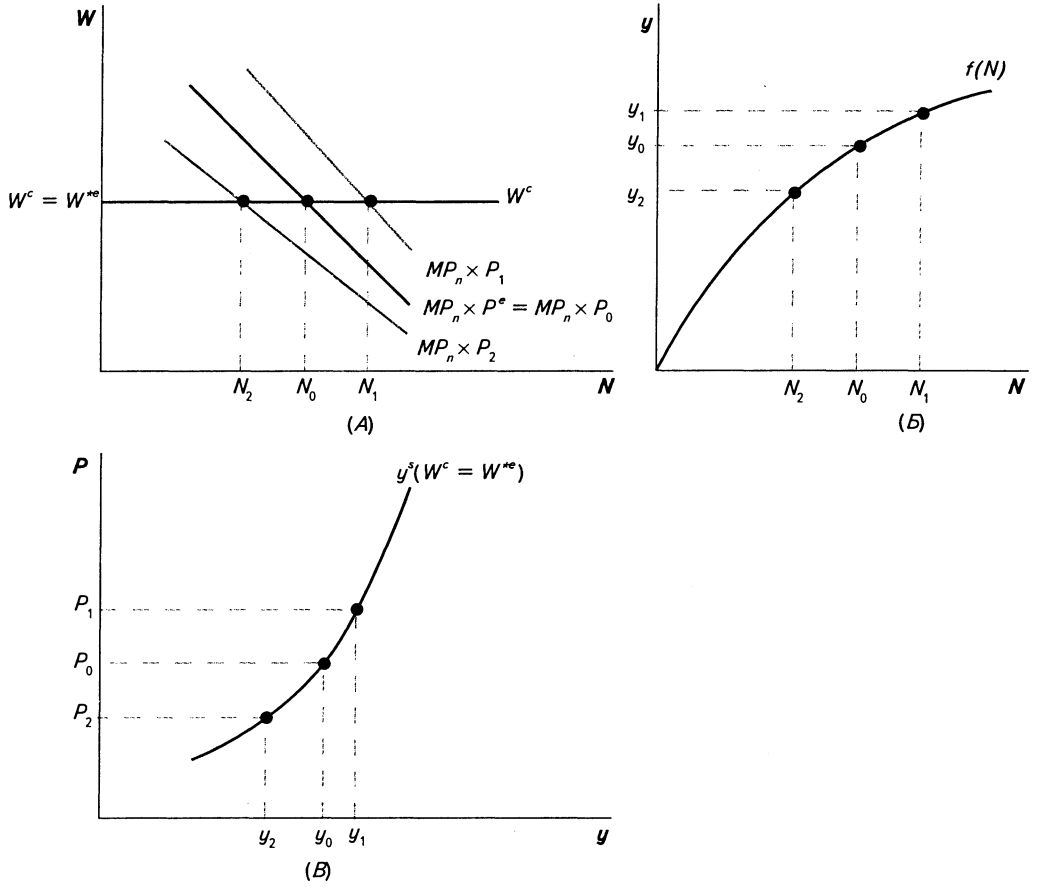


Рис. 22-5

Построение кривой совокупного предложения в модели с договорной заработной платой. На протяжении действия трудового соглашения оговоренная номинальная заработная плата W^c равна ожидаемой рыночной номинальной заработной плате в идеальной ситуации W^{*e}. Работники и работодатели предполагали, что средний уровень рыночной номинальной заработной платы в период действия договора будет именно таким, основываясь на своих ценовых ожиданиях в момент подписания договора. Если же уровень цен в течение срока действия контракта будет варьироваться, то тогда и спрос на труд со стороны фирм будет соответственно увеличиваться или падать, что будет, в свою очередь, увеличивать или уменьшать уровень занятости (рис. *А*). Следовательно, будет изменяться и объем производства в соответствии с неожидаемыми в момент подписания договора изменениями уровня цен (рис. *Б*). Следовательно, в современной кейнсианской модели трудовых договоров кривая совокупного предложения будет иметь положительный наклон (рис. *В*). Меры денежно-кредитной политики, направленные на изменение совокупного спроса, будут эффективными в течение всего периода, пока заработная плата будет зафиксирована на уровне W^c.

Если же уровень цен окажется ниже ожидаемого, то и спрос на труд будет ниже ожидаемого и кривая будет находиться в положении $MP_n \times P_2$, где P_2 — реальный уровень цен, меньший ожидаемого P^e. Фирмы будут потреблять меньший объем трудовых услуг N_2, чем предполагалось при заключении договора (рис. 22-5*А* и 22-5*Б*). Они будут выпускать меньше продукции — y_2 (рис. 22-5*Б*). Это приведет к тому, что точка равновесия на рис. 22-5*В* сместится в позицию P_2 и y_2.

Кривая, заданная тремя полученными точками, представляет собой кривую совокупного предложения в экономике с трудовыми договорами. Мы также получили кривую договорной заработной платы W^c, поэтому мы обозначим полученный график $y^s(W^c)$. Изменения величины договорной заработной платы будут влиять на кривую совокупного предложения. Если говорить точнее, то повышенная договорная заработная плата сместит кривую совокупного предложения вверх влево относительно графика, представленного на рис. 22-5*В*. Пониженная договорная заработная плата сместит кривую совокупного предложения вниз и вправо относительно вышеуказанной кривой. Безусловно, изменения величины предельного продукта труда, связанные с развитием техники или изменением объема услуг других факторов производства, например капитала и земли, тоже могут сместить кривую совокупного предложения вправо или влево.

Этот анализ совокупного спроса, конечно же, очень похож на анализ совокупного спроса в ситуации с жесткой заработной платой, рассмотренной в главе 21. Жесткость заработной платы в данном анализе несравнима с прошлым анализом, так как здесь мы основываемся на предположении о том, что при определении фиксированной заработной платы фирмы и работники руководствуются рациональными ожиданиями. Конечно же, прогнозы работников и работодателей относительно заработной платы, при которой занятость будет полной, могут быть неточными, однако при формировании своих ожиданий они используют всю доступную им информацию. Следовательно, эта теория основана на гипотезе рациональных ожиданий, однако все равно предполагает наличие фиксированной номинальной заработной платы в определенный период.

ИНДЕКСАЦИЯ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ

На самом деле в экономике существуют некоторые договоры, не подразумевающие полную фиксацию номинальной заработной платы в течение действия договора. Эти договоры определяют базовую заработную плату и оговаривают ситуации, в которых эта базовая заработная плата может изменяться в соответствии с изменениями каких-либо других экономических переменных. Распространенным примером таких договоров, особенно в отраслях с сильными профсоюзами, является контракт, основанный на стоимости потребительской корзины, или контракт COLA (cost of living adjustment — стоимость жизни). При наличии подобного контракта повышение уровня цен автоматически приводит к повышению заработной платы, причем обычно такое повышение проводится через определенные промежутки времени, например каждые три месяца. Подобные контракты являются примером того, что экономисты называют **индексацией заработной платы** (*wage indexation*), т. е. когда заработная плата индексируется, если автоматически изменяется в соответствии с изменениями цен.

Другой распространенный прием индексации — привязка заработной платы к успехам фирмы-работодателя при помощи таких инструментов, как комиссионные, премии или процент от прибыли. В такой ситуации если поднимаются цены на продукцию фирмы, то работники косвенно получают часть повышенных прибылей, т. е. их реальная заработная плата автоматически повышается (или, возможно, понижается).

Очевидно, что попытка учесть все виды индексации заработной платы чрезмерно усложнит нашу модель, поэтому мы и не будем этого делать. Для начала предположим, что все договоры в нашей модели индексируют заработную плату прямо пропорционально изменениям уровня цен, т. е. каждый раз, когда уровень цен поднимется на одну единицу, будет повышаться на одну единицу и оговоренная в контракте номинальная заработная плата. Предположим, хотя это и исключительно редко практикуется в реальной жизни, что индексация происходит постоянно, на протяжении всего срока действия договора. Кроме того, предположим, что заработная плата может не только повышаться, но и понижаться в соответствии с изменениями уровня цен (это тоже происходит редко).

При данных предположениях рис. 22-6 иллюстрирует ситуацию в экономике при повышении или понижении уровня цен относительно ожидаемого работниками и работодателями в момент определения базовой заработной платы (W^c) в договоре. Как и в предыдущей модели, базовая номинальная заработная плата (W^c) приравнивается к ожидаемой рыночной заработной плате (W^{*e}). На рис. 22-6*А* и 22-6*В* уровень цен P_0 равен ожидаемому работниками и работодателями уровню, т. е. $P_0 = P^e$. При данном уровне цен естественный уровень занятости в условиях полной доступности информации равен N_0, а y_0 — естественный уровень производства (рис. 22-6*Б*). Соответственно отношение выпуска к равновесной цене будет отражаться на рис. 22-6*В* точкой с координатами y_0 и P_0.

Если в контракте оговаривается полностью индексируемая заработная плата, то фактическая заработная плата будет варьироваться относительно базовой W^c прямо пропорционально динамике уровня цен. Например, если уровень цен поднимается с P_0 до P_1, то фактически выплачиваемая заработная плата будет равняться W^c *плюс* величина изменения уровня цен, т. е. $W^c + (P_1 - P_0)$. При повышении уровня цен повышается и спрос на труд, но фирмам приходится еще платить и заработную плату, увеличившуюся прямо пропорционально повышению уровня цен. Как показано на рис. 22-6*А*, это означает, что уровень занятости не изменится, а на рис. 22-6*Б* — что не изменится и объем производства. Теперь равновесие в экономике отражается на рис. 22-6*В* точкой с координатами y_0 и P_1.

В противном случае, т. е. если величина P_2 окажется ниже ожидаемого уровня P_0, спрос на труд упадет (рис. 22-6*А*). Однако выплачиваемая заработная плата, согласно контракту с оговоренной полной индексацией, будет равняться $W^c - (P_0 - P_2)$, т. е. она будет меньше базовой заработной платы W^c в пропорции, соответствующей изменению уровня цен. Фирмам потребуется меньше базовых услуг работников при пониженном уровне цен, однако и заработную плату они будут платить ниже базовой, и поэтому фактический уровень занятости не изменится. Следовательно, не изменится и объем производства (рис. 22-6*Б*). На рис. 22-6*В* равновесие в экономике будет отражать точка с координатами y_0 и P_2.

График, заданный тремя точками на рис. 22-6*В*, будет графиком совокупного предложения при наличии в модели договоров, полностью индексирующих заработную плату относительно уровня цен. Эта вертикальная прямая поразительно напоминает классическую модель. Причина вертикальности графика в данной модели, как, впрочем, и в классической модели, в том, что при полной индексации заработная плата изменяется прямо пропорционально изменению уровня цен. Эта кейнсианская модель экономики с трудовыми договорами просто дублирует классическую модель, когда номинальная заработная плата полностью индексируется согласно трудовым договорам.

В некоторых отраслях в США номинальная заработная плата, оговариваемая в контрактах, вообще не индексируется в отличие от более простых моделей, рассмот-

ренных нами ранее. В других отраслях индексация общепринята, но редко проводится в полном объеме, как в вышеописанной модели. Поэтому современные кейнсианцы утверждают, что в целом в США практикуется частичная индексация. Это означает, что кривая совокупного предложения хотя и не вертикальна, но и не настолько наклонена, как в модели с фиксированной заработной платой.

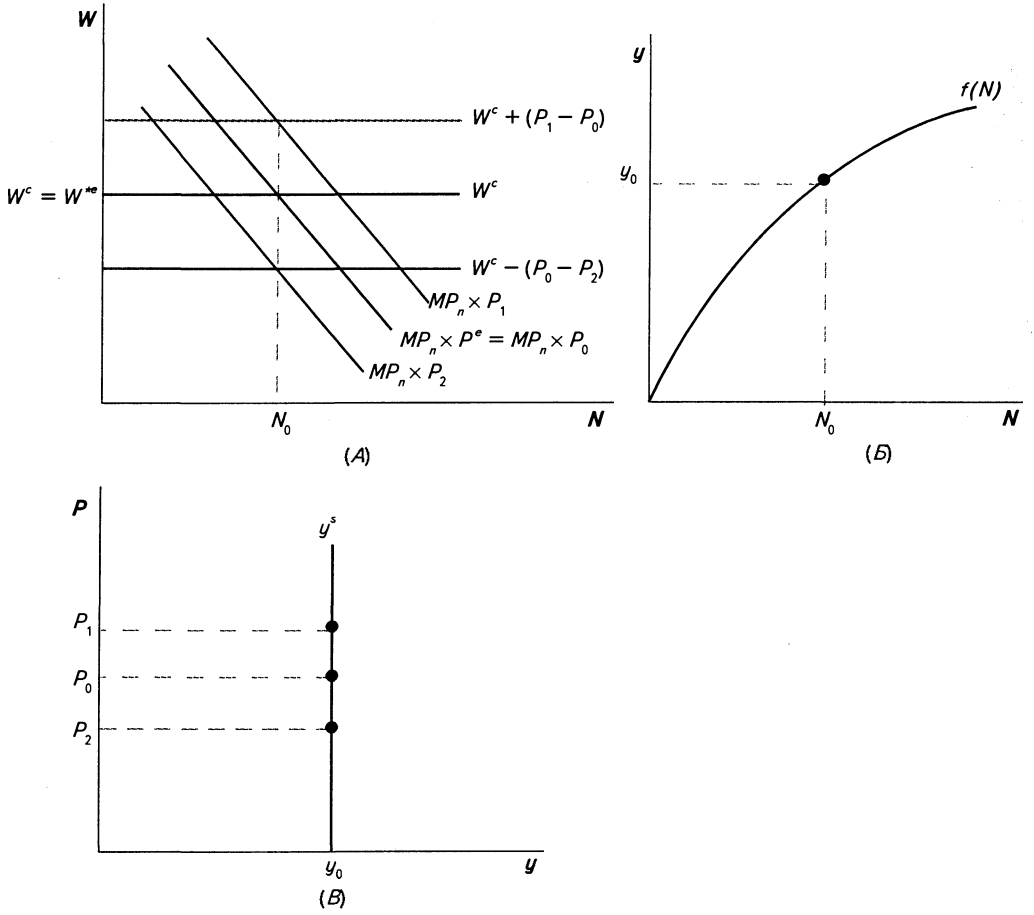


Рис. 22-6

Построение кривой совокупного предложения при полной индексации заработной платы в случае изменения уровня цен. В течение срока действия трудового договора, заключенного работниками и работодателями, базовая заработная плата W^c равна ожидаемой в момент подписания контракта рыночной номинальной заработной плате, какой бы она была в идеальных условиях (W^{*e}). Если во время действия договора уровень цен изменится, то спрос на труд тоже изменится, что вызовет изменение уровня занятости (рис. *А*). Но если реальная заработная плата полностью индексируется относительно уровня цен, то тогда номинальная заработная плата тоже изменится соответственно уровню цен. Равновесный уровень занятости будет прежним. Из этого следует, что реальный объем производства также останется неизменным (рис. *Б*). Следовательно, кривая совокупного предложения в современной кейнсианской модели трудовых договоров при полной индексации заработной платы будет вертикальна (рис. *В*). Меры денежно-кредитной политики, направленные на сдвиг кривой совокупного спроса, будут нейтральны в период индексации заработной платы.

Загадка индексации

По причинам, описанным в этой главе, работники и работодатели обычно не договариваются о полной индексации заработной платы и не компенсируют таким образом последствия изменений уровня цен, не предвиденных при подписании договора. Тем не менее пока существует изменчивость совокупного спроса, в договорах присутствует по крайней мере частичная индексация заработной платы. Другими словами, даже если договор и не подразумевает прямо пропорциональную индексацию относительно уровня цен, индексация существует, но с коэффициентом меньше единицы.

Если в европейских странах, например Германии или Великобритании, заработная плата частично или полностью индексируется, то, по данным большинства исследований, в США в среднем уровень индексации очень низок. Некоторые исследования даже утверждают практическое отсутствие такой индексации в США. Подобный низкий уровень индексации номинальной заработной платы является загадкой для многих экономистов.

Одной из возможных причин низкой индексации номинальной заработной платы в США относительно других стран является повышенная стабильность совокупного спроса в США. Но исследования, учитывающие этот фактор, все равно указывают на поразительно малую степень индексации в США.

Другой причиной низкого уровня индексации в США является высокая стоимость подобной индексации. Просто указать в договоре, что заработная плата будет индексироваться, — это еще полдела. Фирмы должны следить за уровнем цен в стране и проводить автоматическую индексацию выплат своим работникам. Для выполнения этих задач требуются дополнительные работники, которым тоже надо платить. Если цена индексации настолько высока, то фирмы не согласятся даже на частичную индексацию. Однако слабостью такой трактовки является ее неспособность объяснить распространенность индексации в Европе.

Третьей возможной причиной является широкая распространенность в США (по сравнению с Европой) таких явлений, как пенсионные планы, комиссионные выплаты, премиальные выплаты, процентные выплаты из прибыли фирмы, а также то, что многие работники являются совладельцами компании-работодателя. Подобные отношения между работниками и работодателями являются видами индексации заработной платы относительно доходов компании, т. е. доходы работников зависят от цен и, следовательно, доходов, получаемых компанией-работодателем. Хотя заработная плата и не индексируется относительно общего уровня цен напрямую, эти прочие выплаты и доплаты, скорее всего, являются своеобразными косвенными методами индексации.

Возможен и такой вариант, что исследования индексации заработной платы как в США, так и за рубежом допускают некоторые ошибки и имеют свои недостатки. Некоторые экономисты считают, что недавние исследования в этой области в лучшем случае являются лишь первом шагом в правильном направлении. Они полагают, что экономисты должны более точно определить степень распространения индексации заработной платы перед тем, как оценивать его как высокий или низкий.

Наконец, некоторые экономисты пришли к выводу, что уровень индексации заработной платы в США низок и что он существенно ниже оптимального для экономики и для общества в целом. Другие экономисты в корне не согласны с таким мнением. Они утверждают, что низкий уровень индексации способствует сдерживанию инфляции, и высокий уровень индексации (практически полная индексация) заработной платы в Европе привел к более высокому по сравнению с США уровню инфляции. На вопросе о влиянии повышенного уровня индексации заработной платы на инфляцию мы остановимся в части VI.

Если подвести итог, то индексация до сих пор остается загадкой для экономистов. В некоторых странах заработная плата индексируется частично, если не практически полностью, относительно уровня цен. В других странах индексация низка или вообще отсутствует. Этот феномен до сих пор не в полной мере объяснен экономистами.

Отметим, что в нашем примере на рис. 22-6 изменение уровня цен, вызванное колебаниями совокупного спроса из-за автономных изменений в потреблении, или инвестициях, или в мерах денежно-кредитной политики, не будет влиять ни на объем производства, ни на уровень занятости. Это означает, что полная индексация заработной платы в экономике была бы оптимальным выбором, если бы совокупный спрос являлся единственным источником колебаний экономической конъюнктуры. Если бы это было правдой, то тогда бы при полной индексации заработной платы относительно уровня цен работники и работодатели были бы в полной уверенности относительно того, что занятость и объем производства будут постоянно оставаться на естественном уровне.

Почему же полностью индексируется не вся заработная плата? Причиной тому является тот факт, что в реальной экономике кривая совокупного предложения может варьироваться из-за непостоянства относительных цен на основные ресурсы, например на нефть, или из-за внезапных технических изменений. Рисунок 22-7 показывает, что если обе кривые совокупного предложения (с положительным наклоном и вертикальная) сместятся влево на одну и ту же величину, то при заданной кривой совокупного спроса изменение реального объема производства (и, следовательно, уровня занятости) будет больше, когда кривая совокупного предложения вертикальна. Так как полная индексация номинальной заработной платы превращает кривую совокупного предложения в вертикальную прямую, полная индексация не всегда является оптимальным выбором для экономики.

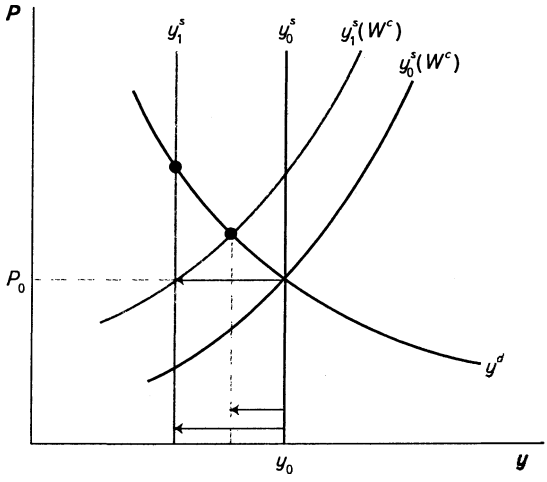


Рис. 22-7
Последствия уменьшения совокупного предложения при неиндексируемой и полностью индексируемой заработной плате. Если кривые совокупного предложения при неиндексируемой и полностью индексируемой заработной плате сместятся влево на одну и ту же величину, то последствия для равновесного объема производства будут наибольшими в случае с полностью индексируемой заработной платой. Повышенная изменчивость объема выпуска продукции при полной индексации заработной платы означает повышенную изменчивость уровня занятости. Следовательно, в случае, когда совокупное предложение изменчиво, для работников и работодателей полная индексация заработной платы менее привлекательна.

Сравнение новой классической и современной кейнсианской теорий

Обе из обсуждавшихся ранее теорий имеют по крайней мере одну общую деталь — гипотезу рациональных ожиданий. Однако новая классическая теория предполагает, что совершенная конкуренция обеспечивает гибкость цен и заработной платы, а современная кейнсианская теория предполагает наличие трудовых договоров, делающих номинальную заработную плату по крайней мере не полностью гибкой.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Для чего нужны модели коллективных договоров?

В 1970-е годы экономисты Стэнли Фишер (Fischer), Йо Анна Грэй (Gray) и Джон Тэйлор (Taylor) первыми начали разрабатывать современные кейнсианские модели коллективных договоров. Многие кейнсианцы сразу же приняли эти модели в качестве кейнсианского ответа на гипотезу рациональных ожиданий неоклассиков. Однако в 1970 — 80-е годы модели коллективных договоров стали предметом атак сразу с нескольких направлений. Первой причиной было то, что экономисты не могли обосновать существование подобных договоров. Если такого рода трудовые соглашения фиксируют уровень заработной платы, то когда ее рыночный уровень отклоняется от уровня, ожидаемого работниками и работодателями при подписании контракта, тогда и для работников, и для работодателей было бы оптимальным изменить установленную номинальную заработную плату. Следовательно, при том, что условия на рынке труда постоянно изменяются, было бы логичным предположить, что с течением времени подобные трудовые соглашения перестанут существовать. Работники и работодатели придут к тому, что номинальную заработную плату нужно менять каждый день, что приведет к эластичной изменчивости номинальной заработной платы в соответствии с динамикой спроса и предложения на рынке труда.

На самом деле подтверждением верности подобной критики служит резкое сокращение деятельности профсоюзов в отраслях США в конце 1970-х — 1980-е годы. Из всех занятых в несельскохозяйственном секторе экономики США в 1935 г. в профсоюзах состояло около 15%. Сразу после второй мировой войны эта процентная величина резко подскочила более чем вдвое и оставалась приблизительно на одном уровне примерно до 1975 г. С 1975 по 1992 г. эта величина резко снизилась до первоначальных 15%. Конечно же, работники, не состоящие в профсоюзах, часто имеют официальные или неофициальные трудовые соглашения с работодателями, но некоторые экономисты считают, что подобное снижение доли состоящих в профсоюзах является подтверждением снижения значимости модели коллективных договоров для экономики США.

Добавим, что по данным 1980-х годов не все прогнозы этих моделей подтверждались реалиями жизни. Несколько экономических исследований, проведенных в начале 1980-х годов, ставят под сомнение утверждение о том, что изменение реального объема производства явилось следствием ошибок работников и работодателей при составлении прогнозов относительно будущего уровня цен, что бросает тень на верность моделей коллективных договоров. Более поздние исследования организованной рабочей силы тоже ставили под вопрос соответствие фактического размера заработной платы прогнозам модели коллективных договоров. Наконец, наиболее мощным аргументом против моделей коллективных договоров являются изменения реальной заработной платы в соответствии с изменениями экономического цикла, что противоречит утверждениям кейнсианской теории коллективных договоров, т. е. совокупный уровень реальной заработной платы часто повышается при высокой занятости и понижается при низкой. Теории коллективных договоров в 1970-е годы утверждали противоположное: при фиксированной номинальной заработной плате высокий уровень совокупного спроса приводит к повышению уровня занятости, объема производства и уровня цен и к понижению реальной заработной платы, а при низком уровне совокупного спроса занятость сократится вместе с объемом выпуска продукции и уровнем цен, а реальная заработная плата будет повышаться.

Некоторые экономисты в ответ на эту критику современных теорий коллективных договоров несколько модифицировали эти теории, или разработали альтернативные кейнсианские теории, или просто отказались от кейнсианского теоретического подхода (см. главу 23). Другие экономисты, однако, попытались отбить нападки на свои теории. Эти экономисты утверждали, что трудности с теоретическим объяснением причин заключения коллективных договоров никак не отражаются на реальности существования коллективных договоров. Они также отмечали, что снижение численности профсоюзов не обязательно указывает на исчезновение коллективных договоров. К тому же в начале 1990-х годов многие из этих экономистов опубликовали свои исследования, доказывающие, что ранние исследования, бросающие тень на вер-

ность прогнозов моделей коллективных договоров, пришли к неверным результатам из-за концептуальных или статистических ошибок. Некоторые из этих недавних исследований ставили под сомнение утверждение о цикличности динамики уровня реальной заработной платы, выдвинутое в ранних исследованиях. Более поздние исследования приводят к выводу, что правильно измеренная реальная заработная плата на самом деле изменяется не в соответствии с изменениями экономического цикла, т. е. отвечает модели коллективных договоров. Этот спор так до сих пор не разрешен, так что значение моделей коллективных договоров еще до конца не выяснено.

Вторая общая деталь — предположение о существовании естественного уровня занятости, обеспечиваемого полной доступностью информации, к которому стремится экономика в долгосрочный период. К тому факту, что обе современные версии классической и кейнсианской теорий пришли к подобным выводам, мы можем относиться как к своеобразной окончательной победе монетаризма. Выводы некоторых современных кейнсианцев о существовании естественного уровня занятости и, следовательно, естественного уровня безработицы являются серьезным отступлением от традиционной кейнсианской модели.

Несмотря на подобные общие черты, эти два теоретических подхода предлагают совершенно разный механизм функционирования моделей, что приводит их к разным выводам об эффективности денежно-кредитной политики. Очень важно внести ясность в эти различия.

ВЫВОДЫ НОВОЙ КЛАССИЧЕСКОЙ ТЕОРИИ

Согласно новой классической теории, политика, призванная воздействовать на совокупный спрос (денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика), не может повлиять на уровень занятости или на реальный объем производства. Действительно, это утверждение верно в краткосрочный период при условии, что меры экономической политики систематичны и, следовательно, предсказуемы. Индивиды автоматически изменяют свои рациональные ожидания соответственно подобным систематическим действиям, и работники изменяют свое поведение на рынке труда так, что уровень занятости и, следовательно, реальный объем производства остаются на естественном уровне. Только несистематические непредсказуемые действия при проведении вышеуказанной политики могут возыметь кратковременное реальное влияние на экономическую активность. Тем не менее даже подобные последствия для реальных экономических показателей со временем исчезают, и все возвращается на круги своя.

СОВРЕМЕННАЯ КЕЙНСИАНСКАЯ ТЕОРИЯ ТРУДОВЫХ ДОГОВОРОВ

В современной кейнсианской теории трудовых договоров также присутствует понятие естественного уровня занятости и естественного уровня производства. Но работники и работодатели договариваются зафиксировать уровень номинальной заработной платы на определенной величине в конкретный период времени. На протяжении этого периода меры денежно-кредитной (или бюджетно-налоговой) политики могут вызвать изменения уровня цен, что приведет к отклонениям занятости и реального объема производства от их естественного уровня. Следовательно, уменьшение или увеличение реального объема производства может длиться довольно долго. В нашей упрощенной модели эти изменения могут просуществовать лишь до тех пор, пока действует трудовой договор, но в более реальных обстоятельствах, т. е. когда разные договоры постоянно перекрываются во времени, срок изменений реальных показателей значительно дольше.

ПРОБЛЕМА РАВНОЗНАЧНОСТИ НАБЛЮДЕНИЙ

Экономисты считают себя хорошими социологами. Они пытаются применить научный метод, соответственно которому сначала надо сформулировать теорию, а потом проверить ее опытным путем на основе данных, получаемых от наблюдения реальной жизни. Следовательно, было бы правильно применить такой подход и проверить как новую классическую модель, так и современную кейнсианскую теорию.

К сожалению, осуществить это на практике довольно трудно. Обе теории утверждают, что реальная занятость и реальный объем производства будут изменяться вследствие неожидаемых изменений уровня цен, или вследствие «сюрприза» уровня цен (price-level surprise). В новой классической модели это может произойти, если, например, ФРС допускает определенные ошибки, или если ее действия непонятны, или если она скрывает свои действия. В современной кейнсианской модели это происходит, когда фактический уровень цен отличается от уровня, ожидаемого работниками и работодателями.

Обе теории утверждают, что реальный объем производства будет отличаться от естественного уровня, который был бы в экономике при полной доступности информации, вследствие неожиданных колебаний уровня цен. Это основное утверждение легко проверить на практике, а поскольку это утверждается в обеих теориях, то подобная проверка нам ничего не даст. Другими словами, обе теории «совпадают», с точки зрения наблюдателя, и экономистам сложно отделить одну теорию от другой при проведении эмпирических проверок. Экономисты называют это **проблемой равнозначности наблюдений** (*observational equivalence problem*). Это явление часто встречается в работе с моделями, основанными на гипотезе рациональных ожиданий.

Исследования экономистов в 1980-е годы не нашли убедительного подтверждения влияния «сюрпризов» уровня цен на реальный объем производства, и этот вывод некоторое время использовался в качестве доказательства несостоятельности обеих этих теорий, как новой классической, так и современной кейнсианской. Однако дополнительные экономические исследования начала 1990-х годов, в которых использовались более точные методы измерения естественного уровня занятости и производства, подвели более прочное эмпирическое основание под обе теории. Тем не менее эмпирическое сравнение двух теорий оказалось очень нелегким делом.

Краткое содержание

1. Используя гипотезу адаптивных ожиданий, индивиды основывают свои ожидания относительно будущего уровня цен и уровня инфляции только на данных прошлых периодов.
2. Существует бесконечное число возможностей формирования адаптивных ожиданий относительно уровня цен и инфляции. К тому же если индивиды используют при формировании ожиданий информацию только прошлых периодов, то возможна ситуация, когда их ожидания окажутся менее точными, чем если бы они использовали текущую информацию и продемонстрировали понимание принципов работы экономики. Именно поэтому многие экономисты полагают, что теория адаптивных ожиданий не подходит для использования при моделировании экономики.
3. В соответствии с гипотезой рациональных ожиданий индивиды формируют ожидания относительно уровня цен и инфляции на основе информации как о прошлом, так и о настоящем и будущем. Они также применяют свои знания принципов функционирования экономики.
4. Новая классическая теория утверждает, что индивиды формируют рациональные ожидания и что на рынке труда существует совершенная конкуренция, т. е. заработная плата и цены обладают гибкостью и рынок определен.

5. Согласно новой классической модели, только несистематические, непредсказуемые действия при проведении денежно-кредитной политики могут влиять на реальный объем производства и уровень занятости. Систематические, предсказуемые действия при проведении денежно-кредитной политики никак не влияют на реальные экономические переменные. Это последнее утверждение известно как предположение о неэффективности политики.
6. Было выдвинуто два ключевых ответа со стороны кейнсианства на новую классическую теорию. Первый — гипотеза рациональных ожиданий неверна, а традиционная кейнсианская модель, основанная на гипотезе адаптивных ожиданий, — верна. Вторым было принятие на вооружение гипотезы рациональных ожиданий, но отрицание предположения о неэффективности политики на основе или теории, или эмпирических исследований.
7. Современная кейнсианская модель использует гипотезу рациональных ожиданий, но отрицает существование совершенной конкуренции, т. е. утверждается жесткость цен и заработной платы, а также неопределенность рынка. Современная кейнсианская модель коллективных договоров особо подчеркивает неэластичность заработной платы, вызванную фиксированием номинальной заработной платы на основе рациональных ожиданий.
8. Если заработная плата зафиксирована в коллективных договорах, то меры денежно-кредитной политики могут влиять на реальный объем производства и уровень занятости, даже если все индивиды в экономике формируют рациональные ожидания.
9. Индексация заработной платы относительно неожиданных изменений уровня цен посредством оговаривания факта и условий индексации в договоре (например, процент от минимальной заработной платы и т. п.) увеличивает наклон кривой совокупного предложения и уменьшает влияние денежно-кредитной политики на реальные экономические переменные.
10. Как новая классическая теория, так и современная кейнсианская теория трудовых договоров утверждают, что неожидаемые изменения уровня цен влияют на реальный объем производства и уровень занятости. Эта похожесть утверждений, известная как проблема равнозначности наблюдений, делает эмпирическое сравнение данных теорий сложной задачей.

Словарь терминов

Адаптивные ожидания (*adaptive expectations*) — ожидания, основанные на информации прошлых периодов вплоть до настоящего момента.

Гипотеза рациональных ожиданий (*rational expectations hypothesis*) — гипотеза о том, что индивиды формируют свои ожидания на основе всей доступной информации как о прошлом, так и о настоящем и будущем, а также при этом используют свои знания принципов функционирования экономики.

Индексация заработной платы (*wage indexation*) — привязывание заработной платы к ценам так, что заработная плата автоматически подстраивается под изменения цен.

Предположение о неэффективности политики (*policy ineffectiveness proposition*) — вывод новой классической теории о том, что только неожидаемые и непредсказуемые действия при проведении денежно-кредитной или бюджетно-налоговой политики в краткосрочный период влияют на реальные экономические показатели, а в долгосрочный период никакие действия при проведении денежно-кредитной или бюджетно-налоговой политики не имеют никакого влияния на реальные экономические показатели.

Проблема равнозначности наблюдений (*observational equivalence problem*) — когда теории дают одинаковые прогнозы относительно экономики, их эмпирическое сравнение затруднено из-за проблемы равнозначности наблюдений.

Вопросы для самопроверки

1. Объясните своими словами разницу между адаптивными и рациональными ожиданиями.
2. Кратко объясните гипотезу рациональных ожиданий, как она была вначале сформулирована в новой классической теории.

3. Объясните основные возражения против использования адаптивных ожиданий в экономических моделях.
4. Объясните основные возражения против использования рациональных ожиданий в экономических моделях.
5. При помощи графиков совокупного предложения и спроса продемонстрируйте влияние уменьшения номинальной денежной массы на объем производства и уровень цен, если это уменьшение было полностью и верно предсказано экономическими агентами, при предположении о верности новой классической модели. Опишите последствия систематических попыток повлиять через денежно-кредитную политику на реальный объем производства.
6. При помощи графиков совокупного предложения и спроса продемонстрируйте влияние уменьшения номинальной денежной массы на объем производства и уровень цен, если это уменьшение было абсолютно неожиданным для экономических агентов, при предположении о верности новой классической модели. Опишите последствия несистематических попыток повлиять с помощью денежно-кредитной политики на реальный объем производства.
7. Используя ответы на вопросы *5* и *6*, объясните, каковы возможные ситуации, когда действия в рамках денежно-кредитной политики не имеют нейтрального эффекта на экономику в соответствии с новой классической теорией?
8. Объясните, почему современные кейнсианцы утверждают, что трудовые договоры, фиксирующие номинальную заработную плату, являются рациональными?
9. Постройте график совокупного предложения в соответствии с современной кейнсианской теорией рациональных коллективных договоров. Теперь предположим, что произошло внезапное увеличение ожидаемой доли тинэйджеров в рабочей силе. Что произойдет с кривой совокупного предложения? Почему?
10. Объясните, почему кривая совокупного предложения при полностью индексируемой номинальной заработной плате вертикальна. Почему полная индексация заработной платы не обязательно является оптимальной для работников и работодателей?

Задачи

22-1. Предположим, что адаптивные ожидания всех индивидов являются средним арифметическим данных о прошлом. Если уровень инфляции за последние три года был соответственно 4,8; 7,5 и 7,7%, то каковы будут ожидания на текущий год?

22-2. Предположим, что ожидаемый уровень цен в настоящий момент (время t) задан формулой:

$$P_t^e = (0{,}5)P_{t-2} + (0{,}5)P_{t-1}.$$

а) Какой это процесс формирования ожиданий?

б) Предположим, что индивиду абсолютно недоступна текущая информация и он ничего не знает о принципах функционирования экономики. Будет ли это в таком случае адаптивный или рациональный процесс формирования ожиданий или оба одновременно?

в) Предположим, что уровень цен за два прошлых периода равнялся двум и один прошлый период — четырем. В соответствии с данным процессом формирования ожиданий каким будет текущий ожидаемый уровень цен?

22-3. Предположим, что индивид формирует свои ожидания относительно уровня инфляции на данный год (время t) в соответствии с формулой:

$$\dot{p}_t^e = (0{,}1)\,\dot{p}_{t-3} + (0{,}3)\,\dot{p}_{t-2} + (0{,}6)\,\dot{p}_{t-1}$$

а) Какой это процесс формирования ожиданий?

б) Объясните своими словами принцип, который мог использовать данный индивид при составлении данной формулы относительно уровня инфляции текущего года.

в) Предположим, что за последние три года уровень инфляции был соответственно 9, 10 и 5%. Каковы будут ожидания индивида относительно текущего года?

г) Предположим, что за последние три года уровень инфляции был постоянен и равен 7%. Каковы будут ожидания индивида относительно инфляции в текущем году?

22-4. Предположим, что реальная экономика соответствует классической модели, причем люди считают, что доступная им текущая информация об осуществляемой денежно-кредитной политике несовершенна. При полной занятости естественный уровень производства равен 1000 млрд. долл. (в ценах базового года) на протяжении последних трех лет и не изменится и в текущем году, скорость обращения денег в кругообороте доходов была и остается неизменной и равной четырем. На протяжении последних трех лет денежная масса была неизменной и равнялась 500 млрд. долл.

а) Каков был уровень цен на протяжении последних трех лет?

б) Каковы адаптивные ожидания относительно денежной массы на текущий год?

в) Предположим, что ФРС делает сообщение, которому можно верить, о том, что денежная масса в экономике будет увеличена до 1000 млрд. долл. в течение текущего года. Каковы адаптивные ожидания относительно уровня цен на текущий год? Каковы рациональные ожидания относительно уровня цен на текущий год? Как вы думаете, какими ожиданиями будут пользоваться экономические агенты?

г) Предположим, что, как и в задаче (в), все индивиды получили информацию о том, что денежная масса увеличится до 1 трлн. долл., а на самом деле денежная масса не изменилась. Какой процесс формирования ожиданий дал более точные результаты в данном случае? Насколько (в процентном отношении) отличались результаты другого процесса формирования ожиданий? Значит ли это, что процесс, давший неверные результаты, был иррациональным? Почему да или нет?

22-5. Предположим для простоты, что уравнение совокупного предложения линейно и задается формулой: $y = y_n + a(P - P^e)$, где y_n и a — положительные переменные.

а) Постройте график этой функции предложения с P, измеряемой по оси ординат, и y — по оси абсцисс. Каков отрезок отсекаемый графиком на оси абсцисс? Каков наклон графика?

б) Предположим, что экономические агенты в состоянии точно предсказывать любые изменения фактического уровня цен. В таком случае каков реальный объем производства? Каковы экономические условия для обеспечения этого объема производства? Постройте график совокупного предложения для данного особого случая.

в) Основываясь на ответах на задачи (а) и (б), объясните, изменится ли реальный объем производства вследствие неожидаемых изменений уровня цен?

22-6. Предположим, что спрос на труд задан уравнением $W/P = 65 - (0{,}25)N$, а предложение труда задано уравнением $W/P^e = 5 + (0{,}75)N$, где W — уровень номинальной заработной платы, P — фактический уровень цен, известный фирмам-работодателям, P^e — ценовые ожидания работников.

а) Предположим, что и фактический уровень цен, и ожидания работников относительно уровня цен равны единице. Каков равновесный уровень занятости? Каков равновесный уровень номинальной заработной платы?

б) Предположим, что работники ожидали, что уровень цен будет равен единице, а он на самом деле оказался равен двум. Каков равновесный уровень занятости? Каков равновесный уровень номинальной заработной платы?

в) Основываясь на ответах на вопросы (а) и (б), ответьте, какой эффект на равновесный уровень занятости имеет повышение уровня цен с 1 до 2, если это повышение не ожидалось работниками?

22-7. Предположим, что спрос на труд задан уравнением $W/P=50 - (0{,}5)N$, а предложение труда задано уравнением $W/P = 10 + (0{,}5)N$, где W — уровень номинальной заработной платы и P — уровень цен.

а) Каков равновесный объем трудовых услуг? Каков равновесный уровень реальной заработной платы?

б) Предположим, что работники и фирмы договорились зафиксировать номинальную заработную плату вместо того, чтобы постоянно определять ее рыночный уровень, но в то же

время они хотят получить рыночный уровень реальной заработной платы и равновесный уровень занятости. Если все они ожидали, что уровень цен будет равен единице, то на каком уровне они зафиксируют номинальную заработную плату? Если в трудовом договоре они установят именно эту заработную плату и реальный уровень цен будет как раз равен единице, то каков будет уровень занятости? Будет ли это естественный уровень занятости?

в) Если при формировании ожиданий работники и фирмы получат неточный результат и реальный уровень цен будет равен двум, то каков будет уровень реальной заработной платы? Какой объем трудовых услуг будут использовать фирмы на самом деле при соблюдении установленного в договоре уровня заработной платы? Будет ли в таком случае занятость ниже или выше естественного уровня?

22-8. Снова предположим, что спрос на труд задан уравнением $W/P = 50 - (0{,}5)N$, а его предложение задано уравнением $W/P = 10 + (0{,}5)N$. Однако теперь допустим, что работники и фирмы установили номинальную заработную плату на естественном уровне и ввели ее полную индексацию относительно уровня цен. Если уровень цен удвоится, то и установленный уровень номинальной заработной платы удвоится, а если уровень цен упадет вдвое, то и номинальная заработная плата снизится наполовину.

а) Если ожидаемый уровень цен равен единице, то какую номинальную заработную плату установят в договоре работники и фирмы? Какова будет занятость, если в действительности в течение срока действия договора уровень цен будет тоже равен единице?

б) Если на самом деле уровень цен будет равен двум в течение срока действия договора, то какова будет установленная заработная плата? При подобном индексируемом уровне заработной платы каков будет уровень занятости?

Рекомендуемая литература

Ball Laurence, Is Equilibrium Indexation Efficient? — Quarterly Journal of Economics, 103 (2), May 1988, pp. 299—311.

Barro Robert J., Macroeconomic Policy. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1990.

Card David, Unexpected Inflation, Real Wages, and Employment Determination in Union Contracts. — American Economic Review, 80 (4), September 1990, pp. 669—688.

Fethke Gary C., The Conformity of Wage Indexation Models with the "Stylized Facts". — American Economic Review, 75 (4), September 1985, pp. 856—861.

Fischer Stanley, Indexation, Inflation, and Economic Policy. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1986.

Geary Patrick T., Kennan John, The Employment-Real Wage Relationship: An International Study. — Journal of Political Economy, 90 (3), August 1982, pp. 854—871.

Gordon Robert J., What Is the New-Keynesian Economics? — Journal of Economic Literature, 28 (3), September 1990, pp. 1115—1171.

Gray Jo Anna, Wage Indexation: A Macroeconomic Approach. — Journal of Monetary Economics, 2 (2), April 1976, pp. 221—235.

Gray Jo Anna, Spencer David E., Price Prediction Errors and Real Activity: A Reassessment. — Economic Inquiry, 28 (4), October 1990, pp. 658—681.

Lucas Robert E., Jr., Studies in Business Cycle Theory. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1981.

Sargent Thomas, Wallace Neil, Rational Expectations and the Theory of Economic Policy. — Journal of Monetary Economics, 2, April 1976, pp. 169—183.

Taylor John, Aggregate Dynamics and Staggered Contracts. — Journal of Political Economy, 88 (1), February 1980, pp. 1—23.

Tobin James, Asset Accumulation and Economic Activity. — Chicago: University of Chicago Press, 1980.

Weiner Stuart E., Union COLAs on the Decline. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 71 (6), June 1986, pp. 10—25.

Глава 23

Современные модификации теории денег

Основные проблемы

1. Чем объясняется негибкость цен? Существуют ли доказательства негибкости цен в экономике?
2. Что включают в себя низкие инфляционные (дефляционные) издержки? Каким образом существование такого вида издержек может способствовать объяснению неизменности цен?
3. Почему производительность труда работника меняется с изменением ставки реальной заработной платы? Почему зависимость производительности труда от ставки реальной заработной платы не ведет к нейтральности денег?
4. В чем заключается теория инсайдеров—аутсайдеров поведения на рынке труда? Почему с помощью этой теории можно объяснить постоянную безработицу?
5. Каким образом комплексный анализ затраты—выпуск может быть использован для объяснения неэластичности относительных цен и заработной платы?
6. Каковы основные черты различных неокейнсианских макроэкономических теорий? Какие их положения подвергаются критике?
7. Каковы основные положения теории реальных циклов деловой активности?
8. Какие положения теории реальных циклов деловой активности подвергаются критике?
9. Каковы направления развития теории денег?

Если бы в экономике господствовала совершенная конкуренция, заработная плата и цены были бы абсолютно эластичными, а люди мыслили бы рационально, не испытывали денежной иллюзии и своевременно использовали доступную информацию, то почти все современные экономисты были бы сторонниками классической модели. Тем не менее полной информации не существует в современном мире, поэтому большинство экономистов, которых привлекает классическая модель, стараются разработать новый подход к классической теории. Согласно любой теории, систематическое проведение денежно-кредитной политики не приносит реального эффекта. Если деньги и не являются полностью нейтральными в данный момент, то в среднем они нейтральны (не оказывают влияния на реальные экономические факторы). При совершенной конкуренции для рационально мыслящих, хорошо информированных экономических агентов деньги не обладают реальным эффектом долгосрочного воздействия. Джон Стюарт Милль (1806—1873), пожалуй, лучше всех выразил такую позицию:

> «В экономике действительно не существует более ненужной вещи, чем деньги, если не принимать во внимание связанный с ними механизм сбережения времени и труда. Этот механизм предназначен для ускорения и придания размаха процессам, которые протекали бы и в его

отсутствие, хотя более медленно и не так масштабно. Как и все другие виды механизмов, он оказывает очевидное независимое воздействие, лишь когда выходит из строя[1]».

Если бы классическая или новая классическая теории были справедливы, то получилось бы, что за достаточно короткие периоды изменения номинального (выраженного в текущих ценах) объема производства практически полностью отражались бы в изменениях уровня цен. Так как работники и фирмы определили бы уровень занятости производства независимо от изменений уровня цен, график совокупного предложения был бы представлен в виде вертикальной прямой при естественном уровне производства в экономике. Изменение совокупного спроса вследствие воздействия денежно-кредитной политики, таким образом, приведет только к изменению цен, что скажется на росте текущей стоимости реального объема производства. Однако реальный объем производства не изменится.

Тем не менее многие экономисты полагают, что цены и совокупный номинальный доход обычно не изменяются вместе. Они считают это свидетельством доказательства неизменности цен в краткосрочный период. Теоретики традиционного кейнсианства и многие современные кейнсианцы акцентировали внимание только на возможной неизменности цен на услуги труда (т. е. на жесткости заработной платы). Как мы видели в главе 22, неизменность цен не может привести к нейтральности денег, по крайней мере в течение периода, когда заработная плата фиксирована. Проведение денежно-кредитной политики тогда может иметь реальный эффект.

Другие современные кейнсианские теоретики пошли еще дальше. Как они полагают, теория рациональных договоров, рассматриваемая в главе 22, — только первый шаг к пониманию того, почему деньги могут не обладать свойством нейтральности. Эти экономисты считают, что на самом деле цены на многие товары и услуги неэластичны в краткосрочный период. Самый известный пример, который приводился в главе 21, — это Великая депрессия. Значительное падение совокупного спроса на многих рынках в 1929—1933 гг. привело к очень небольшому снижению цен. Например, за этот период цены на сельскохозяйственные продукты снизились всего на 6%, а цены на самодвижущиеся транспортные средства — всего на 16%. Зато реальный объем производства обоих видов товаров сократился на 80% в течение того периода. Это и другие исторические доказательства отдельных положений кейнсианской теории демонстрируют неэластичность цен, а значит, и отсутствие нейтральности денег.

Конечно, не все экономисты соглашаются с подобным объяснением. Действительно, многие, включая экономистов-классиков, монетаристов, неоклассиков и даже некоторых кейнсианцев, выражают свое несогласие. Это наводит на мысль, что либо экономисты не могут прийти к компромиссу, либо им просто нравится дискутировать. Давно стало крылатым высказывание, приписываемое Джорджу Бернарду Шоу (1856—1950): «Если всех экономистов собрать вместе, то они не придут к соглашению». Тем не менее проблема нейтральности денег настолько важна, что неудивительно возникновение серьезных разногласий по этому вопросу среди современных экономистов, так же как и среди экономистов XIX и предшествующих периодов XX в.

В настоящее время экономисты (хорошо это или плохо) подразделяются главным образом в зависимости от их оценки роли денег в экономике, хотя на самом деле — в зависимости и от обоснования принципов функционирования экономики. Более того, современные экономические теории склонны к крайностям, не соответствующим общим принципам новой классической теории и современной кейнсианской теории рациональных договоров. При этом обе теории приводят к выводу (основываясь на разных доказа-

[1] *Mill John Stuart*, Principles of Economics. — London: J. W. Parker, 1848.

тельствах) о том, что изменения реального объема производства связаны с нерациональными ожиданиями уровня цен. Хотя многие современные экономисты придерживаются либо новой классической теории, либо кейнсианской теории рациональных договоров, остальные следуют другим теоретическим объяснениям функционирования экономики.

Группа современных кейнсианских теоретиков разработала модель экономики, которая является полной противоположностью классической модели, в основе которой лежит тезис, что «предложение товаров порождает спрос». В соответствии с новой кейнсианской моделью «спрос на товары порождает предложение». В этой и других подобных моделях, разработанных экономистами, которых теперь называют **неокейнсианцами** (*new Keynesian theorists*), предпосылка классической модели о наличии совершенной конкуренции отрицается. Они считают, что рынки определяют цены и объем производства, но при этом на этих рынках отсутствует конкуренция. Некоторые из неокейнсианцев также ставят под сомнение предпосылку рационального поведения индивидов, которая большинством экономистов воспринимается как само собой разумеющееся.

Другая группа экономистов разрабатывает теорию крайне противоположной направленности. Эти теоретики считают, что на самом деле «предложение товаров порождает спрос». В соответствии с разработанными ими моделями изменчивость совокупного спроса не оказывает воздействия на реальный объем производства и уровень занятости. Единственным фактором, объясняющим циклические изменения реальных показателей, по их мнению, является изменчивость предложения. Таким образом, эти экономисты стали известны как **теоретики реального цикла деловой активности** (*real business cycle theorists*).

Что касается последних двух групп экономистов, то сторонники неокейнсианства разработали целый ряд макроэкономических теорий. По этой причине большая часть этой главы будет посвящена неокейнсианским моделям. Модель реальных циклов деловой активности более строго очерчена, и поэтому ее рассмотрение займет меньше места. Однако, как мы увидим, обе теории важны.

Эластичны ли цены?

На этот вопрос ответить непросто. Причина состоит в том, что в то время, как цены на некоторые товары и услуги кажутся неизменными, цены на другие товары и услуги представляются изменчивыми. Основная проблема сводится к степени эластичности общего уровня цен. Если общий уровень цен постоянен, то изменения номинальной стоимости объема производства могут возникнуть при изменении номинальной денежной массы.

Недавно была установлена степень эластичности цен в некоторых странах. Постоянный уровень цен означает медленное изменение цен с течением времени. Таблица 23-1, составленная по данным США, Великобритании, Франции, Германии и Японии, показывает, что изменение уровня цен за данный период зависит от соответствующего показателя в предыдущем году. Значение этого показателя, равное единице, свидетельствует о том, что изменение уровня цен полностью зависит от соответствующего показателя за предыдущий год, что означает полную **инертность цен** (*price inertia*), или тенденцию к выравниванию цен. Напротив, если этот показатель равен нулю, то это означает, что изменение цен за данный год корректируется независимо от соответствующего показателя за предыдущий год, поэтому инертности цен нет. Как видно из таблицы 23-1, согласно последним данным по пяти странам, в США наблюдается самая значительная инертность цен, тогда как в Японии — самая низкая. Это свидетельствует о неэластичности цен в США и относительной гибкости цен в Японии. В других странах существует частичная инертность цен.

ТАБЛИЦА 23-1

Годовые показатели инертности цен в пяти странах

Страна	Период времени	Оценка показателя инертности
США	1954—1987	0,87
Великобритания	1960—1986	0,57
Франция	1960—1986	0,55
Германия	1960—1986	0,73
Япония	1960—1986	0,15

Источник: Gordon Robert J., What Is New-Keynesian Economics? — Journal of Economic Literature, 28 (3), September 1990, p. 1131.

Другим возможным способом определения эластичности цен может служить оценка изменений роста цен за данный год от изменений роста реального объема производства за тот же год. Если значение данного показателя равно нулю, то рост объема производства не влияет на рост цен, что свидетельствует о неэластичности цен. Если же этот показатель равен единице, то рост цен чутко реагирует на изменения роста реального объема производства, что говорит об эластичности цен.

В табл. 23-2 приведены данные по пяти странам. Межстрановые вариации этого показателя эластичности цен гораздо меньшие, а оценки нельзя назвать ни высокими, ни низкими.

ТАБЛИЦА 23-2

Показатели годовой динамики цен, связанной с изменениями темпов роста реального объема производства по пяти странам

Страна	Период времени	Оценка показателя
США	1954—1987	0,28
Великобритания	1960—1986	0,35
Франция	1960—1986	0,26
Германия	1960—1986	0,21
Япония	1960—1986	0,39

Источник: Gordon Robert J., What Is New-Keynesian Economics? — Journal of Economic Literature, 28 (3), September 1990, p. 1131.

Последним способом измерить эластичность цен является оценка реакции общего уровня цен на отклонения роста реального объема производства от долгосрочного тренда, где трендовые показатели отражают естественный уровень производства в экономике. Нулевое значение данного показателя свидетельствует, что рост цен абсолютно не реагирует на отклонения роста объема производства от долгосрочного тренда, что служит доказательством неэластичности цен. Напротив, если данный показатель равен единице, то это означает, что рост цен чутко реагирует на отклонения роста объема производства от долгосрочного тренда, что рассматривается как свидетельство гибкости цен.

В табл. 23-3 приведены значения этого показателя эластичности цен для пяти стран. Анализ данных говорит о том, что различия между странами выражены гораздо больше. Данные для США значительно ниже, чем для остальных стран. Это свидетельствует о том, что общий рост цен в США гораздо в меньшей степени реагирует на отклонения роста объема производства от долгосрочного тренда. Показатель для Японии выше, чем у остальных стран, и означает, что общий рост цен в

большей степени реагирует на отклонения роста объема производства от долгосрочного тренда. Показатели для других стран находятся между показателями для США и Японии, так же как и в табл. 23-1.

Понятно, что обоснования степени эластичности различные, как для США, так и для остальных четырех стран, по которым представлены данные. В общем эти данные свидетельствуют о том, что цены в Японии относительно более гибкие, чем в других странах, тогда как в США они относительно менее эластичны. При низкой степени эластичности цен в США возникают трудности с подтверждением предпосылки о гибкости цен, принятой в классической, традиционной кейнсианской, монетаристской, новой классической теориях и современной кейнсианской теории рациональных договоров, рассмотренных в предыдущей главе.

ТАБЛИЦА 23-3

Показатели годовой динамики цен, связанной с отклонениями роста объема производства от тренда по пяти странам

Страна	Период времени	Оценка показателя
США	1954—1987	0,17
Великобритания	1960—1986	0,43
Франция	1960—1986	0,47
Германия	1960—1986	0,33
Япония	1960—1986	0,64

Источник: Gordon Robert J., What Is New-Keynesian Economics? — Journal of Economic Literature, 28 (3), September 1990, p. 1131.

Теории неэластичности цен: неокейнсианские модели

Неокейнсианцы считают, что предположение об абсолютной эластичности цен в США необоснованно в свете данных о негибкости или, по крайней мере, частичной неэластичности цен. Далее, они утверждают, что истинная экономическая теория должна объяснять существование и обоснованность неэластичности цен.

В 1960-е — начале 1970-х годов некоторые экономисты попытались разработать общую кейнсианскую теорию, основанную на предположении о неэластичности цен. В моделях, разработанных этими теоретиками, это предположение являлось краеугольным камнем. Цены были фиксированными, а реальный объем производства менялся в соответствии с изменениями конъюнктуры рынка. Объем производства определялся спросом на товары, а не их предложением, как в классической модели.

Однако от этих теорий в значительной степени отказались в конце 1970-х — начале 1980-х годов. Для этого существовало две причины. Во-первых, несмотря на простоту построения моделей, основанных на предположении о неизменности цен, было очень сложно объяснить, почему цены будут оставаться неэластичными в долгосрочный период, требующий корректировок цен и объема производства. Издержки фирм от изменения цен были невелики в сравнении с издержками производства и сбыта, поэтому поддержание фиксированных цен казалось поведением, иррациональным для бизнеса. Во-вторых, теория рациональных ожиданий также была разработана в 1970-е годы и открывала большие возможности для объяснения различий между краткосрочными и долгосрочными корректировками цен и объема производства. Кейнсианские модели с неэластичными ценами могли мало что предложить в плане объяснения указанных различий.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Свидетельства неизменности цен

Различные показатели ценовой неэластичности означают разную степень неизменности цен. Часть экономистов соглашается с тем, что цены не являются абсолютно эластичными, но часть также считает, что цены не являются и абсолютно неэластичными. Так каков же ответ на этот вопрос?

Некоторые экономисты полагают, что отправной точкой анализа должны быть сами фирмы. Некоторые, включая Алана Блайндера (Blinder), провели опросы фирм в конце 1980-х годов, в ходе которых задавался вопрос, как часто фирмы изменяют цены и почему они иногда делают это так медленно. Один из явных выводов исследования А. Блайндера заключается в том, что сами фирмы свидетельствуют о неизменности своих цен в течение длительных интервалов. В списке из 72 фирм, опрошенных А. Блайндером к 1990 г., он обнаружил, что, как правило, фирмы заявляли об изменении цен примерно всего один раз в году. Он также выяснил, по их утверждениям, что они увеличивали цены не быстрее, чем снижали их. Менеджеры фирм, опрошенных А. Блайндером, отмечали, что вместо повышения или снижения цен они иногда изменяли уровень услуг или качество продукции.

Фирмы, опрошенные А. Блайндером, также считали, что у них есть веские причины для неизменения цен. Причины задержки изменения цен, по словам их менеджеров, были следующими: фирмы обычно ждали, пока другие конкуренты изменят цены или их собственные издержки не изменятся, а также тем самым они пытались предотвратить разрыв отношений с клиентами. Кроме того, менеджеры фирм упоминали издержки на корректировку цен как причину неизменения цен (см. раздел, посвященный низким инфляционным издержкам, далее в этой главе).

Многие экономисты скептически относятся к опросам среди фирм. Менеджеры фирм, как утверждают эти экономисты, не имеют стимула, чтобы говорить правду, отвечая на вопросы. Возможно также, что менеджеры считают, что поддерживают фиксированные цены на протяжении длительного периода, потому что они опубликованы в их прайс-листах и каталогах. На самом деле фирмы часто для привлечения клиентов немного снижают цены по сравнению с ценами, опубликованными в прайс-листах и каталогах, что свидетельствует о большей гибкости цен. Наконец, отмечается, что опросы фирм основаны на малом числе примеров, что не может представлять собой полноценной выборки всех фирм в экономике.

Многие экономисты отмечают, что опросы фирм неприемлемы для экономики. Их аргумент заключается в том, что люди делают то, что они делают, а не то, что они говорят. Эти экономисты едва ли считают ценовые опросы фирм доказательством неизменности цен. Похоже, что будут разработаны другие способы измерения эластичности цен, до того пока какая-либо из сторон в этом споре не уступит своих позиций.

Источник: Blinder Alan, Why Are Prices Sticky? Preliminary Results from an Interview Study. — American Economic Review, 8 (2), May 1991.

Однако с середины 1980-х годов многие экономисты вернулись к теориям, основанным на неэластичности цен. Этих экономистов сейчас называют неокейнсианцами. Однако в отличие от кейнсианцев 1960—70-х годов эти экономисты попытались разработать теорию неизменных цен, в которой причины неэластичности цен полностью объяснены. Хотя не все экономисты соглашаются с этой теорией, большинство сходится в том, что данная теория позволяет многое объяснить по сравнению с ранними теориями, которые исходили из предпосылки о неэластичности вместо объяснения, почему поддержание фиксированных цен может выражать рациональное поведение фирм.

С середины 1980-х годов неокейнсианцы дали несколько возможных объяснений неэластичности цен и того, какие вероятные последствия для экономики и денежно-

кредитной политики с нею связаны. Эти различные теории не обязательно взаимоисключают друг друга, и мы разберем их в отдельности.

МОДЕЛИ НИЗКИХ ИНФЛЯЦИОННЫХ (ДЕФЛЯЦИОННЫХ) ИЗДЕРЖЕК

Если цены каким-то образом удерживаются фиксированными даже при изменении спроса на рынке, то деловые фирмы в экономике могут принять решение не менять своих цен в течение продолжительного периода времени. Более того, в таком случае они могут устанавливать собственные цены независимо от изменяющейся конъюнктуры рынка. Фирмы должны иметь возможность максимизировать прибыль и остаться в деле, даже если они не изменяют цены так часто, как это обычно требуется в условиях конкуренции.

Чтобы это произошло, не должно быть условий совершенной конкуренции, т. е. фирмы в экономике в какой-то степени должны обладать монополией. У каждой фирмы должен быть ряд клиентов, которые в силу определенных причин не могут (или не хотят) работать с фирмами, производящими аналогичные, но не идентичные товары или услуги. Зная спрос клиентов на свою продукцию, фирма может установить собственную цену, чтобы максимизировать прибыль.

Тем не менее, как уже отмечалось, установление монопольных цен с целью максимизации прибыли обычно означает, что фирма изменит цену на товар при увеличении или падении спроса на этот товар. Причина заключается в том, что предельный доход (дополнительный доход, полученный с каждой произведенной и проданной единицы товара) изменяется со смещением графика спроса на продукцию фирмы. Максимизация прибыли требует, чтобы объем производства корректировался до точки, в которой предельный доход равен предельным издержкам. Поэтому, если спрос увеличивается или падает без изменения издержек, то для фирмы будет выгодной (т. е. более прибыльной) корректировка объема производства и цены, уплачиваемой за каждую единицу произведенной продукции. Поэтому негибкость цены не обязательно является следствием монопольных позиций фирмы на рынке.

Тем не менее идея негибкости цен как следствия монополии, конечно, не нова. Например, в 1930-е годы экономист Гардинер Минс (Means) создал **теорию управляемых цен** (*administered pricing hypothesis*). Интерпретируя теорию Минса в широком смысле, фирмы предпринимают дискреционное, а не конкурентное установление цен на свои товары. В узком смысле теория Минса сводится к существованию тенденции фирм, обладающих монополией, поддерживать фиксированные цены в течение довольно длительных периодов. Эта идея критиковалась в 1940-е годы, однако снова появилась в 1950-е годы и широко пропагандировалась в 1960-е годы.

Таким образом, мнение о том, что цены могут быть неэластичными вследствие установления монопольных цен, можно воспринимать как старую идею, которую опять вернули к жизни. Однако основной причиной того, что теория управляемых цен отвергалась многими экономистами в прошлом, была неспособность создателей этой теории объяснить, почему для фирм может быть рациональным поддержание постоянных цен, даже при изменении спроса на их продукцию. Это, казалось, не согласовывалось с поведением максимизации прибыли, а поэтому нерациональным.

Неокейнсианская теория низких инфляционных (дефляционных) издержек, разработанная в конце 1980-х — 1990-е годы, попыталась предоставить объяснение того, почему рациональные менеджеры предпочитают поддерживать фиксированные цены на протяжении довольно длительных периодов. Как следует из названия, эта теория основана на идее того, что фирмы несут **низкие инфляционные (дефляционные) издержки** (*small menu costs*). Многие виды издержек, например издержки на печать

новых ценников, прайс-листов и каталогов, не могут быть очень высокими. Однако некоторые издержки от изменения цен, например, связанные с собранием в одном месте менеджеров со всей страны или со всего мира с целью обсуждения изменения цен или перезаключения договоров с клиентами, могут играть существенную роль.

Рисунок 23-1 наглядно демонстрирует логику анализа низких инфляционных (дефляционных) издержек[1]. График предельных издержек построен, основываясь на предположении, что предельные издержки фирмы постоянны и равны средним общим издержкам. Также предполагается, что график спроса на продукцию фирмы, отмеченный D, — прямая линия. Это означает, что график предельного дохода тоже представляет собой прямую линию.

На рис. 23-1 показаны две пары графиков спроса и предельного дохода. Когда спрос равен D_0, то график предельного дохода находится в положении MR_0. Объем производства, максимизирующий прибыль монополистической фирмы, соответствует точке, где предельный доход равен предельным издержкам, т. е. точке y_0. Цена продукции, максимизирующая прибыль, равна P_0. Сумма прибыли, полученной фирмой, равна произведению $(P_0 - ATC)$ и y_0. Это максимально возможная прибыль при уровне спроса D_0.

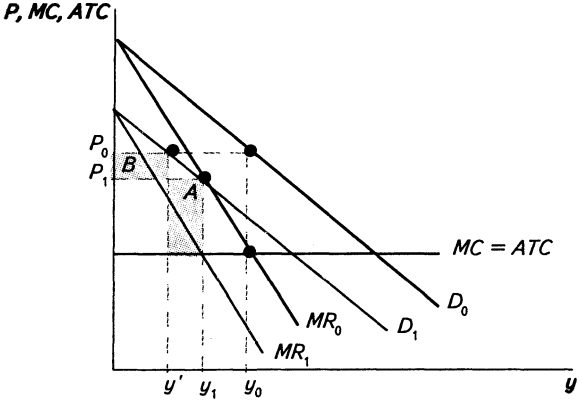


Рис. 23-1
Прибыль монополистической фирмы, которая не изменяет цену при падении спроса. Если спрос и предельный доход уменьшаются, то обычно фирма, заинтересованная в максимизации прибыли, снизит цену с P_0 до P_1. Если фирма не хочет снижать цену, то полученная ею прибыль равна площади *B*. Но если фирма снижает цену до P_1, то она получает прибыль, равную площади *A*. Разность (*A* — *B*) — положительная величина, так как при цене P_1 будет достигнута максимальная прибыль. Поэтому при отсутствии издержек от изменения цен фирма снизит цену. Однако если существуют издержки от изменения цен и они больше величины (*A* — *B*), то фирма оставит цену неизменной (P_0).

Теперь предположим, что спрос падает до уровня D_1. Тогда график предельного дохода смещается в положение MR_1. В отсутствие издержек от изменения цен фирма отреагирует снижением объема производства до y_1 и снижением цены до P_1. Ее максимальная прибыль будет равна произведению $(P_1 - ATC)$ и y_1.

Рассмотрим, что произойдет, если фирма не изменит цену при падении спроса. Если она сохраняет цену на уровне P_0, то при новом, более низком уровне спроса D_1 фирма сможет продать только объем продукции y'. Тогда ее прибыль будет равна $(P_0 - ATC) \times y'$.

В отсутствие низких инфляционных издержек фирма снизит цену, потому что уровень прибыли при постоянной цене $(P_0 - ATC) \times y'$ меньше, чем уровень прибыли при гибкой цене $(P_1 - ATC) \times y_1$. Мы можем выяснить, насколько ниже уровень прибыли при постоянной цене, обратившись к рис. 23-1. Если фирма имеет объем производства y', то взимание цены P_0, а не действительно максимизирующей прибыль

[1] Данный рисунок приведен в работе Р. Гордона: *Gordon Robert J.*, What Is New-Keynesian Economics? — Journal of Economic Literature, 28 (3), September 1990, p. 1146.

цены P_1 приводит к увеличению прибыли, отмеченной площадью B. Напротив, при цене P_1, максимизирующей прибыль, производство y' единиц продукции (а не объем производства, действительно максимизирующий прибыль) приведет к уменьшению прибыли, обозначенному площадью A. Чистое уменьшение прибыли фирмы, вызванное производством y' единиц продукции при цене P_0, по сравнению с объемом производства y_1, действительно максимизирующем прибыль при цене P_1, равно $(A - B)$.

Так как y_1 и P_1 согласуются с максимальной прибылью при спросе, равном D_1, мы знаем, что фирма потеряет прибыль, сохранив цену постоянной P_0 при уменьшении спроса. Поэтому $(A - B)$ должна быть положительной величиной. Имеет место чистое уменьшение прибыли, если фирма не изменяет цену. Если бы изменение цены не влекло за собой издержки, то фирма пошла бы на это, чтобы получить большую прибыль.

Однако предположим, что существуют издержки, которые фирма понесет от снижения цены с P_0 до P_1. Если так, то фирма снизит цену, только если прибыль, полученная от этого снижения цены (величина $A - B$), больше, чем издержки. Если прибыль, полученная от снижения цены $(A - B)$, меньше издержек, то фирма не будет менять цену P_0. Эта цена будет жесткой, а реакцией на снижение спроса в основном будет уменьшение объема производства.

Многие экономисты, включая неокейнсианцев, считают величину издержек от изменения цены сравнительно небольшой. Если это правда, то цена фирмы будет неэластичной, только если величина прибыли $(A - B)$, полученной от изменения цены, будет еще меньше. Дело в том, что если график предельных издержек представляет собой горизонтальную прямую (рис. 23-1), то величина $(A - B)$ очень мала. Поэтому для фирм с достаточно сходными графиками предельных и средних издержек прибыль, полученная от изменения цены, невысока. Следовательно, низкие инфляционные (дефляционные) издержки могут заставить фирмы не менять цены при изменении спроса на их продукцию; установление равновесия будет связано в основном с изменением объема производства.

Фирмы в различных отраслях будут иметь разную форму графиков предельных и средних издержек и будут нести различные издержки от изменения цены. Поэтому размер издержек, при котором фирмы поддерживают цены постоянными при изменениях спроса на их продукцию, будет изменяться по отраслям. Не все цены будут неэластичными. Некоторые неокейнсианцы считают, что многие цены, и даже большинство цен, неизменны на протяжении достаточно длительных периодов. В результате общий уровень цен может характеризоваться достаточной жесткостью из-за низких инфляционных (дефляционных) издержек.

Не все экономисты соглашаются с такой оценкой. Некоторые критикуют теорию низких инфляционных (дефляционных) издержек. Одна из проблем, на которую обращают внимание критики, заключается в том, что эта теория придает особое значение только низким издержкам от изменения цен, тогда как издержки от корректировки объема производства могут быть более значительными. Если монополистическая фирма несет издержки от поддержания цены на одном уровне путем снижения объема производства при падении спроса на продукцию, то эти издержки могут превысить размер снижения издержек при сохранении фирмами фиксированных цен. Цена продукции такой фирмы будет скорее гибкой, чем фиксированной; фирма отреагирует на изменения спроса в большей степени изменением цены, а не объема производства.

Другой возможной проблемой этой теории является предположение о том, что фирма пытается максимизировать прибыль только в отдельный период. Однако в реальной действительности фирмы получают потоки доходов непрерывно. Чтобы понять суть проблемы, снова вернемся к рис. 23-1. Предположим, что график предельных издержек

фиксирован. Также предположим, что спрос падает до D_1 и остается на этом уровне. Если фирма оставляет цену неизменной (P_0), то потери прибыли от этого составят ($A - B$). С данного момента фирма в каждый будущий период будет нести потери прибыли. Другими словами, ее общие текущие потери прибыли фактически будут представлять собой дисконтированную сумму всех будущих потерь ($A - B$), которая будет гораздо больше потери прибыли в отдельный период ($A - B$). Низкие издержки от изменения цен, напротив, представляют собой единственные фиксированные издержки, которые фирма понесет только в этот период. Это означает, что фирма, заинтересованная в максимизации дисконтированной стоимости текущей и будущей прибыли, не изменит цену при уменьшении спроса, только если величина ($A - B$) очень мала, если изменения спроса временные или если издержки от изменения цен достаточно велики.

ТЕОРИЯ ЭФФЕКТИВНОЙ ЗАРАБОТНОЙ ПЛАТЫ

В то время как теория низких инфляционных издержек делает акцент на неизменности цен на товарных рынках фирм, другие неокейнсианские подходы следуют современной теории рациональных договоров, рассматривая неэластичность заработной платы на рынке труда. Одной из основных среди этих неокейнсианских теорий является **теория эффективной заработной платы** (*efficiency wage theory*). В основе этой теории лежит идея, высказанная Харви Лейбенштейном (Leibenstein) в конце 1950-х годов, о том, что более высокая реальная заработная плата в развивающихся странах ведет к улучшению питания и образования работников, что, в свою очередь, вызывает повышение производительности труда в этих странах. В 1980-е годы неокейнсианцы развили эту мысль, считая, что более высокая реальная заработная плата, выплачиваемая фирмами, стимулирует работников усерднее трудиться и увеличивать производительность труда, повышает их моральный дух и преданность фирме. Все эти эффекты, связанные с более высокой реальной заработной платой и отмеченные неокейнсианцами, увеличивают предельный продукт труда.

Эта достаточно простая идея с точки зрения экономической теории революционна. Причина заключается в том, что традиционная теория агрегатной производственной функции и предельного продукта труда, разделяемая экономистами-классиками, традиционными кейнсианцами, монетаристами, неоклассиками и современными кейнсианцами, не принимает во внимание влияние реальной заработной платы на производительность труда работников.

Получается, что, когда фирмы учитывают влияние реальной заработной платы на производительность труда, они хотят зафиксировать реальную заработную плату даже в условиях, близких к совершенной конкуренции. При знании условий рынка труда будет существовать оптимальная реальная заработная плата, ниже которой снижение издержек фирм компенсируется потерей производительности труда работников. Выше этой оптимальной реальной заработной платы фирмы достигнут прироста производительности труда, но он будет меньше увеличения общего фонда заработной платы. Поэтому фирмы получают максимальную прибыль при установлении реальной заработной платы на уровне оптимальной, эффективной заработной платы.

Согласно данной теории, фирмы установят жесткую реальную заработную плату даже на конкурентном рынке труда. Если реальная заработная плата жесткая, то уровень занятости не обязательно будет соответствовать уровню полной занятости. Следовательно, теория эффективной заработной платы может объяснить существование безработицы.

Однако с этой теорией могут возникнуть сложности. Одна связана с тем, что, потенциально объясняя наличие безработицы, теория не объясняет причины сущест-

вования неизменных цен. Действительно, при фиксированной реальной заработной плате график совокупного предложения представляет собой вертикальную прямую. (Вспомните из главы 22, что если номинальная заработная плата меняется вместе с изменениями цены — что означает неизменный уровень реальной заработной платы, — то график совокупного предложения представляет собой вертикальную прямую.) Это означает, что если не включить какие-либо дополнительные допущения в модель эффективной заработной платы, то будет иметь место абсолютная эластичность цен.

Другая проблема заключается в том, что теоретики эффективной заработной платы строят свою теорию, исходя из предположения о единственном способе влияния фирм на поведение работников — посредством выплаты реальной заработной платы. На самом деле у фирм существует множество способов повышения производительности труда работников. Они могут предложить вознаграждения в виде бонусов, системы пенсионного обеспечения, комиссионных вознаграждений, процентов от прибыли фирмы или даже в виде участия в капитале фирмы. При такой системе оплаты труда абсолютная жесткость эффективной заработной платы становится менее вероятной.

ТЕОРИЯ ИНСАЙДЕРОВ—АУТСАЙДЕРОВ

Еще одна неокейнсианская теория, в которой сделан акцент на поведении индивидов на рынке труда, называется **теорией инсайдеров—аутсайдеров** (*insider-outsider theory*). В основе этой теории лежит представление о том, что работники, занятые в данной фирме, имеют лучшие шансы для сохранения своего положения в фирме, так как фирма не понесет издержек от их замены. Поэтому эти работающие члены организации могут в известной степени контролировать условия найма новых служащих, что не позволит потенциальным работникам предлагать свои услуги по ставке реальной заработной платы, более низкой, чем у членов организации (инсайдеров).

Хотя самым простым приложением на практике теории инсайдеров—аутсайдеров является ее использование применительно к профсоюзным объединениям, многие неокейнсианцы считают, что она актуальна и в отсутствие профсоюзов. Издержки приема и увольнения работников не так уж и незначительны: чтобы нанять работника, фирме часто приходится нести значительные расходы на рекламу и поиск, а при увольнении работника фирму могут обязать выплатить выходное пособие, оказать помощь уволенному работнику или фирме придется судиться с работниками и их адвокатами, если те посчитают увольнение незаконным. Все эти издержки могут привести к развитию ориентированных на инсайдеров рынков труда, на которых созданы значительные преграды для входа на рынок новых работников (аутсайдеров). Эти аутсайдеры, как считают некоторые неокейнсианцы, оказываются в ситуации, когда их неумышленно не берут на работу, или они становятся неполностью занятыми, несмотря на их желание работать за более низкую реальную заработную плату.

Неокейнсианская теория привлекает экономистов в основном тем, что в ней скрыты возможности объяснения существования постоянной безработицы. В отличие от моделей, основанных на анализе «открытых» трудовых договоров для объяснения падения уровня занятости ниже естественного уровня, теория инсайдеров—аутсайдеров прямо приводит к такому результату. Эта теория также помогает объяснить существование различий в заработной плате в каждой отрасли и в целом по отраслям, точно так же как и сегментацию многих рынков труда.

Критика этой теории многими экономистами, включая некоторых неокейнсианцев, заключается в том, что она не дает объяснения тому, как инсайдеры становятся инсайдерами. Эти экономисты также отмечают, что теория не способна объяснить, почему

аутсайдеры не могут снизить ставку реальной заработной платы до такого уровня, чтобы не только стать инсайдерами, но и значительно уменьшить возможность существующих инсайдеров сохранять контроль над наймом новых работников. Противники теории инсайдеров—аутсайдеров утверждают, что эта теория в лучшем случае может объяснить, почему реальная заработная плата снижается не сразу после перенасыщения рынка труда, но не в состоянии полностью объяснить постоянную безработицу. Аргументы критиков этой теории сводятся к тому, что предприимчивый аутсайдер вместо того, чтобы сидеть без работы или искать ее, может собрать вместе других неработающих аутсайдеров, организовать фирму, которая платит более низкую реальную заработную плату, и вытеснить фирмы, в которых господствуют инсайдеры, с рынка!

АНАЛИЗ ЗАТРАТЫ—ВЫПУСК

Все рассмотренные неокейнсианские теории, например современная теория рациональных договоров, делают акцент на неэластичности номинальных цен или реальной заработной платы. Анализ затраты—выпуск, напротив, рассматривает возможность того, что и номинальные и относительные (скорректированные с учетом общего уровня цен) цены могут быть неэластичными. **Анализ затраты—выпуск** (*input-output table*) принимает во внимание все факторы, связанные с принятием решений работниками и фирмами в экономике относительно производства и уровня цен. В основе анализа затраты—выпуск в макроэкономическом моделировании лежит идея, впервые высказанная экономистом Артуром Оукеном (Okun), что клиенты данной фирмы (домашние хозяйства или другие фирмы) понесут большие издержки, связанные с поиском нового поставщика, если они решат заменить старого. Эти издержки, считает А. Оукен, заставляют клиентов фирмы продолжать покупать ее товары или услуги, даже если цена несколько повышается, или необходимое клиентам количество продукции по каким-либо причинам уменьшается, или если их собственные издержки производства возросли. Следовательно, согласно А. Оукену, фирмы, поставляющие товары и услуги, могут посчитать целесообразным оставить цены на свою продукцию фиксированными относительно цен других фирм в течение довольно длительного периода. Если все фирмы поступят так, то возникает тенденция к неэластичности и номинальных, и относительных цен.

Неокейнсианские дополнения к этой основной идее особо подчеркивают, что в современной экономике, в которой многие фирмы поставляют требующиеся другим фирмам ресурсы, отмеченный А. Оукеном и другими экономистами вид взаимоотношений с клиентами означает необходимость комплексного анализа затраты—выпуск в относительных ценах. Относительные цены, в свою очередь, определяются условиями на многочисленных отраслевых рынках, причем каждая из отраслей характеризуется неполной информацией об условиях рынка. Зная сложности таких взаимосвязей между фирмами и их клиентами, которые существуют во всей экономике, и отсутствие полной информации, фирмы стараются как можно реже изменять свои номинальные и относительные цены.

Анализ затраты—выпуск может рассматриваться как сочетание неокейнсианских теорий неизменных цен, рассмотренных ранее в этой главе, и новой классической/современной кейнсианской теории рациональных договоров, рассмотренных в главе 22. Анализ затраты—выпуск соединяет вместе идею жесткости цен и развитые в других современных теориях положения о неполноте информации, используемые в теории рациональных ожиданий.

К сожалению, это сочетание теорий означает весьма усложненный подход к построению макроэкономических моделей, которые по-прежнему разрабатываются эконо-

мистами. Многие современные неокейнсианские теоретики считают тем не менее, что анализ затраты—выпуск может предложить общую теорию макроэкономического поведения и роли денег.

Характерные особенности неокейнсианских теорий

Несмотря на существование некоторых явных различий между неокейнсианскими теориями, у них также есть несколько характерных особенностей. Одной из них является использование моделей, в которых немного ослаблены или опущены классические предпосылки наличия совершенной конкуренции среди домашних хозяйств и фирм в экономике. Хотя некоторые из неокейнсианских моделей, например теория эффективной заработной платы, обладают элементами конкурентного поведения, наличие монопольного контроля фирм или работников вообще является характерной особенностью этих теорий. Многие экономисты отвергают возможность существования долгосрочной монополии. Тем не менее такая возможность допускается почти во всех неокейнсианских теориях.

Другой характерной особенностью неокейнсианских моделей является существование **ошибок координации** (*coordination failures*). Ошибки координации — это неспособность работников и фирм планировать и принимать решения, касающиеся производства и уровня цен, в результате изменений макроэкономических показателей, таких, как уровень инфляции или совокупный реальный доход. Идея ошибок координации заключается в том, что изменение макроэкономических показателей оказывает *внешние эффекты* (*spillover effects*) на принятие индивидуальных решений экономических агентов. Например, широкомасштабный спад производства уменьшает реальный доход почти всех домашних хозяйств, включая те, которые в противном случае взяли бы на себя значительную часть потребления. Тем самым уменьшаются продажи почти всех фирм, включая и те, которые в противном случае получали бы высокую прибыль. Следовательно, спад производства приводит к возникновению внешних эффектов для домашних хозяйств и фирм и меняет принятые ими решения о производстве, занятости и установлении цен. Пересмотр индивидуальных решений, вызванный такого рода макроэкономическими внешними эффектами, в свою очередь, приводит к изменениям емкости рынка и в совокупности влияет на уровень инфляции, занятости и реальный объем производства.

Идея ошибок координации в макроэкономике во многом является расширением теории рыночных **внешних эффектов** (*externalities*), которые представляют собой внешние эффекты, появляющиеся, когда поведение людей или фирм на одном рынке непреднамеренно влияет на поведение людей и фирм на другом рынке. Точно так же, как загрязнение природных ресурсов некоторыми отраслями влияет на прибыльность отраслей, успех которых основывается на природных ресурсах, по мнению неокейнсианцев, изменения макроэкономических переменных влияют на индивидуальные решения и (если последние суммировать) на макроэкономические показатели.

В самом деле, заявляют неокейнсианские теоретики, именно наличие провалов рынка и ошибок координации лежит в основе активного вмешательства в экономику. С точки зрения неокейнсианцев, экономика представляет собой изначально нестабильную систему, за которой необходимо присматривать и регулировать ее посредством инструментов денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики.

Другие экономисты, например приверженцы классической или новой классической теории, по-прежнему не согласны с этим. Они не видят причины, почему правила

рынка должны постоянно возникать, высказывают сомнения, что ошибки координации могут быть настолько значительными, как утверждают кейнсианцы, или действительно ли применимы положения неокейнсианской теории к экономике. Это принципиальные позиции в дискуссии между экономистами.

Антитеза кейнсианской теории: теория реального цикла деловой активности

Наряду с разработкой неокейнсианских теорий неизменных цен в конце 1980-х — 1990-е годы происходила значительная модификация теорий, созданных неоклассиками в 1970-е — начале 1980-х годов. Эти исследования расширили рамки новой классической теории, развивая ее предпосылки совершенной конкуренции, гибкости цен и заработной платы, установления рыночного равновесия и рациональных ожиданий. Вместе с тем в классическую теорию были внесены некоторые коррективы, в частности исключалось влияние совокупного спроса на реальный объем производства. В этой теории, теперь известной как **теория реального цикла деловой активности** (*real business cycle theory*), деньги нейтральны и в долгосрочном, и в краткосрочном периоде. Только реальные факторы со стороны предложения оказывают влияние на занятость и реальный объем производства.

Это, конечно, очень знакомая тема, потому что выводы теоретиков реального цикла деловой активности очень похожи на выводы экономистов-классиков. Основное отличие между двумя теориями заключается в том, что теоретики реального цикла деловой активности придерживаются других современных теорий, признавая определенное несовершенство информации. Вслед за неоклассиками сторонники реального цикла деловой активности используют теорию рациональных ожиданий.

Как и в классической модели, график совокупного предложения в теории реального экономического цикла представляет собой вертикальную прямую. Причиной является то, что предложение труда меняется в ответ на изменения реального уровня цен, занятости и объема производства. Согласно этой теории, домашние хозяйства разрабатывают несколько оптимальных траекторий труда и свободного времени в течение всей жизни, выбирая лучшую траекторию в свете текущих видимых изменений выпуска продукции фирм и спроса на труд. Когда экономическая конъюнктура меняется, предложение труда тут же корректируется, так что занятость остается на естественном уровне.

Естественные уровни занятости и реального производства, в свою очередь, изменяются в ответ на непредвиденные изменения производственной технологии фирм. Это могут быть отрицательные изменения, такие, как изменения, вызванные ростом относительных цен на энергоносители или другие ресурсы, войнами, неурожаями и стихийными бедствиями. Или они могут быть положительными, например разработка новых технологий или снижение относительных цен на энергоносители или другие ресурсы. Такие неожиданные нарушения производственной технологии смещают график совокупного предложения вправо или влево, приводя к циклическим изменениям реального объема производства.

Теория реального цикла деловой активности отличается от классической модели одним очень важным моментом. Напомним, что в классической модели предполагается, что номинальная денежная масса полностью контролируется государственным органом или центральным банком. Напротив, в теории реального цикла деловой активности номинальная денежная масса полностью определяется взаимодействием де-

позитных учреждений и небанковского сектора. Согласно этой теории, при росте реального дохода небанковского сектора спрос на услуги по сделкам со стороны нерегулируемых банков и других депозитных учреждений тоже растет (точно так же усиливается и кейнсианский трансакционный мотив хранения денег). Банки отвечают увеличением объема услуг по сделкам и, тем самым, суммы денег на трансакционных счетах. Общая сумма денег на банковских депозитах — часто их называют **внутренними деньгами** (*inside money*), потому что их количество определяется взаимодействием банков и небанковского сектора, — изменяется непосредственно с изменениями реального дохода и не полностью контролируется центральным банком, например ФРС.

Более того, в модели реального цикла деловой активности банковские деньги на депозитах не имеют значения при определении уровня цен. Вместо этого уровень цен определяется исключительно соотношением спроса и предложения денег и банковских резервов — называемых **внешними деньгами** (*outside money*), потому что они находятся вне контроля банков и небанковского сектора, — выпущенных государством. Согласно данной теории, это единственный компонент номинальной денежной массы, который государство вообще может контролировать и который определяет уровень цен, т. е. в новой классической теории положение графика совокупного спроса определяется только номинальным объемом наличных денег и банковских резервов. Короче говоря, единственные деньги, играющие роль в модели реального цикла деловой активности, — это денежная база (внешние деньги), а денежная база имеет значение только при условии, что предложение денег определяет уровень цен на товары и услуги.

Многих экономистов привлекла модель реального цикла деловой активности, потому что она основывается на микроэкономических принципах. Как и в классической модели, все экономические агенты рациональны и преследуют собственные интересы, господствует совершенная конкуренция, рыночное равновесие устанавливается при гибкости цен и заработной платы. Далее, все домашние хозяйства оптимально с точки зрения теории реагируют на получаемую информацию. Эти предположения импонируют многим экономистам; следовательно, многие экономисты взяли эту модель на вооружение.

Неокейнсианец Грегори Манкив (Mankiw) утверждает:

> «Можно переусердствовать в определении того, насколько эта разработка (теория реального цикла деловой активности) радикальна. Никогда еще за всю историю экономической мысли полная неуместность денежно-кредитной политики не обсуждалась так широко и серьезно.
>
> ...С точки зрения социологии совпадение дефляции (в 1980-е годы) Пола Волкера (бывшего председателя Совета управляющих ФРС) и развития теории реального цикла деловой активности остается загадкой. Экономисты любят говорить, что их предмет исследований не заточен в башню из слоновой кости, что он управляется событиями в мире в целом. Конечно, этому существует много доказательств, таких, как появление кейнсианской теории во время Великой депрессии. Но появление теории реального цикла деловой активности в 1980-е годы показывает, что экономическая наука характеризуется своей внутренней динамикой, независимой от происходящих во внешнем мире событий»[1].

Точку зрения Г. Манкива на теорию реального цикла деловой активности разделяют многие кейнсианцы, точно так же, как и экономисты других школ. Тем не менее внутренняя согласованность и, действительно, элегантность теории реального цикла деловой активности продолжают привлекать новых сторонников. Как утверждает Г. Манкив, теоретики реального цикла деловой активности подняли важный научный

---

[1] *Mankiw Gregory N.*, Commentary, in: Monetary Policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve System, ed. Michael T. Belongia. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1991, pp. 275—276.

вопрос: могут ли все макроэкономические наблюдения быть объяснены изменениями в технологии? Другими словами, можно ли фактически объяснить экономические циклы только реальными факторами со стороны предложения? Экономисты продолжают дискуссию по этому вопросу.

Направления развития теории денег

Как развивается теория денег? Ответ на этот вопрос не ясен до конца, но есть определенные тенденции. Во-первых, традиционная кейнсианская теория во многом была заменена новой классической и современной кейнсианской теориями, которые особо подчеркивают значение естественного уровня производства, к которому экономика стремится: это основное положение монетаризма воспринято почти всеми современными экономистами. Во-первых, новую классическую и современную кейнсианскую теорию рациональных договоров было очень сложно подтвердить реальными свидетельствами, так как они дают одинаковые предсказания. В отличие от астрономических теорий Птолемея и Н. Коперника, которые предсказывали одно и то же, но которые можно отвергнуть (в случае с теорией Птолемея о Земле как центре Вселенной) или подтвердить (в случае с теорией Коперника о Земле как о спутнике Солнца) на основании физического наблюдения (мы можем запускать искусственные спутники на орбиты вокруг Земли или Солнца), эти современные теории относятся к экономике, которая не может быть объектом эксперимента или наблюдения.

Неудовлетворенность состоянием дел помогла ускорить разработку новых теорий экономики и роли денег. Неокейнсианские теории и теория реального цикла деловой активности, рассмотренные в этой главе, предлагают различные подходы, которые в настоящее время изучаются экономистами. Неокейнсианские теории однозначно свидетельствуют, что деньги не нейтральны и оказывают известное влияние на экономическую активность. Прямо противоположная точка зрения, что деньги всегда нейтральны, проводится в модели реального цикла деловой активности.

Некоторые новички в изучении теории денег всплеснут руками от полного разочарования положением дел. Других же привлечет та или иная точка зрения. Некоторые даже испытают удовлетворение, что стали экономистами в попытке выяснить, какая теория лучшим образом отражает экономическую истину.

Среди экономистов-практиков существует другая реакция на существующее положение дел, где нет недостатка в теориях, но мало явных доказательств однозначной правоты какой-либо теории. Некоторые экономисты считают, что, возможно, настоящей проблемой теории денег является предположение, что всего одна теория верна. Возможно, отмечают эти экономисты, что к реальной экономике, состоящей из множества людей, рынков и отраслей, подходит не одна теория. В такой **многосекторной модели экономики** (*multisector economy*), продолжают они, могут быть верными ряд теорий, каждая из которых может применяться к какому-либо сектору.

Действительно, сочетание более одной теории может помочь объяснить, почему никакая отдельная денежная или макроэкономическая теория обычно не соглашается со всеми имеющимися свидетельствами. Например, как мы обсуждали в разделе «Современная дискуссия» в главе 22, существуют некоторые доказательства (хотя и противоречивые) того, что реальная заработная плата изменяется в связи с циклическими изменениями (т. е. реальная заработная плата растет вместе с увеличением занятости, объема производства и цен), несмотря на то что современные кейнсианские модели рациональных договоров предполагают обратное. Однако изменения макроэкономиче-

ских переменных в ходе цикла согласуются с некоторыми неокейнсианскими моделями неизменных цен, которые, в свою очередь, не согласуются с доказательствами наличия известной гибкости цен. Если в некоторых секторах экономики заключаются договоры о номинальной заработной плате, но цены на продукцию отличаются гибкостью, в то время как в других секторах имеет место неэластичность цен, но номинальная заработная плата характеризуется эластичностью, то наблюдаемая динамика уровней реальной заработной платы и цен в экономике в целом будет действительно частично соответствовать, и отчасти не соответствовать прогнозам обеих теорий.

Если разные экономические теории применять к разным частям современной экономики, то тогда любой взятой в отдельности классической, традиционной кейнсианской, монетаристской, новой классической, современной кейнсианской, неокейнсианской и теории реального экономического цикла будет недостаточно для понимания определения экономической активности и уровня цен. Любая взятая в отдельности теория будет, сама по себе, плохим обоснованием проведения эффективной политики.

Как может показаться, соединение более чем одной теории в общей многосекторной модели экономики — дело достаточно сложное. Причина заключается в том, что все сектора современной экономики взаимозависимы, тогда как денежно-кредитная политика проводится во всей экономике. Тем не менее теории такого рода помогают объяснить, почему ФРС часто жалуется на то, что не может стабилизировать все части экономики одновременно. Например, в многосекторной модели экономики «договорному» сектору может принести пользу применение определенных инструментов политики, тогда как «классический» сектор может ничего не получить или даже потерять от такого воздействия. Более того, многосекторные модели экономики помогают объяснить, почему в некоторых секторах не заключаются договоры о заработной плате, а в других — такие договоры практикуются и почему в некоторых секторах с заключением трудовых договоров нет индексации заработной платы. Очевидной причиной является наличие внешних эффектов, или ошибок координации, которые влияют на поведение работников и фирм во всех секторах экономики. Например, если индексация заработной платы связана с высокими затратами, то работники и фирмы во многих отраслях могут не заключать договоры с индексацией заработной платы, что сделает номинальную заработную плату более жесткой, уменьшая тем самым изменчивость цен. Это повлечет за собой внешние эффекты для работников и фирм, использующих договоры с индексацией заработной платы, заставляя некоторых из них уменьшить степень ее индексации или, возможно, вообще ее не индексировать.

Теория денег будет развиваться и в дальнейшем. Однако она уже прошла долгий путь. Ситуация опять похожа на состояние науки астрономии. Хотя модель видимого движения звезд Птолемея открыла путь модели фактического движения Земли Коперника, а позднее теории гравитации Ньютона и теории относительности Эйнштейна, астрономы до сих пор не понимают как наша Вселенная, со всеми ее звездами и галактиками, пришла к ее настоящему виду. Астрономы проделали долгий путь со времен теории Птолемея о Земле как центре Вселенной, но они до сих пор далеки от своей основной задачи. Точно так же теоретики денег значительно продвинулись от простой классической модели с ее предпосылками совершенной конкуренции и полноты информации, но у них еще много работы. Так же как и в астрономии, продолжающиеся неудачные попытки прийти к конечному выводу относительно нейтральности или ненейтральности денег иногда превращают денежную теорию в поле битвы. Однако битва также придает теории динамику, стимулирует теоретиков денег к разработке новых концепций и проведению дальнейших исследований.

Краткое содержание

1. Общий уровень цен в некоторых странах, включая США, свидетельствует о известной неэластичности цен. С этим фактом связана разработка неокейнсианских моделей экономики с фиксированными ценами. Такого рода модели несколько схожи с теорией управляемых цен, разработанной в 1930-е и 1950-е годы, но в отличие от последней они дают возможные объяснения, почему фирмы могут решить не менять цены в достаточно длительные периоды.

2. Если цены неэластичны, то денежно-кредитная политика обычно не нейтральна. Следовательно, неокейнсианские теории экономики и роли денег делают акцент на неэластичности цен как на потенциальном объяснении отсутствия нейтральности денег.

3. Одним из неокейнсианских объяснений утверждаемой ими неэластичности цен на товары является то, что низкие инфляционные (дефляционные) издержки, представляющие собой издержки от изменения цен, могут превысить размер прибыли, которую бы фирмы получили, если бы не изменили цены в ответ на изменения рыночных условий.

4. Другая неокейнсианская теория неэластичности заработной платы и цен предполагает, что увеличение реальной заработной платы приводит к большей производительности труда. Эта теория эффективной заработной платы означает, что занятость меняется вместе с изменениями номинальной денежной массы, поэтому деньги не нейтральны.

5. Теория инсайдеров—аутсайдеров — это теория поведения на рынке труда, она дает возможное объяснение сохранению безработицы и ненейтральности денег. Согласно этой теории, относительно высокие издержки, связанные с приемом на работу и увольнением работников, являются сдерживающим фактором для фирм, а служащие фирмы (инсайдеры) оказываются в более выгодном положении по сравнению с потенциальными работниками (аутсайдерами), даже если потенциальные работники будут склонны работать по более низкой ставке реальной заработной платы.

6. В соответствии с анализом затраты—выпуск сложности во взаимодействии большого количества работников и фирм и несовершенная информация о рынке приводят к неэластичности реальных относительных цен (скорректированных с учетом общего уровня цен), так же как и к неэластичности номинальных цен и заработной платы. Деньги не нейтральны, согласно этой теории.

7. Различные неокейнсианские модели имеют две характерные особенности. Одна состоит в отказе от предпосылки классической теории о совершенной конкуренции. Другая заключается в существовании ошибок координации, или макроэкономических внешних эффектов, препятствующих принятию оптимальных решений отдельными работниками и фирмами.

8. Полной противоположностью неокейнсианской денежной и макроэкономической теории является теория реального цикла деловой активности. Согласно теории реального цикла деловой активности, изменения реального объема производства происходят исключительно из-за изменений технологий в экономике, вызванных такими событиями, как войны, стихийные бедствия, изменения относительных цен на факторы производства или технологические разработки. Деньги всегда нейтральны.

9. В теории реального цикла деловой активности средства на счетах в банках (внутренние деньги) не влияют ни на реальные переменные, ни на уровень цен. Уровень цен определяется спросом и предложением денег и банковских резервов (денежной базы, или внешних денег).

10. Одним из современных подходов к денежным и макроэкономическим теориям стало рассмотрение многосекторных моделей, в которых сектора экономики характеризуются поведением, описываемым разными экономическими моделями.

Словарь терминов

Анализ затраты—выпуск (*input-output table*) — сведение в таблицу всех элементов, учитываемых при принятии решений экономическими агентами о производстве и ценах.

Внешние деньги (*outside money*) — деньги в форме средства обращения и банковских резервов; денежная база.

Внешние эффекты (*externalities*) — побочные эффекты, возникающие, когда поведение отдельных индивидов или фирм в одной ситуации или на одном рынке косвенно вызывает изменение поведения индивидов и фирм в другой ситуации или на другом рынке.

Внутренние деньги (*inside money*) — деньги, хранимые в форме банковских депозитов.

Инертность цен (*price inertia*) — тенденция динамики цен к выравниванию с течением времени.

Многосекторные модели экономики (*multisector economies*) — модели экономики, состоящей из секторов, внутри которых экономическое поведение наилучшим образом описывается разными экономическими моделями. Отрицают возможность построения единственной модели, адекватно описывающей экономику в целом.

Неокейнсианцы (*new Keynesian theorists*) — экономисты, разработавшие экономические модели, основанные на том, что «спрос на товары порождает предложение».

Низкие инфляционные (дефляционные) издержки (*small menu costs*) — издержки фирм от изменения цен, включающие издержки от изменения цен в прайс-листах и каталогах, и издержки перезаключения соглашений с клиентами.

Ошибки координации (*coordination failures*) — внешние эффекты, которые касаются работников и фирм, возникающие от изменения макроэкономических показателей, что затрудняет планирование и принятие этими экономическими агентами решений о производстве и ценах.

Теоретики реального цикла деловой активности (*real business cycle theorists*) — экономисты, разработавшие экономические модели, основанные на том, что «предложение товаров порождает спрос».

Теория инсайдеров—аутсайдеров (*insider-outsider theory*) — идея о том, что работники фирмы (инсайдеры), используя феномен издержек их замещения, могут препятствовать найму потенциальных работников (аутсайдеров) по более низкой ставке реальной заработной платы.

Теория реального цикла деловой активности (*real business cycle theory*) — расширенный и модифицированный вариант теорий новой классической макроэкономики 1970—80-х годов, в котором деньги нейтральны и только реальные факторы со стороны предложения влияют на уровень занятости и реальный объем производства.

Теория управляемых цен (*administered pricing hypothesis*) — теория, согласно которой фирмы, обладающие известной монополией, установят цены произвольным образом и будут удерживать их на протяжении достаточно длительного периода.

Теория эффективной заработной платы (*efficiency wage theory*) — теория о том, что производительность труда работников зависит от уровня реальной заработной платы.

Вопросы для самопроверки

1. Согласно неокейнсианской теории низких инфляционных (дефляционных) издержек, можно ли построить график совокупного предложения для экономики в целом? Почему да или нет? (*Подсказка*: Можно ли построить график предложения для отрасли в условиях монополии?)

2. Постройте на одном рисунке графики спроса и предельного дохода монополиста, максимизирующего прибыль. Предположим, что предельные издержки монополиста постоянны. Объясните, как можно измерить упущенную прибыль фирмы, связанную с тем, что фирма не повысила цену в ответ на увеличение совокупного спроса на ее товар.
3. Предположим, что предельный продукт труда, безусловно, зависит от получаемой рабочими реальной заработной платы. Что произойдет с производственной функцией при увеличении реальной заработной платы? Объясните.
4. Объясните своими словами основные положения теории инсайдеров—аутсайдеров — теории поведения индивидов на рынке труда.
5. Объясните своими словами основные аспекты анализа затраты—выпуск в макроэкономическом моделировании.
6. Предположим, что новая фирма разработала стратегию значительного долгосрочного роста, но обнаружила, что глубокий экономический спад сделал осуществление этого плана невозможным. В ответ фирма уменьшает ожидаемые показатели роста и увольняет некоторых работников. Является ли это ошибкой координации? Объясните.
7. Объясните различие между внутренними и внешними деньгами.
8. Постройте краткосрочную кривую Филлипса, которая бы отвечала новой классической теории, если не предполагается осуществление денежно-кредитной политики. На этом же рисунке постройте краткосрочную кривую Филлипса, соответствующую теории реального цикла деловой активности. Одинаковы ли они? Почему да или нет?

Задачи

23-1. Предположим, что цены неэластичны, поэтому уровень цен постоянен и равен пяти. Также предположим, что скорость обращения денег в кругообороте доходов постоянна и равна двум. Каков реальный объем производства, если номинальная денежная масса равняется: а) 50; б) 100; в) 150? Нейтральны ли деньги?

23-2. Рассмотрим следующую ситуацию, с которой столкнулась монополистическая фирма. Ее предельные издержки постоянны и равны 2 долл. на единицу продукции. При начальном уровне спроса на ее продукцию максимизирующий прибыль объем производства равен 400 единицам и назначенная цена составляет 8 долл. за единицу продукции. Однако фирма сталкивается с сокращением спроса на продукцию, что приводит к падению максимизирующего прибыль объема производства до 300 единиц. Цена, которую должна назначить фирма для максимизации прибыли, равна 6 долл. за единицу продукции. Если бы фирма вместо этого не изменяла цену в 8 долл. за единицу продукции, то она продала бы 200 единиц продукции. Фирма подсчитала, что снижение цены с 8 до 6 долл. за единицу продукции приведет к издержкам в 225 долл. от печати ценников и замены каталогов. Изменит ли фирма цену? Объясните и проиллюстрируйте ваше решение.

23-3. Предположим, что фирма определяет, что повышение ставки реальной заработной платы на одну единицу приведет (при имеющемся уровне занятости) к увеличению затрат и производительности работников на одну единицу, что, в свою очередь, вызовет рост произведенной продукции на одну единицу. Фирма также определяет, что увеличение ставки реальной заработной платы на одну единицу повлечет за собой издержки, равные одной единице продукции. Изменит ли фирма реальную заработную плату? Почему да или нет?

Рекомендуемая литература

Akerlof George A., Yellen Janet L. (eds.), Efficiency Wage Models of the Labor Market. — Cambridge: Cambridge University Press, 1986.

Ball Laurence, Romer David, Are Prices Too Sticky? — Quarterly Journal of Economics, 104 (3), August 1989, pp. 507—524.

Barro Robert J. Second Thoughts on Keynesian Economics. — American Economic Review, 69 (2), May 1979, pp. 54—59.

Barro Robert J., Grossman Herschel, Money, Employment, and Inflation. — Cambridge: Cambridge University Press, 1976.

Blinder Alan S., Mankiw Gregory N., Aggregation and Stabilization Policy in a Multi-Contract Economy. — Journal of Monetary Economics, 13 (1), January 1984, pp. 67—86.

Clarkson Kenneth W., Miller Roger LeRoy, Industrial Organization: Theory, Evidence, and Public Policy. — New York: McGraw-Hill, 1982.

Clower Robert W., The Keynesian Counterrevolution: A Theoretical Appraisal, in: The Theory of Interest Rates, ed. F. H. Hahn and F. Brechling. — London: Macmillan, 1965, pp. 103—125.

Cooper Russel, John Andrew, Coordinating Coordination Failures in Keynesian Models. — Quarterly Journal of Economics, 103 (3), August 1988, pp. 441—463.

Duca John V., The Spillover Effects of Nominal Wage Rigidity in a Multisector Economy. — Journal of Money, Credit, and Banking, 19 (1), February 1987, pp. 117—121.

Duca John V., VanHoose David D., Optimal Monetary Policy in a Multisector Economy with an Economy-Wide Money Market. — Journal of Economics and Business, 42 (4), November 1990, pp. 253—264.

Duca John V., VanHoose David D. Optimal Wage Indexation in a Multisector Economy. — International Economic Review, 32 (4), November 1991, pp. 859—868.

Froyen Richard T., Waud Roger N., Real Business Cycles and the Lycas Paradigm. — Economic Inquiry, 26 (2), April 1988, pp. 183—201.

Gordon Robert J., What Is New-Keynesian Economics? — Journal of Economic Literature, 28 (3), September 1990, pp. 1115—1171.

Leibenstein Harvey, Economic Backwardness and Economic Growth. — New York: John Wiley & Sons, 1963.

Leijonhufvud Axel, On Keynesian Economics and the Economics of Keynes. — New York: Oxford University Press, 1968.

Lindbeck Assar, Snower Dennis, The Insider-Outsider Theory of Employment and Unemployment. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1988.

Mankiw Gregory N., Commentary, in: Monetary Policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve System, ed. Michael T. Belongia. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1991, pp. 275—276.

Mankiw Gregory N., A Quick Refresher Course in Macroeconomics. — Journal of Economic Literature, 28 (4), December 1990, pp. 1645—1660.

Mankiw Gregory N., Real Business Cycles: A New Keynesian Perspective. — Journal of Economic Perspectives, 3 (3), Summer 1989, pp. 79—90.

Mankiw Gregory N., Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly. — Quarterly Journal of Economics, 100 (2), May 1985, pp. 529—538.

Mason Edward S., Economic Concentration and the Monopoly Problem. — Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 1957.

Means Gardiner C., The Structure of the American Economy, Part I. — Washington (D.C.): National Resources Committee, 1939.

Mill John S., Principles of Economics. — London: J. W. Parker, 1848.

Neal Alfred C., Industrial Concentration and Price Inflexibility. — Washington (D.C.): Temporary National Economic Committee, 1941.

Okun Arthur M., Prices and Quantities: A Macroeconomic Analysis. — Washington (D.C.): Brookings Institution, 1981.

Patinkin Don, Money, Interest, and Prices, 2 ed. — New York: Harper & Row, 1965.

Plosser Charles I., Money and Business Cycles: A Real Business Cycle Interpretation, in: Monetary Policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve System, ed. Michael T. Belongia. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1991, pp. 245—274.

Plosser Charles I., Understanding Real Business Cycles. — Journal of Economic Perspectives, 3 (3), Summer 1989, pp. 51—79.

Часть VI

Стабилизационная денежно-кредитная политика

Глава 24

Цели денежно-кредитной политики

Основные проблемы

1. Какие основные цели преследует денежно-кредитная политика?
2. Какова промежуточная цель денежно-кредитной политики?
3. Почему ФРС стремится к достижению промежуточной цели?
4. Каким критериям должна отвечать промежуточная цель?
5. Какие экономические показатели могут служить промежуточными целями?
6. Каковы достоинства и недостатки выдвижения альтернативных стратегий, используемых ФРС при выборе промежуточных целей?

Ознакомившись с главами части V, вы, вероятно, убедились в том, что точки зрения экономистов на роль денег в экономике почти никогда не совпадают. Разумеется, нет недостатка в теориях: это и классическая, и традиционная кейнсианская, и монетаристская, и современная кейнсианская, и неокейнсианская теория. Из этого множества ФРС приходится выбирать базовую теорию в поиске оптимальной денежно-кредитной политики. Но даже экономисты, разделяющие взгляды одной и той же школы, часто не соглашаются друг с другом, когда речь касается определенных подходов, которые ФРС использует для достижения основных экономических целей.

В главах части VI вы убедитесь, что даже если экономисты могут достичь известного единства взглядов на ожидаемые результаты денежно-кредитной политики, то это еще не будет означать совпадения их позиций относительно оптимальных способов достижения этих результатов. В данной главе мы рассмотрим выбираемые ФРС основные экономические цели и определенные стратегии, которыми пользуется ФРС для достижения этих целей. В последующих главах будет проанализирована повседневная работа ФРС по проведению денежно-кредитной политики в свете поставленных ею целей, а также будет затронут дискуссионный вопрос: надо ли ФРС следовать определенным жестким правилам либо ей стоит действовать по собственному усмотрению при достижении экономических целей?

Основные цели денежно-кредитной политики

Из глав части V вы узнали о том, что практически во всех теориях функционирования экономики денежная масса является основным фактором, определяющим уровень цен и инфляции. Согласно некоторым теориям, денежная масса также играет значительную роль в определении реального уровня производства и занятости в экономике данной страны. Считая, что у ФРС есть возможность влиять на денежную массу, начнем с рассмотрения двух основных экономических целей, или просто **основных целей** (*ultimate objectives*), которым придается приоритетное значение при разработке денежно-кредитной политики ФРС.

ДОСТИЖЕНИЕ ВЫСОКОГО И СТАБИЛЬНОГО УРОВНЯ ПРОИЗВОДСТВА

Важнейшая задача ФРС — заложить оптимальные основы денежно-кредитной политики, с помощью которой будет обеспечен высокий и стабильный уровень производства товаров и услуг. В государстве, в котором на каждого человека приходится больший объем производимой продукции, чем в другом, граждане, как правило, более счастливы и производительны. Государство, которое в состоянии добиться более высокого и стабильного роста реального объема производства, также имеет лучшие предпосылки для обеспечения процветания своих граждан.

Агрегатная производственная функция экономики показывает, что при высоком реальном объеме производства уровень безработицы низок (при постоянстве всех остальных факторов). Таким образом, основная цель ФРС — достижение высокого и стабильного реального объема производства совпадает с другой целью — достижением низкого и стабильного уровня безработицы.

ПОДДЕРЖАНИЕ НИЗКОГО УРОВНЯ ИНФЛЯЦИИ И СТАБИЛЬНОГО УРОВНЯ ЦЕН

Второй основной целью ФРС является достижение низкого и стабильного уровня инфляции. Высокий уровень инфляции (в отсутствие полной индексации номинального стоимостного объема сделок) может привести к многочисленным затратам со стороны отдельных лиц, фирм и финансовых учреждений. С одной стороны, высокая инфляция толкает индивидов и фирмы на поиск путей сокращения объема хранимых наличных денег и приводит к увеличению объема депозитов до востребования, что, в свою очередь, ведет к затратам реальных ресурсов. Это также влечет за собой более частое изменение цен и связанных с ним издержек (см. главу 23). Кроме того, индивиды и фирмы будут вынуждены пересматривать договоры о заработной плате и другие контракты гораздо чаще, чем обычно, что приведет к значительным затратам труда и времени, или же индексировать условия контрактов с учетом инфляции, что также повлечет затраты ресурсов.

Непредвиденная инфляция вызовет также эффект перераспределения, так как она фактически перемещает богатство от кредиторов к должникам. Другой возможный эффект перераспределения появляется, если подоходный налог индексирован не в полной мере: инфляция увеличивает номинальный доход и тем самым заставляет индивидов и фирмы платить более высокие налоги, фактически повышая налоги без какого-либо реального увеличения ставок подоходного налога. Пытаясь избежать таких эффектов перераспределения, индивиды и фирмы также несут прямые затраты.

Наконец, изменчивость темпов инфляции тоже может быть связана с затратами, так как это вынуждает экономических агентов определять, изменился ли общий уровень цен и относительные цены, тем самым усложняя принятие решений о потреблении или производстве.

Промежуточные цели денежно-кредитной политики

Хотя ФРС в принципе может осуществлять операции на открытом рынке, изменять учетную ставку или резервные требования, непосредственно достигая заданного уровня производства и инфляции, она редко этим пользуется. Вместо этого ФРС обычно использует **промежуточные цели** (*intermediate targets*) денежно-кредитной политики. Промежуточная цель есть экономическая переменная, которую ФРС выбирает для осуществления контроля над ней, так как считает, что это согласуется с основными целями. Именно промежуточная цель — цель, отличная от основных целей обеспече-

ния определенного уровня производства и инфляции (над которыми ФРС не склонна осуществлять прямой контроль), но достаточно тесно связанная с основными целями, так что она (промежуточная цель) может рассматриваться в качестве вспомогательной или дополнительной задачи для достижения основных целей политики ФРС.

Как будет показано в дальнейшем, существует множество переменных, которые подошли бы ФРС как промежуточные цели. На самом деле теоретически не существует предела для набора экономических переменных, из которых ФРС может выбрать промежуточную цель своей политики. Например, ФРС может решить купить или продать школьные тетради в количестве, достаточном для сохранения средней цены на них на необходимом фиксированном уровне. Однако ФРС так наверняка никогда не поступит, потому что вряд ли школьные тетради когда-нибудь будут иметь отношение к общей экономической активности, чтобы оправдать выход ФРС на этот рынок.

Необходимость того, чтобы потенциальная промежуточная цель была тесно связанной с основными целями ФРС, пожалуй, станет решающим моментом при ограничении набора переменных, претендующих на то, чтобы стать промежуточными целями. Тем не менее, как мы обсудим в дальнейшем, некоторые экономические переменные до сих пор остаются лишь в качестве таких претендентов. Сначала, однако, мы разберем, почему же ФРС предпочитает прежде всего использование промежуточных целей.

ПРИЧИНА ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ПРОМЕЖУТОЧНЫХ ЦЕЛЕЙ

Существует два объяснения использованию ФРС промежуточных целей. Первое заключается в сложности, если не в невозможности, понять все взаимозависимости экономических переменных настолько, чтобы непосредственно направить инструменты денежно-кредитной политики ФРС на достижение ее основных целей. Второе объяснение: даже если ФРС досконально знает механизм функционирования экономики, то она обычно не обладает достаточной информацией для принятия лучшего решения о прямом пути достижения основных целей. Давайте разберем каждое из объяснений подробнее.

Проблемы, связанные с достижением основных целей напрямую Как уже отмечалось в главах части V, посвященных макроэкономике и теории денег, существует несколько различных теорий о влиянии денежной массы на другие экономические переменные. Более того, если какая-то теория может быть признана более или менее справедливой в любой данный момент, дискуссии по поводу относительной справедливости различных теорий продолжаются.

Интересно, что ученые-экономисты не единственные, кто дискутирует об адекватности тех или иных теорий. В 1960—70-е годы экономисты различных подразделений ФРС (особенно экономисты, связанные с Федеральным резервным банком Сент-Луиса) были ярыми сторонниками монетаристской теории, несмотря на то что экономисты других подразделений ФРС (особенно Совета управляющих ФРС в Вашингтоне) отдавали предпочтение кейнсианским объяснениям экономической активности. В 1980—90-е годы наметился еще один раскол, когда некоторые экономисты ФРС (особенно связанные с Федеральным резервным банком Миннеаполиса) поддержали теорию реальных циклов деловой активности.

Ясно, что если сами экономисты и руководство ФРС не могут выработать единую позицию о влиянии денежно-кредитной политики на экономические переменные, то трудно предвидеть, как ФРС в целом сможет добиться должной стабилизации реального объема производства и уровня цен путем проведения, скажем, повседневных операций на открытом рынке.

С этой точки зрения промежуточная цель может рассматриваться как средство достижения компромисса в проведении политики в отсутствие полного согласия среди руководства ФРС по поводу наилучшего способа достижения основных целей напрямую. Например, как будет показано в дальнейшем, одной из промежуточных целей, использовавшихся ФРС в прошлом, была номинальная денежная масса. Хотя не все экономические теории указывают на влияние денежной массы на другие экономические переменные, почти все теории свидетельствуют, что изменение денежной массы должно вызвать изменение индекса цен, если не в такой же пропорции, то по крайней мере в том же направлении. ФРС считает, что многие теории могут согласиться с тем, что в отсутствие любой другой области для компромисса политика, направленная на достижение промежуточной цели, окажется лучше любого другого варианта, где не существует основы для такого компромисса. К тому же, если стабилизация цен и низкий уровень инфляции являются основными целями денежно-кредитной политики, использование денежной массы в качестве промежуточной цели может служить инструментом прагматического подхода ФРС к осуществлению этой политики.

Проблемы информации Приведенный выше довод в пользу промежуточных целей денежно-кредитной политики на самом деле затрагивает скорее политический, а не экономический аспект. Хотя отсутствие согласия по поводу экономической теории может благоприятствовать использованию достаточно широкой промежуточной цели для достижения компромисса политиками, существует сильный экономический аргумент в пользу использования промежуточной цели в денежно-кредитной политике, даже при всеобщем согласии по поводу правильности модели экономики.

Этот аргумент связан с проблемой неверной информации при проведении денежно-кредитной политики. Некоторые экономические переменные, такие, как процентная ставка, денежная масса или объем кредитования, могут измеряться на еженедельной или даже ежедневной основе. Другие же, такие, как номинальный объем производства, могут быть рассчитаны на недельной основе, но обычно уточняются и становятся известными только через месяц. А отдельные переменные, такие, как индексы цен или оценки реального объема производства, рассчитываются только один раз в месяц. Более того, последние переменные не принято устанавливать приблизительно через месяц; государственные статистики обычно пересматривают месячные расчеты через определенный промежуток времени.

Следовательно, самая последняя информация о ценах и реальном объеме производства обычно не доступна политикам. Напротив, информация о финансовых переменных, таких, как процентная ставка, денежная масса и объем кредитования, поступает гораздо быстрее. Информация о номинальном доходе поступает менее быстро, но политики обычно получают эту информацию гораздо чаще и более точной, нежели данные об основных целях политики.

Тот факт, что некоторые экономические переменные, не связанные напрямую с основными целями, можно измерить точнее и быстрее, сам по себе наводит на мысль об использовании этих переменных в качестве промежуточных целей. Основа этой идеи заключается в следующем: направляя инструменты своей политики на достижение промежуточной цели, ФРС может почти мгновенно добиться обратной связи и получить информацию о точности и результатах своей политики. Если же ФРС необходимо осуществить какие-то операции на открытом рынке для изменения величин таких переменных, как реальный объем производства или индекс цен, в настоящее время, то ей придется действовать практически в информационном вакууме. У ФРС не будет возможности на протяжении нескольких недель или месяцев узнать, привели ее действия к желаемым результатам или нет.

ДОСТИЖЕНИЕ ПРОМЕЖУТОЧНОЙ ЦЕЛИ

Как ФРС выбрать переменную в качестве промежуточной цели, на которой она обычно не акцентирует внимание, но которая помогает достичь основных целей? Ответ на поставленный вопрос достаточно длинен, поэтому оставшуюся часть данной главы мы посвятим результату метода промежуточных целей. Чтобы ответить на этот вопрос, начнем с обзора основных понятий, связанных с выбором промежуточной цели денежно-кредитной политики.

Критерии отбора промежуточных целей Существует несколько условий, которым, по мнению ФРС, должна удовлетворять промежуточная цель. Они заключаются в следующем.

1. *Согласованность с основными целями ФРС.* Это первостепенное требование, которому должна отвечать промежуточная цель. Если основными целями ФРС являются, скажем, стабилизация реального объема производства и уровня цен, тогда ФРС, предположительно, будет рассматривать другие экономические переменные в качестве второстепенных по отношению к переменным основных целей или даже не будет рассматривать их вовсе. Следовательно, ФРС будет заботиться о достижении промежуточной цели, только если это помогает ей достичь основных целей политики.
2. *Измеримость.* Если переменная, выбранная в качестве промежуточной цели, полезна для ФРС, то это должна быть переменная, которую ФРС может правильно и точно измерить. У ФРС практически не должно быть сомнений относительно величины переменной, используемой в качестве промежуточной цели. В противном случае проблемы с измерением такой экономической переменной неблагоприятно скажутся на способности ФРС достигать основных целей.
3. *Своевременность.* Достоверная информация о промежуточной цели должна своевременно поступать в ФРС. Экономическая переменная, которую ФРС может измерять лишь время от времени, не станет промежуточной целью, учитывая то, что точно такая же проблема возникает и для переменных основной цели. Если информация о переменной, рассматриваемой в качестве потенциальной промежуточной цели, поступает не чаще, чем информация об основных целях политики, тогда не нужна и сама промежуточная цель.
4. *Контролируемость.* Для того чтобы экономическая переменная оказалась полезной, став промежуточной целью, ФРС должна иметь возможность влиять на величину этой переменной. Более того, необходима устойчивая и доступная для понимания зависимость между инструментами политики ФРС и промежуточной переменной, такая, чтобы ФРС могла осуществлять контроль над ее величиной и достигать нужного значения этой переменной.

Соблюдение всех этих условий — достаточно сложная задача. Тем не менее для успешного проведения стратегии выдвижения промежуточных целей ФРС должна сделать все от нее зависящее, чтобы удовлетворить эти требования. В противном случае ФРС не достигнет основных целей денежно-кредитной политики.

Стабилизация совокупного спроса и промежуточные цели Как отмечалось в главе 21, воздействие денежно-кредитной политики на экономику проявляется через эффект равновесия на денежном рынке и положение графика *LM*. Более того, положение графика совокупного спроса экономики связано с достижением равновесия в модели *IS-LM*. Следовательно, меры денежно-кредитной политики влияют на положение графика совокупного спроса. Хотя политики ФРС могут пытаться влиять на объем производства фирм и динамику предложения труда, они не в состоянии прямо воздействовать на факторы предложения. Кроме того, ожидания работников и фирм,

связанные с теми или иными мерами политики ФРС, могут повлиять на предложение труда и производственные решения, принимаемые ими (см. главу 22); у ФРС нет инструментов воздействия на положение графика совокупного предложения.

Поэтому денежно-кредитная политика, направленная на достижение стабильности уровня производства и цен, обычно воздействует на положение графика совокупного спроса. Согласно ей, выбор адекватной промежуточной цели денежно-кредитной политики обычно сводится к поиску основного фактора, определяющего положение графика совокупного спроса. Таким образом, выбор ФРС переменной, рассматриваемой в качестве промежуточной цели, будет согласовываться с основными целями ФРС.

На рис. 24-1 дана графическая иллюстрация этого явления. На нем представлена исходная точка равновесия графиков совокупного спроса и совокупного предложения (точка A). В этой точке уровень цен равен P_0 и реальный объем производства — y_0. Кроме того, y_0 — естественный уровень производства, и поэтому график совокупного предложения в долгосрочном периоде при данном объеме производства представляет из себя вертикальную прямую (вспомните теоретическое обоснование этого, приведенное в главе 21).

Допустим, что основная цель ФРС — стабилизировать реальный объем производства на уровне, близком к естественному, и минимизировать колебания цен. Если график совокупного предложения не смещается, то единственный способ изменить реальный объем производства и уровень цен — сместить график совокупного спроса, как показано на рисунке. Такое смещение может произойти под влиянием некоторых факторов, не связанных с действиями ФРС, например из-за изменений потребления домашних хозяйств, ожидаемых инвестиций фирм, расходов государства, налоговой политики или совокупного спроса на деньги.

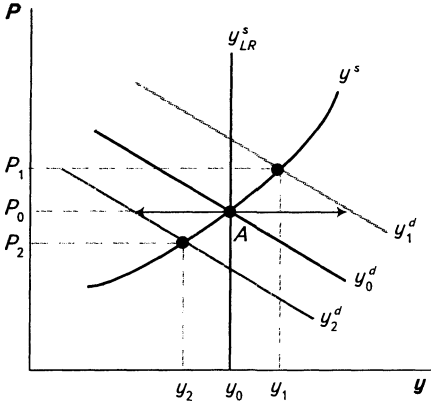


Рис. 24-1
Стабилизация совокупного спроса и стратегия выдвижения промежуточных целей. Изменение положения графика совокупного спроса вызывает краткосрочные отклонения реального объема производства от естественного уровня, равного y_0 в точке достижения равновесия экономики на графике совокупного предложения в долгосрочном периоде. Такие изменения совокупного спроса вызывают изменения уровня цен и инфляции. Одной из целей стратегии выдвижения промежуточных целей является стабилизация совокупного спроса и тем самым устранение изменчивости реального дохода и инфляции.

Таким образом, основной задачей стратегии выдвижения промежуточных целей является уменьшение колебаний совокупного спроса. По этой причине, как мы увидим в дальнейшем, большинство подходов к промежуточным целям делает акцент на стабилизации реального дохода, точке пересечения графиков IS и LM. Итак, как мы знаем из главы 21, положение графика совокупного спроса зависит от равновесия в модели IS-LM. Стабилизация уровня реального дохода, связанная с равновесием в модели IS-LM, подразумевает стабилизацию совокупного спроса и как результат стабилизацию реального объема производства и уровня цен.

Отметим, что данное рассуждение абстрагируется от дестабилизирующих эффектов, которые возникают вследствие изменчивости графика совокупного предложения. Как будет показано в дальнейшем, колебания совокупного предложения также усложняют

выбор промежуточной цели. Однако на время мы будем исходить из допущения о стабильности совокупного спроса при выдвижении альтернативных промежуточных целей.

Набор промежуточных переменных ФРС проводит свою политику на финансовых рынках: рынках государственных ценных бумаг, межбанковских кредитов и кредитов центрального банка. Следовательно, по причине того, что ФРС должна выбирать промежуточную цель, которую она может эффективно контролировать, переменные финансового рынка выступают как наиболее адекватные варианты промежуточных целей.

Основными переменными на финансовом рынке являются процентные ставки. Неудивительно, что процентные ставки находятся в списке потенциальных промежуточных целей денежно-кредитной политики, и ФРС, вероятно, использовала их в 1950—60-е годы. (Трудно сказать по этому поводу что-либо определенное, так как ФРС старалась не афишировать роль ставки процента в ее стратегии в те годы.) Другой важной переменной является, конечно, денежная масса. Как будет рассмотрено в главе 25, ФРС использовала темп прироста денежной массы в качестве промежуточной цели в 1970-х и в начале 1980-х годов. Как будет показано ниже в этой главе, другой возможной промежуточной целью на финансовом рынке может стать объем кредитования в экономике. ФРС использовала такие показатели в прошлом, но не утверждала их официально в качестве промежуточной цели своей денежно-кредитной политики.

Хотя ФРС напрямую контролирует переменные финансового рынка, ей не следует ограничиваться этими переменными как единственными потенциальными промежуточными целями. Одной из экономических переменных, на которую ФРС и другие экономисты недавно обратили внимание, выступает номинальный доход. Другой переменной являются товарные цены. Некоторые экономисты выступают сторонниками модификации таргетирования[1] процентных ставок, вариантом которого рассматривается таргетирование разницы между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками, описывающей временную структуру процентных ставок.

Далее, мы сконцентрируем внимание на промежуточных целях, которые либо уже использовались ФРС в прошлом, либо рассматривались как наиболее адекватные варианты. Однако мы обсудим и все приведенные выше варианты. В последние годы ФРС проявила склонность к смене промежуточных целей в соответствии с изменяющимися условиями, поэтому было бы неблагоразумно не принимать в расчет все возможные варианты. Для выбора наиболее привлекательной промежуточной цели, необходимо знать особенности каждой из них.

Номинальная процентная ставка как промежуточная цель

Номинальные процентные ставки выделяются из всех возможных переменных, рассматриваемых в качестве промежуточных целей, по ряду причин. Во-первых, ФРС может постоянно наблюдать за процентными ставками. Усредненные данные о процентных ставках по финансовым инструментам поступают ФРС ежедневно, а о некоторых процентных ставках ФРС может получать информацию каждый час. Как уже отмечалось, измеримость и своевременность являются основными критериями отбора промежуточной цели; номинальные процентные ставки идеально удовлетворяют этим условиям.

У ФРС также имеется явная возможность влиять на номинальные процентные ставки, продавая или покупая государственные ценные бумаги. Следовательно, ФРС

[1] Таргетирование — установление ФРС ориентиров изменения определенных показателей (ставка процента, денежная масса и т. д.), которых она пытается достичь с помощью денежно-кредитной политики. (*Прим. ред.*)

в состоянии осуществлять значительный контроль за номинальными процентными ставками, по крайней мере в краткосрочный период. В принципе отсюда следует, что номинальные процентные ставки потенциально могут контролироваться ФРС.

Тогда основной проблемой становится соответствие номинальной ставки процента основным целям ФРС. На этой проблеме мы остановимся подробнее.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ НОМИНАЛЬНОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ

Начнем обсуждение с рассмотрения того, как ФРС осуществляет таргетирование номинальной процентной ставки. Рассмотрим рис. 24-2*А*, исходя из предположения, что ФРС уже выбрала намеченный уровень процентной ставки (r_n^*). (Сейчас мы не будем касаться того, как ФРС определяет уровень r_n^*; мы вернемся к этой проблеме, когда узнаем, как ФРС может поддерживать процентную ставку на уровне r_n^*.)

Сначала рассмотрим точку *А* (рис. 24-2*А*), в которой график спроса на деньги, $m_0^d(y_0)$, пересекает график предложения денег, являющийся вертикальной прямой M_0/P_0. Вспомните из главы 21, что положение графика спроса на деньги зависит от спроса небанковского сектора на реальную покупательную способность, который, в свою очередь, зависит от совокупного реального дохода домашних хозяйств и фирм (который мы принимаем за константу, равную y_0) и от вкусов и пристрастий (в числе прочих факторов). Более того, ФРС может напрямую влиять на номинальную денежную массу, M_0, но предложение денег изменяется с последующим изменением уровня цен, даже при отсутствии каких-либо действий со стороны ФРС. Пока предположим, что цены зафиксированы на уровне P_0.

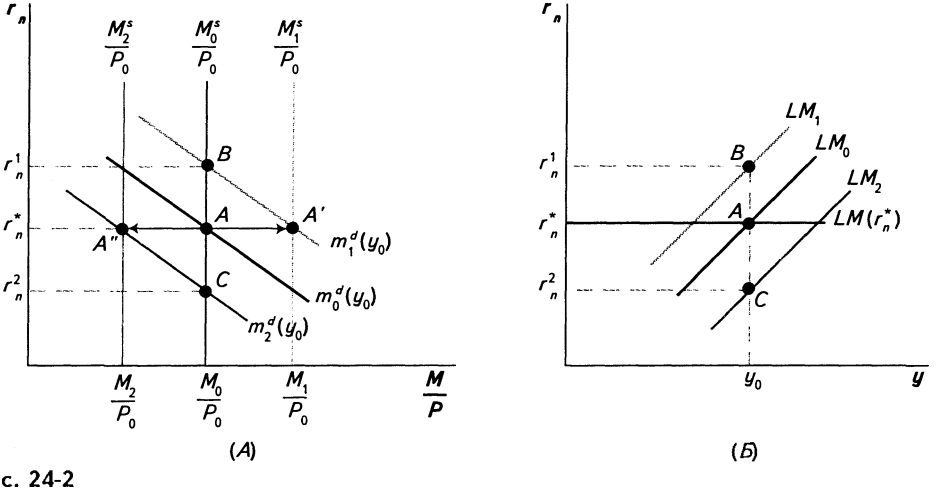


Рис. 24-2

Таргетирование номинальной процентной ставки. Если спрос небанковского сектора на деньги колеблется между $m_1^d(y_0)$ и $m_2^d(y_0)$, как показано на рис. *А*, то точки равновесия на денежном рынке будут находиться на отрезке между точками *В* и *С*. Однако ФРС может менять денежную массу для поддержания номинальной процентной ставки на заданном уровне r_n^*. Как показано на рис. *Б*, определение ориентиров ставки процента делает график *LM* параллельным оси абсцисс в положении $LM(r_n^*)$. Однако, если бы ФРС не определяла ориентиры для ставки процента, то обычно имеющий положительный наклон график *LM* наверняка сместился бы вверх или вниз, вызвав колебания спроса на деньги на отрезке между точками *В* и *С*.

Поддержание ставки процента на заданном уровне Точка *А* на рис. 24-2*А* соответствует исходному равновесию на денежном рынке, при котором равновесная номи-

нальная ставка процента равна заданному ФРС значению, r_n^*. Предположим, однако, что спрос небанковского сектора на деньги вдруг увеличится до $m_1^d(y_0)$, т. е. спрос домашних хозяйств и фирм на реальную покупательную способность увеличится при неизменном реальном доходе. Если ФРС не предпримет ответных действий и, предположим, уровень цен не изменяется, то равновесная номинальная ставка процента сместится вверх до положения r_n^1 в точке *B*. Это, конечно же, повредит цели ФРС — поддержанию ставки процента на заданном уровне r_n^*. Как ФРС поступит в такой ситуации? Ответ прост: ФРС придется предпринять действия, например осуществить покупку ценных бумаг на открытом рынке, чтобы увеличить денежную массу. Это сместит график предложения денег вправо (опять-таки при неизменном уровне цен) и вернет равновесную ставку процента в положение r_n^* в точке *A'*. ФРС тем самым сохранит номинальную ставку процента на заданном уровне.

Теперь предположим, что спрос небанковского сектора на деньги с уровня, близкого к исходному $m_0^d(y_0)$, уменьшится до уровня $m_2^d(y_0)$, как показано на рис. 24-2*А*. Если это происходит, то равновесная номинальная процентная ставка, в отсутствие действий со стороны ФРС, упадет до уровня r_n^2 в точке *C*. Однако ФРС может предотвратить такое падение номинальной ставки процента, проводя политику уменьшения предложения денег с M_0 до M_2. Как показано на рисунке, такой шаг сохранит процентную ставку в равновесии на заданном уровне r_n^* в точке *A''*.

Рисунок 24-2*Б* иллюстрирует таргетирование процентной ставки на графике *LM*. Обычно имеющий положительный наклон график *LM* изначально находится в положении LM_0 в точке *A*, в котором равновесная ставка процента на денежном рынке равна r_n^* при уровне реального дохода y_0. Увеличение спроса на деньги приводит к смещению графика *LM* вверх, до LM_1, что иллюстрируется вертикальным перемещением из точки *A* в точку *B*, и также приводит к увеличению ставки процента с r_n^* до r_n^1. Напротив, уменьшение спроса на деньги приводит к смещению графика *LM* вниз, до LM_2, что иллюстрируется вертикальным перемещением из точки *A* в точку *C*, и также приводит к падению ставки процента с r_n^* до r_n^2.

Однако в силу таргетирования номинальной процентной ставки ФРС не позволяет графику *LM* перемещаться в направлениях, показанных на рис. 24-2*Б*. Вместо этого ФРС всегда реагирует на колебания спроса на деньги, увеличивая или уменьшая предложение денег, сохраняя его на уровне, необходимом для поддержания номинальной процентной ставки на заданном уровне, r_n^*. Прослеживая, как ФРС проводит денежно-кредитную политику, можно подумать, что график *LM* параллелен оси абсцисс и пересекается с осью ординат в точке r_n^*. На самом деле график *LM* фактически становится таким, только если ФРС постоянно корректирует денежную массу и сохраняет ее на уровне, необходимом для поддержания заданной ставки процента. Следовательно, горизонтальная прямая *LM*, обозначенная $LM(r_n^*)$ на рис. 24-2*Б*, является **фактическим графиком *LM*** (*effective LM schedule*) при таргетировании ФРС ставки процента.

Выбор заданного значения ставки процента Теперь, когда мы показали, как ФРС осуществляет таргетирование ставки процента, и разобрали влияние такой политики на график *LM*, следует рассмотреть, как ФРС определяет нужное значение ставки процента. Этот процесс показан на рис. 24-3. Предположим, что ФРС выбирает уровень реального дохода y^* в качестве основной цели. Если это так и если график *IS* находится в положении, показанном на рис. 24-3, тогда все, что требуется ФРС, — это рассчитать ставку процента, при которой уровень реального дохода сравняется с уровнем совокупных расходов, предполагаемых графиком *IS*.

Это означает, что ФРС должна просто определить позицию графика *IS* и, имея размер реального дохода y^*, оценить промежуточное значение ставки процента r_n^*, которую необходимо получить для достижения основной цели — заданного уровня реального дохода. Как показано на рис. 24-3, ФРС затем устанавливает ставку процента на этом уровне. После этих действий ФРС, как уже отмечалось, график *LM* становится параллельным оси абсцисс и пересекающим ось ординат в точке $LM(r_n^*)$.

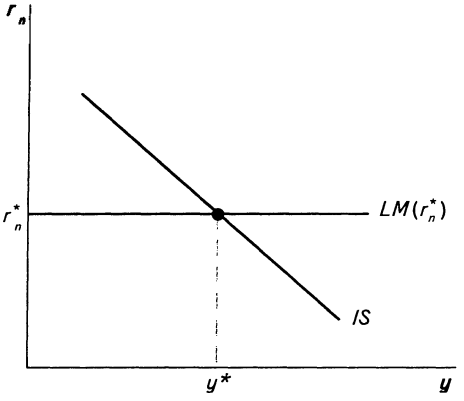


Рис. 24-3
Выбор заданного значения номинальной процентной ставки. Имея основной целью уровень реального дохода y^*, ФРС определяет положение графика *IS*. Затем она определяет номинальную процентную ставку r_n^*, необходимую, чтобы получить уровень дохода y^*, основанный на уровне ожидаемых совокупных расходов, предполагаемых графиком *IS*. Затем ФРС поддерживает номинальную процентную ставку на этом заданном уровне, используя подход, описанный на рис. 24-2.

ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ НОМИНАЛЬНОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ В КАЧЕСТВЕ ПРОМЕЖУТОЧНОЙ ЦЕЛИ

Как показано на рис. 24-3, использование номинальной процентной ставки в качестве промежуточной цели представляется достаточно перспективным предложением. Действительно, очевидная простота таргетирования номинальной процентной ставки является одним из основных его преимуществ. Есть, однако, и другие, более важные преимущества.

Преимущества таргетирования ставки процента На самом деле основное преимущество использования номинальной процентной ставки в качестве промежуточной цели уже показано на рис. 24-2 и 24-3. Тем не менее, давайте повторно рассмотрим смысл этих двух рисунков. Как видно из рис. 24-2, если ФРС не предпримет шагов по поддержанию ставки процента на заданном уровне r_n^*, то график *LM* сместится либо вверх, либо вниз в зависимости от увеличения или уменьшения спроса небанковского сектора на деньги. Но рис. 24-3 показывает, что пока график *IS* остается неизменным, такое смещение *LM* нежелательно, так как в этом случае не удастся поддержать уровень реального дохода y^*, т. е. достичь основной цели ФРС.

Это четко видно на рис. 24-4, на котором рис. 24-2*Б* наложен на рис. 24-3. Как видно из рис. 24-4, если ФРС позволит графику *LM* перемещаться вертикально вверх или вниз от точки *A*, между *B* и *C*, то равновесный реальный доход также будет колебаться от y_1 до y_2. В результате уровень реального дохода не будет постоянно равным y^*, что представляет собой основную цель ФРС.

Напротив, если ФРС будет осуществлять таргетирование номинальной процентной ставки на уровне r_n^*, то при этом (как уже отмечалось) фактический график *LM* станет горизонтальной прямой $LM(r_n^*)$. Следовательно, ставка процента не будет колебаться в ответ на изменения спроса небанковского сектора на деньги. Реальный доход, таким образом, автоматически останется постоянным на уровне y^*, соответствующем основной цели, несмотря на колебания спроса на деньги. Фактически, используя ставку про-

цента в качестве промежуточной цели, ФРС автоматически компенсирует влияние на реальный доход изменений спроса на деньги.

Другим преимуществом использования номинальной процентной ставки в качестве промежуточной цели является также автоматическое устранение эффектов, связанных с колебаниями предложения денег в экономике. Как уже отмечалось в главе 14, денежный мультипликатор в действительности не является константой. Он зависит от нескольких факторов, в том числе от требуемой нормы резервного покрытия, от отношения спроса небанковского сектора на деньги к трансакционным депозитам, от отношения спроса депозитных учреждений на избыточные резервы к трансакционным депозитам. Последние два фактора, в свою очередь, обычно зависят от ожиданий, вкусов и пристрастий домашних хозяйств, фирм и депозитных учреждений. Следовательно, денежный мультипликатор, а тем самым и денежная масса могут изменяться и без каких-либо действий со стороны ФРС.

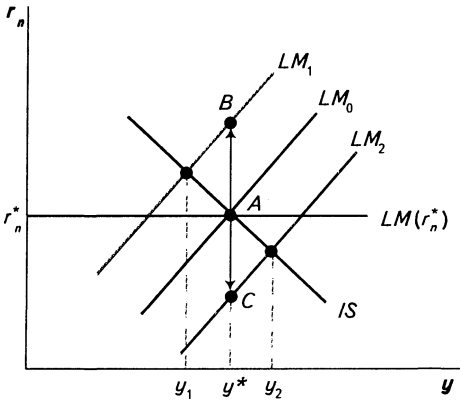


Рис. 24-4

Преимущество таргетирования процентной ставки. Основным преимуществом таргетирования процентной ставки является то, что оно автоматически стабилизирует реальный доход при имеющихся колебаниях спроса на деньги. Такие колебания обычно вызывают смещение графика *LM* на отрезке между точками *B* и *C*, вызывая тем самым изменения номинальной процентной ставки, что в конечном счете сказывается на колебаниях равновесного реального дохода. Однако, определяя номинальную процентную ставку как r_n^*, ФРС сохраняет равновесие в экономике в точке *A*, предупреждая тем самым колебания реального дохода при неизменности графика *IS*.

В свою очередь изменения денежной массы, вызванные изменениями денежного мультипликатора, приведут к увеличению или падению равновесной процентной ставки, вызывая тем самым вертикальное смещение графика *LM*. Однако осуществляя таргетирование номинальной процентной ставки, ФРС, так же как и случае с колебаниями спроса на деньги, может предотвратить такое смещение графика *LM*. Поэтому использование номинальной процентной ставки в качестве промежуточной цели автоматически устраняет эффект от колебаний реального дохода, выражающийся в изменении номинальной денежной массы. Это позволяет ФРС достичь основной цели — обеспечения реального дохода при неизменности графика *IS*.

Суммируем все сказанное. Основным преимуществом таргетирования номинальной процентной ставки является автоматическое устранение эффекта от колебаний реального дохода на денежном рынке. Поддерживая номинальную процентную ставку на заданном уровне, ФРС сохраняет состояние равновесия в экономике в модели *IS-LM*, что вполне согласуется с ее основной целью — обеспечением определенного уровня реального дохода.

Более того, вспомним, что положение графика совокупного спроса в экономике связано с равновесием в модели *IS-LM*. Следовательно, поддерживая равновесие в модели *IS-LM*, таргетирование ставки процента автоматически стабилизирует совокупный спрос, несмотря на нестабильность спроса на деньги и денежного мультипликатора. Как отмечалось при обсуждении рис. 24-1, это означает, что до тех пор, пока

совокупное предложение стабильно, таргетирование процентной ставки также согласуется и с целью минимизации уровня инфляции.

Недостатки таргетирования процентной ставки У экономистов есть поговорка, что «бесплатного обеда не бывает». Она справедлива для использования ставки процента в качестве промежуточной цели, так же как и для всего остального в жизни. Если вы внимательно следили за ходом анализа, то наверняка обратили внимание, что мы везде делали три допущения: уровень цен был постоянным, совокупное предложение было фиксированным, а график *IS* не менял своего положения.

Проблемы изменения совокупного спроса и гибкости цен мы обсудим позднее. А сейчас рассмотрим изменчивость графика *IS*, так как это самый существенный недостаток использования ставки процента в качестве промежуточной цели. Для иллюстрации этого рассмотрим рис. 24-5.

Рисунок 24-5 демонстрирует эффект от изменчивости графика *IS*, который может появиться из-за изменений автономного потребления домашних хозяйств, автономных инвестиций или государственных расходов или налогов. Как видно из рис. 24-5, когда фактический график *LM* горизонтален (так как его положение поддерживается таргетированием процентной ставки на уровне $LM(r_n^*)$), смещение графика *IS* влево или вправо (между IS_1 и IS_2) повлечет наибольшие возможные колебания равновесного реального дохода в диапазоне между точками *D* и *E*. Следовательно, равновесный реальный доход будет колебаться в пределах от y_1 до y_2, а не оставаться на заданном ФРС уровне y^*. Это, в свою очередь, приведет к еще большей изменчивости графика совокупного спроса при колебаниях уровня реального дохода, определяемого равновесием в модели *IS-LM*, и фиксированном уровне цен P_0.

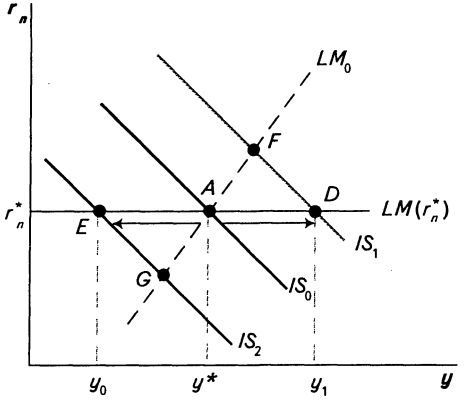


Рис. 24-5
Недостаток таргетирования ставки процента. Если изменения автономного потребления, инвестиций, государственных расходов или налогов вызывают смещение графика *IS*, то результатом таргетирования ставки процента станет максимально возможное изменение равновесного реального дохода от y_1 до y_2 на отрезке между точками *D* и *E*. Если же ФРС не осуществляет таргетирование ставки процента, то вместо графика *LM* будет LM_0, и изменения равновесного реального дохода будут менее значительными: на отрезке между точками *F* и *G*.

На рис. 24-5 пунктиром изображен график *LM*, обычно имеющий положительный наклон. Таким был бы этот график, если бы ФРС не осуществляла таргетирование номинальной процентной ставки. Как видно из рис. 24-5, при положительном наклоне графика *LM* равновесный доход будет изменяться на отрезке между точками *F* и *G* при смещении графика *IS* влево или вправо. *Следовательно, при изменчивости графика IS, ФРС лучше воздержаться от использования номинальной процентной ставки в качестве промежуточной цели.* Таким образом, крупные изменения в автономном потреблении, инвестициях, государственных расходах или налогообложении будут служить препятствием для таргетирования процентной ставки.

Как уже отмечалось, проблема изменчивости *IS* является наиболее очевидным недостатком таргетирования номинальной процентной ставки. Однако существуют и другие вероятные проблемы. Одна, на которую указывают многие монетаристы, заключается в том, что, однажды начав таргетирование процентной ставки, ФРС может сбиться с изначального курса, который заключается в достижении основных целей — заданного уровня дохода и цен. В ходе таргетирования процентной ставки, как отмечают многие критики, ФРС забывает, что ставка процента — это *промежуточная* цель, и обращается с ней как с основной целью.

Вторая, скорее техническая, проблема заключается в неспособности ФРС зафиксировать номинальную процентную ставку в долгосрочный период. Проведение ФРС политики поддержания номинальной процентной ставки в долгосрочный период есть не что иное, как ее **искусственное поддержание** (*peg*). Экономисты расходятся во взглядах на возможность искусственного поддержания ставки процента в долгосрочный период. Причина, как уже отмечалось в главе 7, заключается в том, что номинальная процентная ставка приблизительно равна сумме реальной процентной ставки и ожидаемых темпов инфляции. Многие экономисты утверждают, что реальная процентная ставка зависит только от реальных факторов и поэтому ФРС не может влиять на нее в долгосрочном периоде. Если так, то попытки искусственно поддерживать номинальную процентную ставку равнозначны попыткам зафиксировать ожидаемые темпы инфляции на определенном уровне, что практически невозможно.

Однако экономисты расходятся во взглядах на последнюю проблему. Некоторые из них отмечают, что ФРС успешно поддерживала номинальную процентную ставку по казначейским ценным бумагам в течение достаточно длительного периода — годы второй мировой войны и послевоенные годы. Другие же свидетельствуют об отсутствии теоретической причины, по которой искусственное поддержание ставки процента было бы невозможным, так как ФРС может влиять на ожидаемые изменения цен посредством политики искусственного поддержания ставки процента.

Денежная масса в качестве промежуточной цели

На протяжении 1970-х и части 1980-х годов ФРС заявляла об использовании денежных агрегатов M1 и M2 в качестве промежуточных целей. Как будет показано в главе 25, ФРС в течение этого периода несколько раз видоизменяла стратегию таргетирования денежной массы. Здесь мы остановимся на достоинствах и недостатках использования денежной массы в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

При использовании денежной массы в качестве промежуточной цели ФРС корректирует положение графика предложения денег таким образом, чтобы сохранить номинальную денежную массу на заданном уровне M^*. При постоянном уровне цен это позволяет графику предложения денег оставаться неизменным. (Уровень цен, конечно, может изменяться, но мы будем исходить из предположения, что уровень цен — фиксированная величина.)

Поддержание заданной денежной массы Например, как показано на рис. 24-6*А*, при таргетировании денежной массы ФРС всегда устраняет колебания значения денежного мультипликатора, который приводит к изменению номинальной денежной массы, скажем, с M^* до M_1 или с M^* до M_2. Как видно из рис. 24-6*Б*, такие

колебания при отсутствии денежно-кредитной политики вызовут смещение графика LM в положение LM_1 и LM_2. Однако, сохраняя денежную массу на заданном уровне M^*, ФРС будет реагировать на изменения денежного мультипликатора путем сохранения графика LM в положении $LM(M^*)$ на рис. 24-6*Б*.

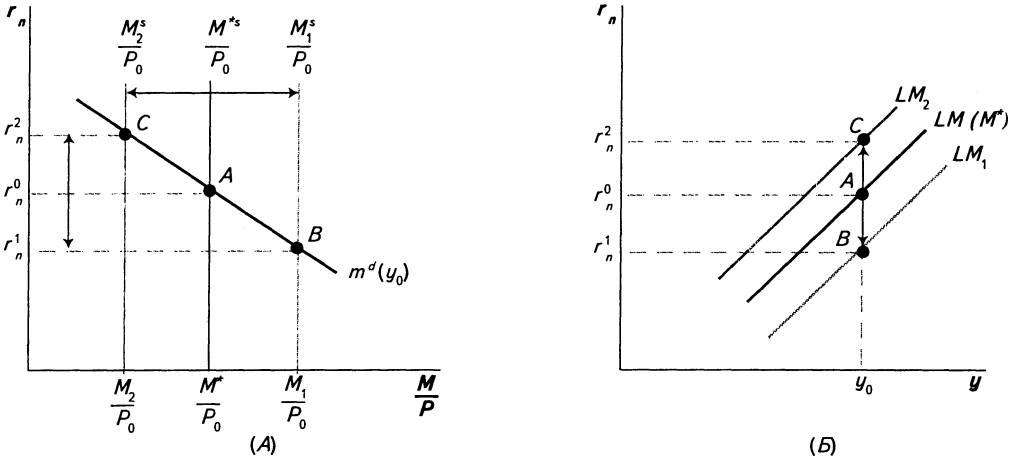


Рис. 24-6
Таргетирование денежной массы. Если ФРС определяет денежную массу на уровне M^*, то это не позволяет колебаниям денежной массы между M_1 и M_2, которые являются результатом изменения денежного мультипликатора, вызвать смещение графика предложения денег (рис. *А*). Вместо этого ФРС предпримет соответствующие шаги для поддержания денежной массы на уровне M^*. Как показано на рис. *Б*, в отсутствие таргетирования денежной массы положение графика LM будет изменяться от *B* до *C*, являясь результатом изменчивости денежного мультипликатора. Однако при таргетировании денежной массы ФРС устраняет последствия влияния изменчивости денежного мультипликатора на форму графика LM и пытается сохранить его в положении $LM(M^*)$.

Выбор денежной массы Как и при таргетировании ставки процента, при использовании денежной массы в качестве промежуточной цели ФРС выбирает эту цель по принципу ее согласованности с основными целями. Если это означает стабилизацию реального дохода на заданном уровне y^*, то ФРС выбирает денежную массу M^* так, чтобы график LM определил точку равновесия в модели IS-LM при нужном уровне реального дохода (рис. 24-7).

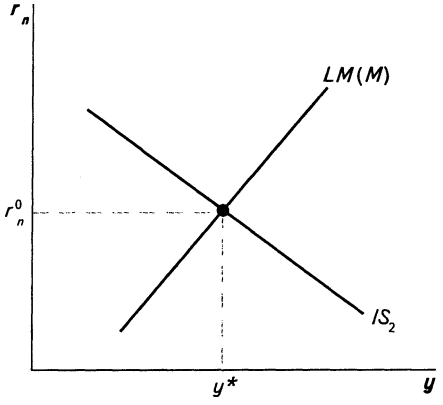


Рис. 24-7
Выбор денежной массы. Чтобы выбрать необходимую денежную массу, ФРС должна определить положение графика IS. Используя знания о влиянии денежной массы на график LM, ФРС затем определяет значение M^*, которое согласуется с ее основной целью — обеспечением реального дохода y^*.

Опять, как и при таргетировании ставки процента, для выбора оптимальной денежной массы ФРС придется определить положение графика *IS*, чтобы быть уверенной, что *IS* и *LM* пересекутся в точке, соответствующей равновесному реальному доходу (y^*). Однако в отличие от таргетирования ставки процента при использовании денежной массы в качестве промежуточной цели ФРС должна учитывать факторы, влияющие на форму графика *LM*, чтобы придать ему правильное положение $LM(M^*)$ на рис. 24-7. Это, в свою очередь, стабилизирует совокупный спрос в экономике.

ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ В КАЧЕСТВЕ ПРОМЕЖУТОЧНОЙ ЦЕЛИ

Из-за того, что при использовании денежной массы в качестве промежуточной цели ФРС должна учитывать все факторы, влияющие на положение и форму графика *LM*, может показаться, что таргетирование денежной массы не является столь приемлемой стратегией. Однако дело не обязательно выглядит так. Таргетирование денежной массы имеет ряд определенных преимуществ, хотя обладает и видимыми недостатками.

Преимущества таргетирования денежной массы Основным преимуществом таргетирования денежной массы является устранение недостатков таргетирования процентной ставки. Напомним, что при таргетировании ставки процента изменчивость графика *IS* максимально влияла на равновесный реальный доход. Однако, как видно из рис. 24-8, таргетирование денежной массы в значительной мере снимает эту проблему, связанную с таргетированием процентной ставки. Если ФРС проводит политику поддержания денежной массы на уровне M^*, то, как видно из рис. 24-8, график *LM* будет находиться в положении $LM(M^*)$. До тех пор пока ФРС правильно определяет положение графика *IS* и уровень денежной массы, равновесный уровень реального дохода, являющийся основной целью ФРС и соответствующий точке *A*, будет y^*. Конечно, определение положения графика *IS* может впоследствии оказаться неверным и вызовет некоторые колебания реального дохода в диапазоне между точками *B* и *C*.

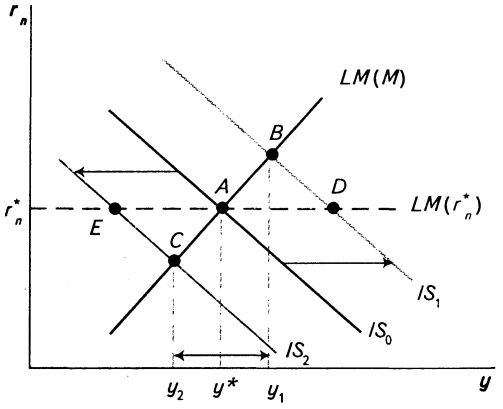


Рис. 24-8
Преимущество таргетирования денежной массы. ФРС достигает основного преимущества таргетирования денежной массы (в сравнении с таргетированием процентной ставки) при изменяющемся графике *IS*. Такая изменчивость графика *IS*, как показано его перемещениями между положением IS_1 и IS_2, при осуществлении таргетирования денежной массы вызывает колебания реального дохода от y_1 до y_2 в диапазоне между точками *B* и *C*. Тем не менее такие колебания реального дохода гораздо меньше, чем колебания при таргетировании процентной ставки, когда график *LM* становится фактически горизонтальным $LM(r_n^*)$; и вместо этих незначительных колебаний при таргетировании процентной ставки имеем колебания в диапазоне между точками *D* и *E*.

Однако если бы ФРС осуществляла таргетирование процентной ставки, то фактическим графиком *LM* был бы пунктирный горизонтальный график $LM(r_n^*)$ на рис. 24-8. В таком случае реальный доход будет изменяться в диапазоне между точками *D* и *E*, т. е. изменение реального дохода будет большим, нежели изменение, которое ФРС может иметь при использовании денежной массы в качестве промежуточной цели.

Можно подвести итог, что основным преимуществом, которого может добиться ФРС при использовании денежной массы в качестве промежуточной цели, является то, что эта стратегия защищает равновесный реальный доход и, следовательно, совокупный спрос от влияния изменчивости графика *IS*. Это преимущество становится тем заметнее, чем наклон графика *LM* становится больше. На самом деле, как видно из рис. 24-9, таргетирование денежной массы полностью ограждает равновесный реальный доход от влияния изменчивости графика *IS* в случае, когда график *LM* вертикален.

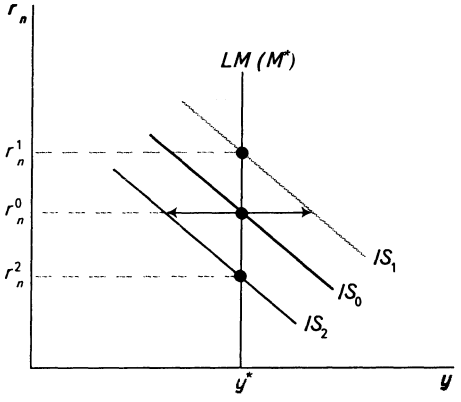


Рис. 24-9
Таргетирование денежной массы при вертикальном графике *LM*. Если спрос небанковского сектора на деньги абсолютно неэластичен по проценту, то изменения положения графика *IS* никак не сказываются на реальном доходе. До тех пор пока ФРС задает верный уровень денежной массы M^*, можно с уверенностью сказать, что равновесный реальный доход останется на заданном уровне y^*.

Вспомним из главы 21, что график *LM* вертикален, как показано на рис. 24-9, если спрос небанковского сектора на деньги абсолютно неэластичен по проценту. Если это так, то изменчивость графика *IS* вызовет колебания равновесной ставки процента между r_n^1 и r_n^2 (рис. 24-9), но равновесный реальный доход, обеспечение которого выступает основной целью ФРС, останется на уровне y^*. В этом конкретном случае смещение графика *IS*, вызванное изменениями автономного потребления, инвестиций и государственных расходов или налогообложения никак не повлияют на уровень реального дохода; достижение промежуточной цели денежно-кредитной политики полностью ограждает реальный доход от влияния изменчивости графика *IS*.

Неудивительно, что монетаристы выступают сторонниками использования денежной массы в качестве промежуточной цели, так как считают, что денежная масса является основным детерминантом изменений реального дохода в краткосрочном периоде и цен в долгосрочном периоде (см. главу 21). Таким образом, с точки зрения монетаристов, еще одним преимуществом, которого ФРС может добиться от таргетирования денежной массы, является возможность стабилизации уровня цен в дополнение к стабилизации равновесного уровня реального дохода.

Недостатки таргетирования денежной массы Однако с использованием денежной массы в качестве промежуточной цели связаны два существенных недостатка. Одним из них является потенциальная сложность измерения денежной массы. Как уже отмечалось в главе 3, большое количество появившихся за прошедшие годы нововведений привнесло проблемы в достижение соглашения между экономистами по поводу того, какие финансовые средства следует учитывать при определении денежной массы. Те, кто выдвигает трансакционный подход к определению денежной массы, подчеркивают функцию денег как средства обращения. Напротив, те, кто придерживается ликвидного подхода, предпочитают акцентировать внимание на роли денег как финансовых активов, которые выступают в качестве средства сохранения стоимости.

Отсутствие согласия по поводу наилучшего способа измерения денежной массы может значительно усложнить использование денежной массы в качестве промежуточной

цели. Казалось бы, естественным решением может послужить тот подход, который в наибольшей степени согласуется с основными целями ФРС. Проблема, однако, заключается в том, что в разное время с основными целями в наибольшей степени согласуются различные способы измерения денежной массы. Например, в некоторые периоды денежный агрегат M1 соотносится с реальным доходом и уровнем цен наилучшим образом, в то время как в другие периоды лучше всего с этими двумя экономическими показателями согласуется M2. Случаются же периоды, когда ни один из денежных агрегатов не подходит, а другие показатели, такие, как индексные показатели денежной массы (см. главу 3), кажутся более взаимосвязанными с основными целями ФРС.

Независимо от проблемы измерения денежной массы существует недостаток таргетирования денежной массы, который проявляется в подверженности реального дохода и совокупного спроса риску изменений, связанных с нестабильностью спроса небанковского сектора на деньги. Чтобы проиллюстрировать это, рассмотрим рис. 24-10. Рисунок 24-10 показывает результаты изменчивости спроса на деньги, которые отражаются в смещении графика спроса на деньги в диапазоне между m_1^d и m_2^d, возможно, вызванном изменениями в структуре расходов домашних хозяйств или в их вкусах и пристрастиях. Если ФРС поддерживает денежную массу на заданном уровне M^*, даже когда спрос на деньги повышается или понижается, то равновесная процентная ставка будет колебаться между r_n^1 и r_n^2.

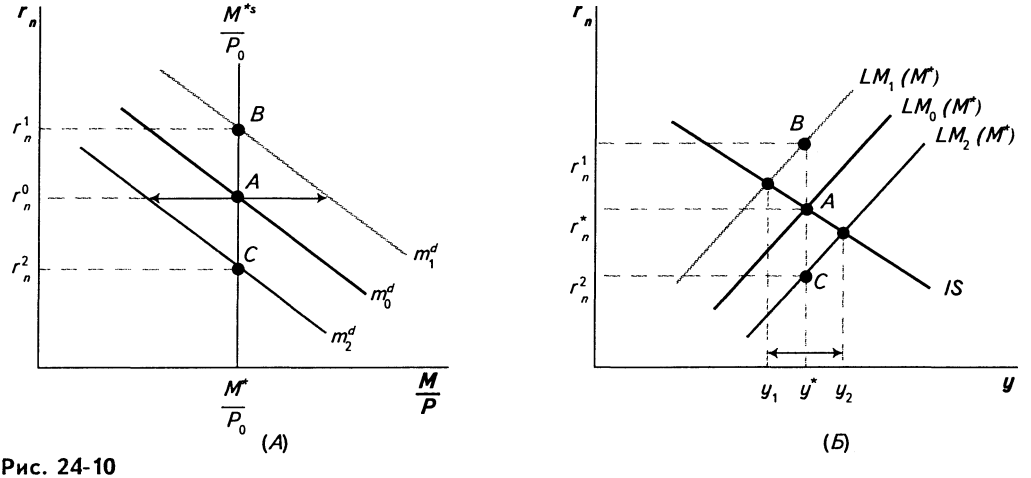


Рис. 24-10

Недостаток таргетирования денежной массы. Если ФРС устанавливает денежную массу на уровне M^*, то колебания спроса на деньги в интервале между точками *B* и *C* отразятся на изменении номинальной процентной ставки (рис. *А*). Такая нестабильность ставки процента, в свою очередь, отразится на изменении положения графика *LM*, который сместится вверх или вниз и будет проходить соответственно через точки *B* и *C* (рис. *Б*), даже при условии достижения ФРС промежуточной цели — заданного объема денежной массы (M^*). Следовательно, равновесный реальный доход может колебаться в интервале между точками y_1 и y_2, отклоняясь от y^* (основной цели ФРС) в ту или другую сторону.

Это, в свою очередь, приведет к смещению графика *LM* вверх и вниз, соответственно в положение $LM_1(M^*)$ и $LM_2(M^*)$, как показано на рис. 24-10*Б*. В результате равновесный реальный доход будет изменяться на отрезке от y_1 до y_2 даже при условии, что ФРС будет поддерживать денежную массу на заданном уровне M^*. Осуществляя таргетирование денежной массы, ФРС не достигнет своей основной цели по обеспечению реального дохода (y^*).

Отметим, что если бы вместо этого ФРС применяла таргетирование номинальной процентной ставки, то добилась бы автоматического устранения последствий изменчивости спроса на деньги. Напомним, что мы проиллюстрировали это на примере (рис. 24-2). Следовательно, можно сделать вывод, что, с одной стороны, изменчивость спроса на деньги является недостатком таргетирования денежной массы, причем этот недостаток можно устранить путем таргетирования ставки процента. С другой стороны, как мы только что выяснили, изменчивость графика *IS* является недостатком стратегии таргетирования ставки процента, для устранения которого можно применить таргетирование денежной массы.

Следовательно, определение наилучшей из двух стратегий — таргетирования ставки процента или денежной массы — зависит от сравнения изменчивости спроса на деньги и размера смещения графика *IS*. Кроме того, выбор более подходящей промежуточной цели зависит от наклона графиков. Как уже отмечалось, таргетирование денежной массы тем эффективнее устраняет последствия изменчивости графика *IS*, чем меньше эластичность спроса на деньги по проценту.

Теперь давайте подведем итоги сравнения двух стратегий таргетирования[1]:

1. Таргетирование ставки процента предпочтительнее таргетирования денежной массы, если спрос на деньги крайне нестабилен, если он имеет большую эластичность по проценту и если существует относительно небольшое смещение графика *IS*.
2. Таргетирование денежной массы предпочтительнее таргетирования ставки процента, если ставка процента подвержена значительным колебаниям (график *IS*), если спрос на деньги относительно не эластичен по проценту и если существует относительно малая изменчивость спроса на деньги.

В общем, конечно, можно ожидать некоторой изменчивости как ставки процента (график *IS*), так и спроса на деньги (график *LM*). Более того, хотя эмпирические исследования и выявляют относительную неэластичность спроса на деньги по проценту, мы не будем вводить допущение, что график *LM* представляет собой строго вертикальную или горизонтальную прямую. Поэтому определить, какую именно переменную использовать в качестве промежуточной цели — ставку процента или денежную массу, — становится очень сложным.

Номинальный доход в качестве промежуточной цели

В таргетировании ставки процента и денежной массы существует недостаток, который мы опустили при рассмотрении. Для упрощения анализа мы принимали допущения, что совокупное предложение является неизменным, а цены фиксированными. Конечно, мы знаем, что такие допущения не являются реальными. В то время как таргетирование ставки процента или денежной массы может стабилизировать совокупный спрос, оно ничего не делает для автоматической нивелировки изменений реального дохода и уровня цен, которые могут возникнуть в результате колебаний совокупного предложения.

Чтобы проиллюстрировать это, рассмотрим рис. 24-11. Предположим, что ФРС избрала одну из двух обсуждавшихся нами стратегий. Более того, предположим, что она выбрала стратегию, которая полностью стабилизирует совокупный спрос (график *LM*), обеспечивая (при постоянном уровне цен) один и тот же уровень равновес-

[1] Данные результаты были впервые получены Уильямом Пулом: *Poole William*, Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. — Quarterly Journal of Economics, 84 (2), May 1970, pp. 197—216.

ного реального дохода в экономике (y^*), соответствующей точке пересечения кривых *IS* и *LM*.

В отсутствие изменчивости совокупного спроса такой результат приведет к сохранению реального дохода на уровне y^* и к отсутствию инфляции; равновесие в экономике останется в точке *A* (рис. 24-11), учитывая наше допущение о том, что выбранная ФРС стратегия полностью стабилизирует совокупный спрос. Однако изменчивость совокупного предложения существенно меняет картину. При значительном смещении графика совокупного предложения в положение y_1^s или y_2^s уровень равновесного реального дохода будет колебаться между y_1 и y_2, в то время как уровень цен в экономике будет колебаться между P_1 и P_2 (рис. 24-11). Это произойдет, даже если ФРС полностью стабилизировала совокупный спрос.

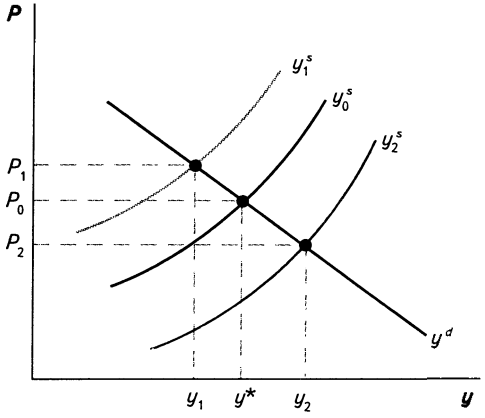


Рис. 24-11
Проблема изменчивости совокупного предложения. ФРС обычно использует финансовые промежуточные цели, такие, как номинальная ставка процента или денежная масса, для автоматической стабилизации совокупного спроса. Однако при нестабильном совокупном предложении такая политика не будет оптимальной. Изменения положения графика совокупного предложения могут привести к изменениям и реального дохода, и уровня цен.

Следовательно, потенциальная проблема изменчивости совокупного предложения является слабым местом обеих рассмотренных стратегий. Время от времени многие события могут приводить к смещению графика совокупного предложения. Примерами таких событий могут служить изменения мировых цен на нефть, войны, различные бедствия, широкомасштабные забастовки профсоюзов или другие события, которые могут повлиять на цены или степень доступности важных ресурсов, используемых фирмами при производстве товаров и услуг. Поэтому в то время как таргетирование ставки процента или денежной массы может позволить ФРС стабилизировать совокупный спрос, любая из этих стратегий сталкивается с трудностями, когда происходят изменения совокупного предложения.

Так как положение графика совокупного предложения на самом деле меняется время от времени, причем иногда довольно существенно, многие экономисты считают, что ФРС должна применять более широкий подход, нежели просто пытаться стабилизировать совокупный спрос. Стратегия, которую рекомендуют некоторые экономисты, заключается в таргетировании номинального дохода. Согласно этой предлагаемой стратегии денежно-кредитной политики, ФРС должна таргетировать номинальный национальный доход ($Y = P \times y$), принимая его за промежуточную цель.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ НОМИНАЛЬНОГО ДОХОДА

Чтобы понять, как ФРС использует номинальный доход в качестве своей цели, используем объяснения, которые приведены в статье, помещенной в *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Деннисом Джэнсеном (Jansen) из Техасского университета *A&M* и

Майклом Брэдли (Bradley) из университета Джорджа Вашингтона в 1989 г. Если ФРС нужно задать величину номинального национального дохода, то она будет изменять параметры инструментов своей политики, чтобы постоянно поддерживать номинальный доход на заданном уровне Y^*. Это означает, что она будет проводить политику с учетом обеспечения равенства $P \times y = Y^*$. Предположим, что целью ФРС является сохранение номинального национального дохода на заданном уровне $Y^* = 4000$ млрд. долл.; тогда множество комбинаций «уровень цен—национальный доход» будет соответствовать этой цели. Примерами могут служить $P_0 = 4$, $y_0 = 1000$, $P_1 = 5$, $y_1 = 800$ и $P_2 = 8$, $y_2 = 500$. Все эти и другие возможные комбинации уровня цен и реального дохода будут представлены на графике функции $P \times y = Y^*$ (рис. 24-12). Этот график, как и график совокупного спроса в классической модели, описанный в главе 18, является гиперболой.

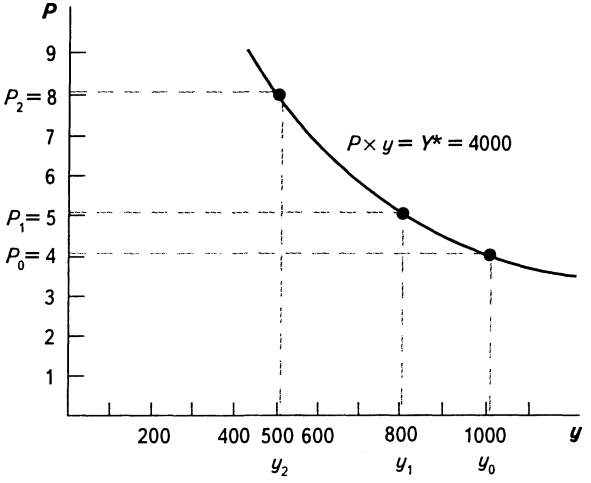


Рис. 24-12
Таргетирование номинального дохода. Если в качестве промежуточной ФРС выступает величина номинального дохода $Y^* = 4000$, то, значит, она пытается обеспечить достижение экономикой равновесия при таком сочетании уровня цен и реального объема производства, для которого $P \times y = Y^* = 4000$. Геометрическим местом всех таких комбинаций служит график, представленный в виде гиперболы.

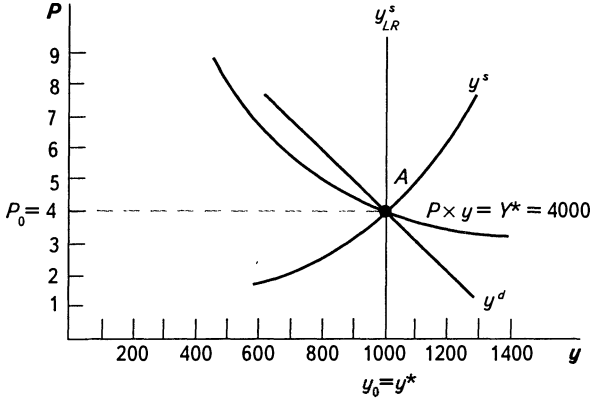


Рис. 24-13
Достижение заданного номинального дохода. Если ФРС в состоянии обеспечить долгосрочное равновесие экономики при заданном уровне номинального дохода, $P \times y = Y^* = 4000$, то графики совокупного спроса, совокупного предложения и долгосрочного совокупного предложения пересекутся с графиком $P \times y = Y^*$. Следовательно, равновесный уровень цен ($P_0 = 4$), умноженный на равновесный (он же естественный) уровень производства ($y_0 = y^* = 1000$), равен $4000 = Y^*$, что означает достижение ФРС заданного номинального дохода, выступающего в качестве промежуточной цели.

Теперь рассмотрим рис. 24-13, на котором представлена точка A — точка равновесия графиков совокупного спроса и совокупного предложения, в которой уровень цен $P_0 = 4$, а реальный уровень производства $y_0 = 1000$. К тому же естественный уровень производства (рис. 24-13) равен $y^* = 1000$, что означает, что равновесный реальный объем производства при естественном уровне производства, описываемый графиком долгосрочного совокупного предложения (y^s_{LR}), достигается в точке A. К тому же точка равновесия A принадлежит графику функции $P \times y = Y^*$ (рис. 24-12). Следовательно, равновесный номинальный доход в точке A есть $Y_0 = P_0 \times y_0 = 4 \times \times 1000$, что равно номинальному доходу Y^*, выступающему в качестве промежуточной цели ФРС.

В случае когда при таргетировании номинального национального дохода какой-то внешний фактор приводит к смещению совокупного спроса или совокупного предложения, ФРС подстраивает инструменты своей политики так, чтобы изменить денежную массу и вернуть график совокупного спроса в точку равновесия совокупного спроса и совокупного предложения, которая лежит на графике $P \times y = Y^*$. Давайте рассмотрим два примера того, как это происходит на практике.

Таргетирование номинального дохода при уменьшении совокупного спроса Рисунок 24-14 показывает ответные меры, принимаемые ФРС в связи с уменьшением совокупного спроса при таргетировании номинального дохода. Изначально график совокупного спроса в экономике находится в положении y^d_0. После уменьшения совокупного спроса в результате, скажем, уменьшения автономного потребления график совокупного спроса смещается влево в положение y^d_1. Равновесный уровень цен уменьшается до $P' = 2$, а равновесный реальный доход — до $y' = 800$.

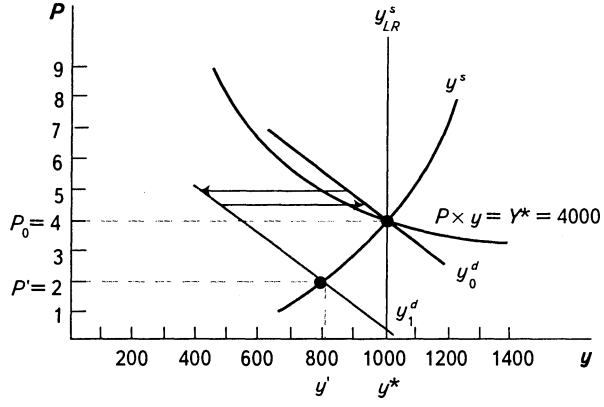


Рис. 24-14

Достижение заданного номинального дохода при уменьшении совокупного спроса. Если совокупный спрос уменьшится с y^d_0 до y^d_1, то в краткосрочном периоде равновесный реальный объем производства упадет до $y' = 800$, а равновесный уровень цен снизится до $P' = 2$. Таким образом, равновесный номинальный доход уменьшится до $P' \times y' = 1600$. Однако для предотвращения падения номинального дохода ниже уровня $Y^* = 4000$ ФРС потребуется увеличение совокупного спроса. Действительно, это сместит график совокупного спроса в изначальное положение y^d_0. Следовательно, таргетирование номинального дохода влечет за собой стабилизацию совокупного спроса при возможных изменениях положения графика совокупного спроса.

В долгосрочном периоде можно предсказать падение ценовых ожиданий работников и фирм, что будет смещать график совокупного предложения вниз и вправо до тех пор, пока не будет достигнута новая точка равновесия в долгосрочном периоде, лежащая на

вертикальной прямой y^s_{LR}. Однако при регулировании номинального дохода ФРС не станет дожидаться, когда произойдет такая долгосрочная корректировка. Вместо этого, осуществляя таргетирование номинального дохода, ФРС автоматически увеличит денежную массу и тем самым сместит график совокупного спроса обратно вправо так, что экономика опять будет описываться графиком $P \times y = Y^*$. Следовательно, проводя денежно-кредитную политику по поддержанию номинального дохода на необходимом уровне $Y^* = 4000$, ФРС автоматически стабилизирует совокупный спрос, точно так же, как и при оптимальном варианте таргетирования ставки процента или денежной массы.

Таргетирование номинального дохода при уменьшении совокупного предложения Теперь рассмотрим рис. 24-15, на котором отображены последствия уменьшения совокупного предложения. Такое событие, как увеличение мировых цен на нефть, война или неурожай, приведет к падению естественного уровня производства в экономике, как показано на рисунке, с $y^* = 1000$ до $y^{*\prime} = 800$. Графики долгосрочного и краткосрочного совокупного предложения сместятся влево на это значение. При неизменном положении графика совокупного спроса равновесный уровень цен поднимется с $P_0 = 4$ до $P' = 7$ в точке B (рис. 24-15). Равновесный реальный доход упадет до $y' = y^{*\prime} = 800$. Следовательно, уровень номинального дохода в экономике поднимется до $Y' = P' \times y' = 7 \times 800 = 5600$; даже в случае падения реального дохода уровень цен вырастет настолько, что номинальный доход увеличится по сравнению с начальным уровнем $Y_0 = P_0 \times y_0 = 4 \times 1000 = 4000$.

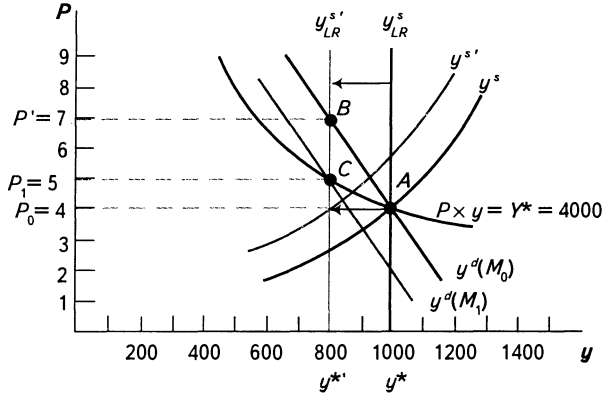


Рис. 24-15

Достижение заданного номинального дохода при уменьшении совокупного предложения. Если скачок цен на энергоносители, война или стихийное бедствие приводят к падению естественного уровня производства в экономике с $y^* = 1000$ до $y^{*\prime} = 800$, то графики совокупного предложения и долгосрочного совокупного предложения сместятся влево. Если ФРС стабилизирует совокупный спрос на уровне $y^d(M_0)$, то результатом послужит возможное долгосрочное увеличение уровня цен в долгосрочный период с $P_0 = 4$ до $P' = 7$ и тенденция к росту номинального дохода с $Y^* = 4000$ до $Y' = P' \times y' = 7 \times 800 = 5600$. Однако при таргетировании номинального дохода в целях предотвращения его роста ФРС автоматически отреагирует уменьшением совокупного спроса. В результате равновесный уровень цен вырастет до гораздо меньшей величины $P_1 = 5$.

Однако осуществляя таргетирование номинального дохода, ФРС не допустит роста номинального национального дохода. Увеличение номинального дохода послужит ФРС сигналом для уменьшения совокупного спроса, чтобы сохранить равновесное

состояние экономики на графике $P \times y = Y^*$ (рис. 24-15). В результате таких действий ФРС на графике функции $P \times y = Y^*$ появится новая точка равновесия C. Реальный доход по-прежнему будет падать с $y_0 = y^* = 1000$ до уровня $y' = y^{*\prime} = 800$, потому что политика совокупного спроса не сможет улучшить производственные возможности работников и фирм. Отметим, однако, что уровень цен в точке C — точке равновесия, появившейся в результате таргетирования ФРС номинального дохода, — будет равен $P_1 = 5$, а не $P' = 7$ в точке B — точке равновесия, которая бы появилась, если бы ФРС не изменила величину совокупного спроса. Таким образом, таргетирование номинального дохода ведет к меньшей инфляции, чем та, которая может возникнуть в результате простой стабилизации ФРС совокупного спроса с использованием различных стратегий выдвижения промежуточных целей.

ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ ТАРГЕТИРОВАНИЯ НОМИНАЛЬНОГО ДОХОДА

Как и у других методов денежно-кредитной политики, у таргетирования номинального дохода есть и преимущества, и недостатки. Давайте отдельно разберем и те, и другие.

Преимущества таргетирования номинального дохода Основное преимущество таргетирования номинального дохода иллюстрируется на рис. 24-15. При падении совокупного предложения таргетирование ставки процента и денежной массы обычно приводит к стабилизации совокупного спроса. В результате равновесный реальный объем производства снизится, а равновесный уровень цен повысится. При таргетировании номинального дохода, напротив, ФРС отреагирует на уменьшение совокупного предложения уменьшением совокупного спроса. Реальный объем производства уменьшится на такую же величину, как и в случае стабилизации совокупного спроса, но уровень цен (в результате действий ФРС) повысится на меньшую величину. Состояние экономики все равно будет хуже, нежели до уменьшения совокупного предложения, но лучше, чем если бы ФРС не осуществляла таргетирование номинального дохода.

При изменении совокупного спроса таргетирование номинального дохода окажется не лучше и не хуже остальных стратегий выдвижения промежуточных целей. Для сохранения номинального дохода на заданном уровне ФРС придется стабилизировать совокупный спрос на начальном уровне. К такому же основному итогу приведет и таргетирование ставки процента или денежной массы. Следовательно, ФРС ничего не теряет при использовании номинального дохода в качестве промежуточной цели вместо таргетирования ставки процента или денежной массой.

Недостатки таргетирования номинального дохода Возможности таргетирования номинального дохода лучше, чем другие стратегии выдвижения промежуточных целей, справляться с последствиями колебаний совокупного предложения недавно принесли ему особую популярность среди многих экономистов, как сотрудников аппарата ФРС, так и независимых исследователей. Однако это не означает, что у таргетирования номинального дохода нет недостатков.

Для начала вспомним, что главной причиной выдвижения промежуточных целей вместо осуществления мер денежно-кредитной политики, непосредственно направленных на достижение основных целей ФРС, является более частое получение информации о промежуточной цели, нежели сведений о ценах и реальном объеме производства. Действительно, данные о номинальном доходе обычно поступают в ФРС, по крайней мере, один раз в месяц. Тем не менее сведения о номинальном доходе гораздо менее своевременны, чем информация о денежной массе, которая обычно поступает один раз в неделю, и о ставке процента, которая обычно обновляется каждый день. Тем самым номинальный доход не удовлетворяет требованию своевремен-

ности данных, которое предъявляется к переменной, рассматриваемой в качестве промежуточной цели.

Во-вторых, чтобы знать, насколько следует сместить график совокупного спроса, чтобы изменить денежную массу для сохранения номинального дохода на заданном уровне, ФРС должна досконально изучать зависимость между денежной массой, совокупным спросом и номинальным доходом. Это означает, что для регулирования номинального дохода ФРС потребуется огромное количество информации. В числе необходимой информации будут сведения о форме графиков совокупного спроса и предложения и о величине смещения каждого из них. Два этих недостатка делают номинальный доход менее привлекательной промежуточной целью, нежели это может показаться в теории. Это не означает, что ФРС не использовала и не будет использовать стратегию таргетирования номинального дохода. Однако это означает, что ФРС придется приложить немало усилий, чтобы эта стратегия была успешной.

Другие возможные промежуточные цели

Мы останавливались на ставке процента, денежной массе и номинальном доходе как промежуточных целях только потому, что они либо уже применялись ФРС в прошлом, либо привлекали к себе наибольшее внимание экономистов. Однако существует целый ряд других возможных промежуточных целей денежно-кредитной политики, которые были провозглашены некоторыми экономистами и политиками. Мы рассмотрим три из них, вокруг которых шли наиболее острые дискуссии в последние годы.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ РАЗНИЦЫ МЕЖДУ ДОЛГОСРОЧНЫМИ И КРАТКОСРОЧНЫМИ ПРОЦЕНТНЫМИ СТАВКАМИ

Аргументы в пользу использования **разницы в ставках (спрэда)** (*spread*) по долгосрочным и краткосрочным ценным бумагам сходны, но не тождественны аргументам, обосновывающим применение ставки процента в качестве промежуточной цели. Основная идея здесь состоит в том, что ФРС, как и при таргетировании ставки процента, пытается определить конкретную величину процентной ставки, которая согласуется с основными целями. Однако отличие заключается в том, что если ФРС регулирует разницу между краткосрочными и долгосрочными процентными ставками, то ее не так интересует уровень этих ставок; ФРС будет волновать только разница в ставках.

Причиной таргетирования разницы в ставках является то, что большое количество процентных ставок потенциально влияет на реальные инвестиции и ожидаемые совокупные расходы. Тем самым, осуществляя таргетирование разницы в ставках, действия ФРС выходят за рамки регулирования одной ставки. К тому же, как вы знаете из рассмотрения *кривой доходности* в главе 7, разница в ставках на финансовые инструменты с различными сроками погашения во многом зависит от ожиданий по поводу будущих краткосрочных процентных ставок. Таким образом, как утверждают сторонники таргетирования разницы в ставках, если ФРС будет осуществлять такое таргетирование, то она, безусловно, будет принимать меры денежно-кредитной политики, которые оставят неизменными ожидания по поводу процентных ставок.

Конечно, вы также знаете из рассмотрения реальной и номинальной процентных ставок в главе 7, что номинальная ставка процента приблизительно равна реальной ставке плюс ожидаемые темпы инфляции. Согласно утверждениям сторонников таргетирования разницы в странах, если ФРС устраняет колебания, связанные с ожиданиями будущих процентных ставок, осуществляя такого рода таргетирование, то она также может в будущем стабилизировать инфляционные ожидания. Это, в свою оче-

редь, поможет ФРС в проведении политики низких темпов инфляции, которая согласуется со стабильностью реального объема производства.

Однако с таргетированием разницы между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками связано несколько заблуждений. Одним из них является недопонимание зависимости между мерами денежно-кредитной политики и кривой доходности. Как отмечалось в главе 21, использование жестких методов денежно-кредитной политики, воздействующих на ставку процента, может вызвать как *эффект ликвидности*, так и *эффект реальных денежных остатков* (эффект Пигу). Эффект ликвидности, порождаемый ужесточением политики, связан с увеличением номинальных процентных ставок. Напротив, если ужесточение политики вызывает снижение инфляционных ожиданий, то фактический уровень цен может упасть вследствие увеличения совокупного предложения, что, в свою очередь, приведет к эффекту реальных денежных остатков, который вызывает соответствующее уменьшение номинальных процентных ставок. Одновременное воздействие этих потенциально компенсирующих друг друга эффектов на краткосрочные и долгосрочные процентные ставки является сложной задачей; по поводу решения этой задачи среди экономистов нет единства мнений.

Более того, зависимость между разницей в ставках и экономической активностью до сих пор неясна. Роберт Лорен (Laurent) из Федерального резервного банка Чикаго документально подтвердил значительное воздействие ожидаемой разницы в ставках на экономическую активность в течение некоторых периодов, но долгосрочные перспективы динамики зависимости между разницей в ставках и основными целями ФРС до сих пор неясны. В настоящее время над этой проблемой работают многие экономисты.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ТОВАРНЫХ ЦЕН

Еще одной стратегией выдвижения промежуточных целей в последние годы явилось таргетирование товарных цен. Товарные цены — это цены в долларах на специфические товары, такие, как золото, серебро, медь и т. д. Большинство предложений по использованию товарных цен в качестве индикаторов или целей денежно-кредитной политики акцентирует внимание на индексе цен на товарную корзину. Однако некоторые предлагают выделить единственную товарную цену — цену золота в качестве потенциальной промежуточной цели.

Стратегия таргетирования товарных цен предполагает изменение параметров инструментов денежно-кредитной политики ФРС, чтобы удержать индекс товарных цен в заданных рамках, согласующихся с основными целями ФРС. На самом деле такая схема аналогична золотому стандарту, при котором уровень цен на товары и услуги меняется в сторону, противоположную изменению цены на золото. Если ФРС будет регулировать индекс товарных цен, то общий уровень цен будет изменяться в сторону, противоположную изменению индекса товарных цен.

Можно догадаться, что за идеей таргетирования товарных цен стоит попытка достижения некоторой стабильности цен, которой можно добиться при использовании товарного стандарта, например золотого. Однако теоретическая зависимость денежно-кредитной политики от индекса товарных цен не означает, что регулирование товарных цен приведет к потенциальным изменениям уровня цен в экономике на отдельные товары. Между тем, как утверждают сторонники данной стратегии, если ФРС сохраняет индекс товарных цен постоянным, то общий уровень цен тоже может стабилизироваться.

Однако проблемы, связанные с таргетированием товарных цен, сходны с проблемами, возникающими при таргетировании разницы между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками. Зависимость между инструментами денежно-кре-

дитной политики неопределенна и потенциально неустойчива, а зависимость между товарными ценами и основными экономическими целями неясна.

Из-за этих проблем экономисты в основном отводят товарным ценам роль потенциального **индикатора политики** (*policy indicator*), когда изменения товарных цен могут дать ФРС ценную информацию о возможных будущих изменениях общего уровня цен на товары и услуги. Однако это отнюдь не означает, что данная переменная используется в качестве цели. В настоящее время кажется маловероятным использование товарных цен в качестве реальной промежуточной цели.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ КРЕДИТНЫХ АГРЕГАТОВ

Существует множество показателей кредита — объема предоставленных в экономике займов. Однако два из них привлекают наибольшее внимание. Одним из них является *объем банковского кредитования* (*bank credit*), который представляет собой объем ссуд, предоставленных только депозитными учреждениями. Другой — *общий объем кредитования* (*total credit*), или общий объем предоставленных займов в экономике.

Сторонники таргетирования кредитных агрегатов предложили несколько причин для использования этих показателей в качестве промежуточных целей. Одной из них, как вы знаете из глав 14 и 17, является то, что объем кредитования, и особенно банковского, реагирует на изменения инструментов политики ФРС под воздействием мультипликатора точно так же, как и денежная масса. К тому же существует целый ряд каналов получения информации, благодаря которой возможно предсказать меру воздействия объема кредитования на экономическую активность. И еще, большая часть частного и общественного потребления и инвестиций финансируется за счет предоставления кредитов.

С одной стороны, некоторые экономисты задаются вопросом о целесообразности использования единственной промежуточной цели, такой, как денежная масса. Они отмечают предпочтительность использования более чем одной промежуточной цели. Эти экономисты предлагают использовать агрегированные показатели и денег, и кредита в качестве промежуточных целей, придавая им разное значение при проведении денежно-кредитной политики.

С другой стороны, некоторые экономисты утверждают, что в последние годы зависимость между денежной массой и другими переменными основных целей ФРС существенно изменяется, если она вообще прослеживается. Эти сторонники таргетирования кредитных агрегатов говорят о необходимости отказа от контроля над денежной массой, таргетирования процентных ставок и принятия агрегированного показателя кредита в качестве единственной промежуточной цели.

В 1970-х и начале 1980-х годов исследователи из Гарвардского университета — Бенджамин Фридмен (Friedman) и другие экономисты — выступили в поддержку последней точки зрения, заявляя о том, что в указанный период агрегированные показатели кредита были гораздо более тесно связаны с изменениями цен и уровня производства, чем другие показатели, например денежные. Указанная точка зрения была подкреплена исследованиями ученого из Принстонского университета Бена Бернанка (Bernanke) и других экономистов, которые отмечали устойчивую связь между объемом банковского кредитования и Великой депрессией.

Однако проблема заключается в том, что Б. Фридмен и другие пытались обозначить использование широких кредитных агрегатов, тогда как из работы Б. Бернанка и его сторонников следовало применение более узкого показателя, такого, как объем банковского кредитования, в качестве оптимальной промежуточной цели. Другая, более серьезная проблема возникла в 1980-е годы: зависимость между агрегированными

показателями кредита и другими показателями экономической активности нарушилась; в то же время то же случилось и с большинством денежных показателей. В результате соотношение сил между сторонниками таргетирования кредитных агрегатов и денежной массы не изменилось, а в последние годы наметилось ослабление, если не исчезновение, интереса к таргетированию кредитных агрегатов.

Как видите, существует множество потенциальных промежуточных целей денежно-кредитной политики. В последние годы ФРС делала акцент на процентных ставках и денежной массе. Некоторые считают, что в качестве промежуточной цели также использовался номинальный доход. Это очень интересная и захватывающая область теоретических проблем денежно-кредитной политики. Не меньший интерес представляет и тема, к которой мы обратимся в главе 25. В рассматриваемой главе мы лишь слегка обозначили проблемы проведения денежно-кредитной политики в современном мире. В главе 25 мы обсудим проблемы, связанные с принятием оптимальных решений о проведении текущей и перспективой денежно-кредитной политики. Как мы увидим, эта проблема соперничает по степени значимости со стратегиями выдвижения промежуточных целей ФРС.

Краткое содержание

1. Основные цели денежно-кредитной политики заключаются в поддержании высокого и стабильного уровня реального производства, низких и стабильных цен и темпов инфляции.
2. Основная проблема, с которой часто сталкивается ФРС при достижении своих целей, заключается в возможности получения данных по многим экономическим показателям только с относительно большим временным лагом. Более того, связь между инструментами денежно-кредитной политики ФРС и ее основными целями может быть сложной, что затрудняет непосредственное использование этих инструментов для достижения основных целей. По этой причине ФРС может прийти к использованию промежуточных целей.
3. Промежуточная цель — это экономическая переменная, которую ФРС стремится контролировать для достижения своих основных целей. Поэтому промежуточная цель должна согласовываться с основными целями ФРС, а также быть измеримой и поддающейся контролю. Наконец, для достижения большего эффекта данные о переменной, рассматриваемой в качестве промежуточной цели, должны поступать в ФРС своевременно.
4. Одной из возможных промежуточных целей может служить номинальная процентная ставка. Преимуществом использования номинальной процентной ставки в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики является то, что таргетирование ставки процента автоматически стабилизирует реальный доход и совокупный спрос в условиях нестабильности спроса на деньги или денежного мультипликатора. Однако основным недостатком таргетирования процентных ставок является возможность вызвать максимальные колебания реального дохода и совокупного спроса в результате изменений ожидаемых расходов, приведших к смещению графика *IS*. К тому же ФРС может так увлечься таргетированием процентных ставок, что ставка процента может стать основной целью. И наконец, некоторые экономисты заявляют о невозможности таргетирования процентных ставок в долгосрочном периоде.
5. Преимущество использования денежной массы в качестве промежуточной цели заключается в том, что таргетирование денежной массы лучше, по сравнению с таргетированием ставки процента, стабилизирует реальный доход и совокупный спрос, когда нестабильность реальных расходов смещает график *IS* вправо или влево. Однако основным недостатком таргетирования денежной массы является то, что она приводит к еще большим (по сравнению с таргетированием процентных ставок) колебаниям реального дохода и совокупного спроса, связанным с нестабильностью спроса на деньги. Экономисты

также не пришли к соглашению по поводу наилучшего способа измерения и контроля денежных агрегатов, а взаимозависимость денежных агрегатов и других экономических показателей не была постоянной в последние годы.

6. Таргетирование процентных ставок и денежной массы преимущественно «работает» на стабилизацию графика совокупного спроса в экономике. Однако это наилучшая политика только в случае неизменности графика совокупного предложения. По сравнению с этими методами таргетирование номинального дохода потенциально может снизить инфляцию и ее колебания, связанные с нестабильностью совокупного предложения. Трудности с таргетированием номинального дохода заключаются в том, что связь между инструментами денежно-кредитной политики и уровнем номинального дохода может быть достаточно сложной. Кроме того, данные о номинальном доходе поступают в ФРС довольно редко по сравнению с данными финансового рынка о процентных ставках и денежных агрегатах.

7. Другими возможными промежуточными целями могут служить разница между долгосрочными и краткосрочными процентными ставками, индексы товарных цен и показатели кредита. Таргетирование разницы в ставках может оказаться предпочтительнее регулирования единственной ставки процента, потому что при этом принимается во внимание влияние и долгосрочных, и краткосрочных процентных ставок на экономическую активность. Тем не менее не очень понятна связь между денежно-кредитной политикой и разницей в ставках, отражаемая кривой доходности. Таргетирование товарных цен обещает известную стабильность цен, которую может принести товарный стандарт при его оптимальном использовании, плюс еще большую стабильность от включения более одного товара в стандарт. Зависимость между инструментами денежно-кредитной политики и товарными ценами тоже неопределенна, как и взаимосвязь товарных цен и уровня реального дохода и безработицы. Наконец, таргетирование кредитных агрегатов кажется некоторым таким же привлекательным, как и таргетирование денежных агрегатов, хотя при этом возникают аналогичные проблемы: сложность в измерении и возможная несогласованность с основными целями.

Словарь терминов

Индикатор политики (*policy indicator*) — экономический показатель, изменение которого означает возможные будущие изменения основной цели денежно-кредитной политики.

Искусственное поддержание (*peg*) — фиксирование ставки, например номинальной ставки процента, на определенном уровне. При искусственном поддержании меры денежно-кредитной политики направлены на сохранение данной ставки постоянной.

Основные цели (*ultimate objectives*) — конечные экономические цели, которых ФРС пытается достичь посредством проведения денежно-кредитной политики.

Промежуточная цель (*intermediate target*) — экономический показатель, на контроле над которым ФРС останавливает свой выбор, потому что считает, что это согласуется с ее основными целями.

Разница в ставках (спрэд) (*spread*) — разница между процентными ставками по долгосрочным и краткосрочным ценным бумагам с одинаковыми характеристиками.

Фактический график *LM* (*effective LM schedule*) — график *LM*, параллельный оси абсцисс, который получается в результате таргетирования ставки процента со стороны ФРС.

Вопросы для самопроверки

1. Опишите различные стратегии выбора ФРС основных целей. Почему возникают сложности при определении, какие именно потенциальные цели ФРС действительно станут основными целями?

2. Проанализируйте причины использования ФРС промежуточных целей. Какая из причин кажется вам самой важной? Почему?
3. Перечислите основные критерии отбора различных промежуточных целей денежно-кредитной политики. Считаете ли вы какой-нибудь из них более важным? Почему?
4. Сравните и проанализируйте преимущества и недостатки таргетирования процентных ставок по сравнению с таргетированием денежной массы. Почему экономисты часто замечают, что ФРС оказывается в ситуации, когда не существует лучшего выбора из этих двух стратегий?
5. Объясните, почему таргетирование номинальной процентной ставки более эффективно нейтрализует отклонения совокупного предложения от равновесного состояния, чем стратегии денежно-кредитной политики, которые просто стабилизируют совокупный спрос. Ответьте на этот вопрос как устно, так и с использованием графиков.
6. Кратко охарактеризуйте другие альтернативные стратегии выдвижения промежуточных целей, рассмотренных в этой главе, и расскажите об их преимуществах и недостатках.

Задачи

24-1. Предположим, что ФРС определила, что график *IS* не подвержен смещению. Однако и спрос на деньги, и денежный мультипликатор очень изменчивы и одинаково способны как вырасти, так и снизиться. Используйте подходящие графики для объяснения, какую стратегию — таргетирования процентных ставок или денежной массы — следует проводить.

24-2. ФРС надо достичь номинального дохода $Y^* = 2000$. В настоящее время экономика находится в равновесии при реальном объеме производства и естественном уровне дохода, равном $y^* = 500$. Более того, в точке равновесия достигается заданный ФРС уровень номинального дохода.

а) Каков равновесный уровень текущих цен?

б) График совокупного спроса в экономике задан линейным уравнением $y^d = (2 \times M) - (50 \times P)$, а текущая денежная масса $M = 350$. Покажите, что ответ на задачу (а) согласуется с этим уравнением и значением M.

в) Уменьшение совокупного спроса приводит к падению естественного уровня реального производства до $y^{*'} = 400$. Каков будет новый долгосрочный равновесный уровень цен, если ФРС не изменит денежную массу?

г) Предположим, что ФРС осуществляет таргетирование номинального дохода вслед за снижением естественного уровня реального производства до $y^{*'} = 400$. Каким будет уровень цен, необходимый ФРС для достижения заданной величины номинального дохода?

д) Используйте ответ на задачу (г), чтобы определить необходимую денежную массу, согласующуюся с заданной величиной номинального дохода и новым естественным уровнем производства $y^{*'} = 400$. Следует ли ФРС увеличить или уменьшить совокупный спрос? Усилит или ослабит ФРС тем самым долгосрочный инфляционный эффект от падения совокупного предложения?

Рекомендуемая литература

Benavie Arthur, Froyen Richard T., Price Level Determinacy and Nominal Interest Rate Pegging. — Oxford Economic Papers, 40 (4), December 1988, pp. 634—645.

Bernanke Ben S., Nonmonetary Effects of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression. — American Economic Review, 73 (3), June 1983, pp. 257—276.

Bradley Michael D., Jansen Dennis W., Understanding Nominal GNP Targeting. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 71 (6), November/December 1989, pp. 31—40.

Cacy J. A., The Choice of a Monetary Policy Instrument. Issues in Monetary Policy. — Kansas City: Federal Reserve Bank of Kansas City, 1980, pp. 30—47.

Cover James P., Schutte David P., The Stability of Money-Supply Policies That Peg the Rate of Interest. — Southern Economic Journal, 57 (2), October 1990, pp. 330—339.

Federal Reserve Bank of New York, Intermediate Targets and Indicators for Monetary Policy: A Critical Survey. — New York, 1990.

Fischer Stanley, Toward an Understanding of the Costs of Inflation: II, in: Indexing, Inflation, and Economic Policy, ed. Stanley Fischer. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1986, pp. 35—69.

Fischer Stanley, Modigliani Franco, Toward an Understanding of the Real Effects and Cost of Inflation, in: Indexing, Inflation, and Economic Policy, ed. Stanley Fischer. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1986, pp. 7—33.

Friedman Benjamin, The Role of Money and Credit in Macroeconomic Analysis, in: Macroeconomics, Prices, and Quantities: Essays in Honor of Arthur M. Okun, ed. James Tobin. — Washington (D.C.): Brookings Institution, 1983, pp. 161—199.

Friedman Benjamin, Targets, Instruments, and Indicators of Monetary Policy. — Journal of Monetary Economics, 1 (2), October 1975, pp. 443—473.

Froyen Richard T., Macroeconomics: Theories and Policies, 3 ed. — New York: Macmillan, 1990.

Furlong Frederick T., Commodity Prices as a Guide for Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of San Francisco *Economic Review*, 1, Winter 1989, pp. 21—38.

Garner C. Alan, Commodity Prices: Policy Target or Information Variable? — Journal of Money, Credit, and Banking, 21 (4), November 1989, pp. 508—514.

Kahn George A., Nominal GNP: An Anchor for Monetary Policy? — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 73 (9), November 1988, pp. 18—35.

Laurent Robert D., An Interest Rate-Based Indicator of Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, 12 (1), January/February 1988, pp. 3—14

Laurent Robert D., Testing the Spread. — Federal Reserve Bank of Chicago *Economic Perspectives*, 13 (4), July/August 1989, pp. 22—34.

McCallum Bennet T., Some Issues Concerning Interest Rate Pegging, Price Level Determinacy, and the Real Bills Doctrine. — Journal of Monetary Economics, 17 (1), January 1986, pp. 135—160.

Poole William, Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model. — Quarterly Journal of Economics, 84 (2), May 1970, pp. 197—216.

Глава 25

Денежно-кредитная политика и тактические цели Федеральной резервной системы

Основные проблемы

1. Каковы два компонента совокупного спроса на резервы со стороны депозитных учреждений?
2. Каковы два компонента совокупного предложения резервов со стороны ФРС?
3. Как определяется равновесная ставка по федеральным фондам?
4. Каковы альтернативные тактические цели денежно-кредитной политики ФРС? Как они достигаются и как можно оценить результаты использования альтернативных тактических целей?
5. Какие тактические цели ФРС использовала в прошлом? Когда она использовала те или иные тактические цели и почему неоднократно их меняла?
6. Что представляют собой современные тактические цели ФРС?

Как отмечалось в главе 24, существует несколько основных целей денежно-кредитной политики. Однако какими бы широкими стратегиями и целями ни пользовалась ФРС, она всегда сталкивается с еще одной проблемой. Эта проблема касается проведения повседневной денежно-кредитной политики при уже свершившемся выборе ее промежуточных и основных целей, т. е. ФРС должна представлять, как реализовать стратегию, которой она решила воспользоваться. Методы проведения повседневной денежно-кредитной политики ФРС называются **тактическими целями** (*operating procedures*). Как отмечалось в главе 24, промежуточные цели должны согласовываться с основными целями ФРС. Подобно этому, что мы в дальнейшем попытаемся пояснить, тактические цели должны согласовываться и с промежуточными, и с основными целями политики.

В принципе ФРС может проводить денежно-кредитную политику многими путями. Однако обычно основными инструментами этой политики являются покупка и продажа государственных ценных бумаг США, или *операции на открытом рынке*. Следовательно, рассмотрение тактических целей ФРС во многом будет сконцентрировано на том, как ФРС проводила и как ей следует вести операции на открытом рынке для достижения своих целей. Тем не менее мы также покажем, что другие инструменты политики — кредитование через дисконтное окно и резервные требования (требуемая норма резервного покрытия) — играют важную роль.

Вспомним из глав 14 и 17, что операции ФРС на открытом рынке оказывают воздействие на денежную массу в обращении посредством влияния на ресурсы в бан-

ковской системе. Как мы увидим в дальнейшем, прежде чем изучать проблемы, связанные с выбором различных тактических целей ФРС, необходимо в полной мере понять механизм *рынка банковских резервов*. Поэтому мы начинаем главу с теории рынка банковских резервов. Затем мы применим эту теорию, имеющую давние традиции, которая годами разрабатывалась многими экономистами ФРС, к проблеме выдвижения тактических целей ФРС. После изучения данной главы вы сможете анализировать политику ФРС с помощью тех же самых инструментов, какие используют экономисты ФРС.

Рынок банковских резервов

Равновесный объем резервов банковской системы определяется на **рынке банковских резервов** (*market for bank reserves*). Он представляет из себя общенациональный рынок, на котором ФРС как центральный банк страны предлагает резервы посредством проведения операций на открытом рынке и путем кредитования через дисконтное окно. Банки же, наоборот, предъявляют спрос на резервы для выполнения резервных требований и пополнения избыточных резервов, которые могут понадобиться для обеспечения их нужд.

СПРОС НА БАНКОВСКИЕ РЕЗЕРВЫ

Начнем с анализа спроса на рынке банковских резервов. Как уже отмечалось, существуют два отдельных компонента совокупного спроса на резервы со стороны депозитных учреждений, входящих в банковскую систему страны.

Обязательные резервы Самым крупным компонентом совокупного спроса на банковские резервы является спрос на обязательные резервы. Депозитные учреждения обязаны хранить резервы в соответствии с требуемой нормой резервного покрытия, установленной ФРС. Следовательно, если требуемая норма резервного покрытия есть переменная, равная d, а общий объем трансакционных депозитов в банковской системе есть стоимостная величина, равная D, то спрос депозитных учреждений на обязательные резервы (RR^d) является фиксированной величиной, заданной соотношением:

$$RR^d = d \times D. \qquad (25\text{-}1)$$

Например, если требуемая норма резервного покрытия равна $d = 0{,}10$, а общий объем трансакционных депозитов в банковской системе равен $D = 120$ млрд. долл., то $RR^d = 0{,}10 \times 120$ млрд. долл. $= 12$ млрд. долл.; депозитным учреждениям для выполнения требуемой нормы резервного покрытия необходимо хранить 12 млрд. долл. в резервах.

Избыточные резервы Однако, как отмечалось в главе 14, многие депозитные учреждения обычно хранят некоторый объем избыточных резервов в качестве *страховых резервов*. Таким образом, избыточные резервы страхуют депозитное учреждение от возможностей непредвиденного снятия клиентами денег со счетов и помогают обеспечить исполнение других обязательств перед клиентами, таких, как ссудные обязательства (см. главу 6).

Депозитные учреждения не имеют процентного дохода от избыточных резервов, которые они хранят в сейфах или в федеральном резервном банке. Это означает, что, храня избыточные резервы, депозитные учреждения несут *альтернативные издержки*: ссудив эти деньги, они могли бы получать процентный доход.

Самым ликвидным из всех доступных депозитным учреждениям видов кредита является однодневная ссуда. Такая ссуда — наиболее привлекательная альтернатива

хранению избыточных резервов, потому что после ее погашения резервы снова могут использоваться для покрытия непредвиденных расходов. Самым важным для депозитных учреждений рынком однодневных ссуд является *рынок федеральных фондов*. Напомним, что рынок федеральных фондов служит рынком межбанковских кредитов, на котором одни депозитные учреждения кредитуют другие. Обычно условия ссуды предполагают погашение через один день, хотя некоторые ссуды федеральных фондов имеют более длительные сроки погашения.

Номинальная процентная ставка по ссудам федеральных фондов называется *процентной ставкой по федеральным фондам*, которую мы обозначим r_f. Так как r_f является ставкой, которую депозитные учреждения могут заработать на однодневных ссудах своих избыточных резервов, предоставляемых другим депозитным учреждениям, которым требуются резервы, то эта ставка является наилучшим показателем альтернативных издержек хранения избыточных резервов.

Спрос на избыточные резервы Давайте представим, что случится, если процентная ставка по федеральным фондам изначально равнялась 6%, но потом поднялась до 7%. При первоначальной процентной ставке по федеральным фондам, равной 6%, отдельное депозитное учреждение, скажем банк *1*, будет склонно хранить 25 млн. долл. в качестве избыточных резервов. Однако если процентная ставка по федеральным фондам поднимется до 7%, то альтернативные издержки банка *1* от хранения избыточных резервов увеличатся. Тем самым, для данного депозитного учреждения, увеличение процентной ставки по федеральным фондам послужит толчком для уменьшения объема избыточных резервов. Банк *1* сделает это, ссудив часть своих избыточных резервов другому депозитному учреждению на рынке федеральных фондов. В результате избыточные резервы банка *1* могут сократиться, скажем, до 15 млн. долл. Таким образом, в результате роста процентной ставки по федеральным фондам банк *1* может предоставлять ссуды федеральных фондов другим депозитным учреждениям в объеме, большем на 10 млн. долл.

Рисунок 25-1 иллюстрирует операции банка *1*, которые мы только что обсудили. Рост процентной ставки по федеральным фондам с $r_f^0 = 0{,}06$ до $r_f^1 = 0{,}07$ приведет к уменьшению избыточных резервов банка *1* с 25 млн. до 15 млн. долл. Следовательно, эти две комбинации процентной ставки по федеральным фондам и избыточных резервов лежат на *графике спроса на избыточные резервы* банка *1*, который имеет отрицательный наклон.

Точно так же другое депозитное учреждение, имеющее избыточные резервы, например банк *2*, будет побуждаться хранить меньше избыточных резервов при увеличении процентной ставки по федеральным фондам. Как показано на рис. 25-1, банк *2* реагирует на увеличение процентной ставки по федеральным фондам с $r_f^0 = 0{,}06$ до $r_f^1 = 0{,}07$ путем уменьшения своих избыточных резервов с 75 млн. до 35 млн. долл.

Можно суммировать объем избыточных резервов, которые хранили эти банки, при каждой процентной ставке. При процентной ставке по федеральным фондам $r_f^0 = 0{,}06$ общий объем избыточных резервов банков *1* и *2* равен 100 млн. долл. = 25 млн. долл. + 75 млн. долл. При более высокой процентной ставке по федеральным фондам $r_f^1 = 0{,}07$ общий объем избыточных резервов, которые эти банки склонны хранить, равен 50 млн. долл. = 15 млн. долл. + 35 млн. долл. Следовательно, можно построить совмещенный график спроса на избыточные резервы обоих банков.

Наконец, можно добавить последний график к графикам спроса на избыточные резервы всех остальных депозитных учреждений, склонных хранить избыточные резервы. Если общий объем избыточных резервов всех депозитных учреждений (кроме банков *1* и *2*) при $r_f^0 = 0{,}06$ равняется 7900 млн. долл., то общий объем избыточных

резервов всех депозитных учреждений, склонных хранить избыточные резервы при данной процентной ставке по федеральным фондам, равен ER_0 = 100 млн. долл. + + 7900 млн. долл. = 8000 млн. долл., или 8 млрд. долл. Точно так же если общий объем избыточных резервов всех депозитных учреждений (кроме банков *1* и *2*) падает до 5950 млн. долл. при росте процентной ставки по федеральным фондам до r_f^1 = 0,07, то общий объем избыточных резервов всех депозитных учреждений, склонных хранить избыточные резервы при данной процентной ставке по федеральным фондам, упадет до ER_1 = 50 млн. долл. + 5950 млн. долл. = 6000 млн. долл., или 6 млрд. долл.

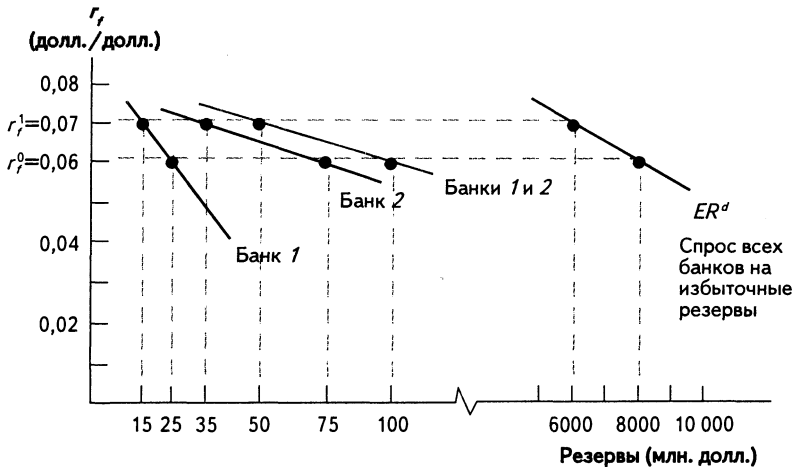


Рис. 25-1

Спрос на избыточные резервы в банковской системе. Крайним слева на рисунке представлен график спроса банка *1* на избыточные резервы; когда процентная ставка по федеральным фондам поднимается с r_f = 0,06 до r_f = 0,07, банк *1* сокращает свои избыточные резервы с 25 млн. до 15 млн. долл. Вторым слева представлен график спроса банка *2* на избыточные резервы; когда процентная ставка по федеральным фондам поднимается с r_f^0 = 0,06 до r_f^1 = 0,07, рост альтернативных издержек хранения избыточных резервов вынуждает банк *2* уменьшить избыточные резервы с 75 млн. до 35 млн. долл. Третий слева график представляет из себя суммированные по горизонтали графики спроса на избыточные резервы банков *1* и *2*. Наконец, добавив объем избыточных резервов, имеющихся у всех остальных банков (7900 млн. долл. при процентной ставке по федеральным фондам, равной r_f^0 = 0,06, и 5950 млн. долл., если процентная ставка по федеральным фондам выросла до r_f^1 = 0,07), получаем спрос всех банков на избыточные резервы (ER^d), представленный на самом правом графике.

Итоговый график, представленный на рис. 25-1, есть график спроса на избыточные резервы со стороны всех депозитных учреждений, или ER^d. Причиной, по которой ER^d имеет отрицательный наклон, служит то, что каждое депозитное учреждение рассматривает процентную ставку по федеральным фондам в качестве альтернативных издержек хранения избыточных резервов. Если альтернативные издержки растут, то все депозитные учреждения сокращают свои избыточные резервы.

Совокупный спрос на банковские резервы *Совокупный спрос на банковские резервы* — это сумма спроса на обязательные резервы депозитных учреждений и спроса на избыточные резервы этих учреждений. На рис. 25-2 показано построение графика совокупного спроса на банковские резервы.

График спроса на избыточные резервы (ER^d) такой же, как и построенный нами график на рис. 25-1. Как и прежде, если процентная ставка по федеральным фондам

увеличивается с $r_f^0 = 0{,}06$ до $r_f^1 = 0{,}07$, то избыточные резервы уменьшаются с $ER_0 = 8$ млрд. долл. до $ER_1 = 6$ млрд. долл. Однако рост процентной ставки по федеральным фондам не обязательно влияет на банковские депозиты. (Например, в *Wall Street Journal* ежедневно публикуются изменения процентной ставки по федеральным фондам, но будете ли вы каждый день менять размер ваших депозитов в банке при каждом изменении ставки?) Поэтому обязательные резервы банков не каждый раз реагируют на всякое изменение процентной ставки по федеральным фондам.

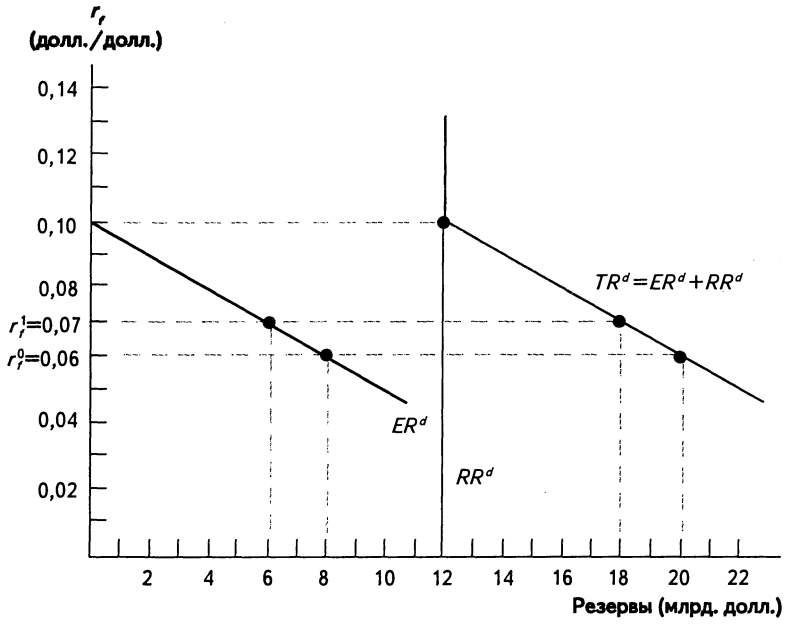


Рис. 25-2

График совокупного спроса на банковские резервы. Если требуемая норма резервного покрытия равна 0,10, а общий объем депозитов в банковской системе равен 120 млрд. долл., то объем необходимых банкам обязательных резервов равняется 12 млрд. долл.; следовательно, при данных значениях переменных график спроса на обязательные резервы (RR^d) вертикален. График спроса на избыточные резервы банковской системы, построение которого показано на рис. 25-1, обозначен ER^d. График совокупного спроса на резервы (TR^d) представляет собой суммированные по горизонтали графики RR^d и ER^d.

Как уже отмечалось, мы предполагаем, что требуемая норма резервного покрытия равна $d = 0{,}10$, а объем трансакционных депозитов, отвечающий резервным требованиям, равен $D = 120$ млрд. долл. Из этого следует, что объем обязательных резервов, необходимых при любой процентной ставке по федеральным фондам, равен $RR_0 = d \times \times D = 0{,}10 \times 120$ млрд. долл. $= 12$ млрд. долл.

По определению, банкам необходимы резервы для удовлетворения резервных требований и поддержания разумного уровня избыточных резервов, рассматриваемых в качестве страховых резервов. Поэтому график совокупного спроса на банковские резервы (TR^d) должен являться суммой графиков ER^d и RR^d. Например, при процентной ставке по федеральным фондам $r_f^0 = 0{,}06$ совокупный спрос на резервы депозитных учреждений равняется $TR_0 = ER_0 + RR_0 = 8$ млрд. долл. + 12 млрд. долл. = 20 млрд. долл. А при более высокой процентной ставке по федеральным фондам $r_f^1 = 0{,}07$ совокуп-

ный спрос на резервы депозитных учреждений составит $TR_1 = ER_1 + RR_0 = 6$ млрд. долл. + 12 млрд. долл. = 18 млрд. долл. Рост процентной ставки по федеральным фондам увеличивает альтернативные издержки хранения избыточных резервов и тем самым толкает депозитные учреждения на уменьшение избыточных резервов, что приводит к уменьшению ожидаемых суммарных резервов.

Получается, что в большей части области определения график совокупного спроса на резервы банков имеет отрицательный наклон. Однако отметим, что при определенном росте процентной ставки по федеральным фондам ни одно из депозитных учреждений не захочет хранить избыточные резервы. Например, (рис. 25-2) при процентной ставке по федеральным фондам, равной $r_f^2 = 0{,}10$ или большей величине, объем требуемых депозитными учреждениями избыточных резервов упадет до нуля. При такой или большей ставке альтернативные издержки хранения избыточных резервов так велики, что ни одно из депозитных учреждений не захочет держать избыточные резервы, и поэтому депозитные учреждения будут склонны хранить только обязательные резервы. Следовательно, при процентной ставке по федеральным фондам, равной $r_f^2 = 0{,}10$ или большей величине, график TR^d превращается в вертикальную прямую.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ БАНКОВСКИХ РЕЗЕРВОВ

Очень важно при рассмотрении рынка банковских резервов не забывать об одном весьма существенном моменте. Он заключается в том, что в американской экономике *только ФРС обеспечивает предложение банковских резервов*. Более того, как мы сейчас объясним, ФРС осуществляет предложение резервов депозитным учреждениям двумя путями: используя операции на открытом рынке и через дисконтное окно.

Незаимствованные резервы ФРС может обеспечить предложение новых резервов депозитным учреждениям, используя покупку государственных ценных бумаг. Напомним из глав 14 и 17, что в результате такой покупки ФРС вкладывает новые капиталы в банковскую систему в форме банковских резервов, которых не существовало до покупки ФРС ценных бумаг. Резервы, которые она таким способом создает, причем в большем объеме, чем при прямом кредитовании через дисконтное окно, есть *предложение незаимствованных резервов со стороны ФРС* (*nonborrowed reserves supplied by the Fed*).

Для максимального облегчения условий предположим, что ФРС использует операции на открытом рынке для определения заданного предложения незаимствованных ресурсов без учета уровня процентной ставки по федеральным фондам. Например, как на рис. 25-3, предложение незаимствованных резервов со стороны ФРС равно $NBR_0 = 18$ млрд. долл.; в таком случае предложение незаимствованных резервов не будет зависеть от того, равна процентная ставка по федеральным фондам 0,06 или 0,07. Это означает, что *график предложения незаимствованных резервов* NBR^s вертикален при $NBR_0 = 18$ млрд. долл.

Рисунок 25-3 также показывает эффект от покупки ФРС ценных бумаг на открытом рынке на сумму 1 млрд. долл. Такая покупка сразу приведет к дополнительным вложениям в банковскую систему в размере 1 млрд. долл.; предложение ФРС незаимствованных резервов вырастет с $NBR_0 = 18$ млрд. долл. до $NBR_1 = 19$ млрд. долл. Таким образом, покупка ценных бумаг на открытом рынке сместит график предложения незаимствованных резервов вправо из положения NBR_0^s в NBR_1^s. Отметим, что продажа ФРС ценных бумаг на открытом рынке уменьшит предложение незаимствованных резервов при любых возможных процентных ставках по федеральным фондам и тем самым сместит график NBR^s влево.

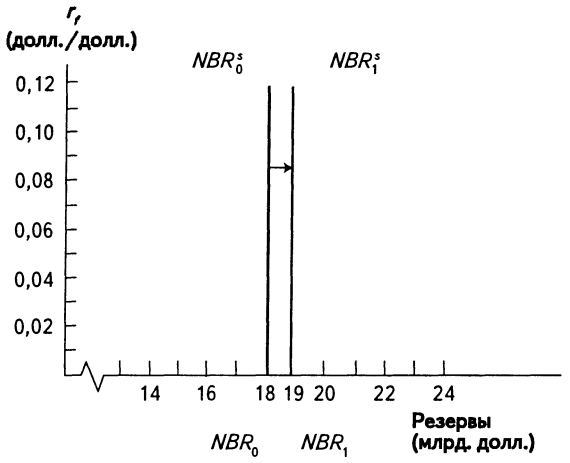


Рис. 25-3

Предложение незаимствованных резервов и эффект от покупки ценных бумаг на открытом рынке. ФРС изменяет предложение незаимствованных резервов посредством операций на открытом рынке. Следовательно, ФРС может прямо контролировать объем незаимствованных резервов банковской системы, равный NBR_0 = 18 млрд. долл. В отсутствие дальнейших покупок или продаж ценных бумаг на открытом рынке это и есть предложение незаимствованных резервов независимо от уровня процентной ставки по федеральным фондам; таким образом, график предложения незаимствованных резервов NBR^s есть вертикальная прямая при NBR_0 = 18 млрд. долл.

Покупка ФРС ценных бумаг на открытом рынке на сумму 1 млрд. долл. увеличивает предложение незаимствованных резервов с NBR_0 = 18 млрд. долл. до NBR_1 = 19 млрд. долл. Поэтому график предложения незаимствованных резервов смещается вправо на величину покупки ценных бумаг на открытом рынке.

Заемные резервы Хотя предложение резервов банковской системе осуществляется в основном через операции на открытом рынке, часть *заемных резервов* (*borrowed reserves*) предоставляется в виде ссуд через дисконтное окно. Предложение заемных резервов со стороны ФРС зависит от ее склонности кредитовать депозитные учреждения и от учетной ставки, по которой она намерена давать ссуды.

ФРС обычно устанавливает учетную ставку по ссудам, предоставленным банкам, ниже уровня рыночных процентных ставок по альтернативным источникам банковского капитала. Для того чтобы проиллюстрировать результаты такой политики, рассмотрим рис. 25-4. Лучшим альтернативным источником капитала, который банки могут использовать вместо дисконтного окна, является рынок федеральных фондов: банки, которым необходимы ссуды, могут занимать федеральные фонды у депозитных учреждений, которые в противном случае хранили бы избыточные резервы. Следовательно, рыночная ставка процента, предлагаемая банкам в качестве альтернативы учетной ставке ФРС, — это процентная ставка по федеральным фондам (r_f).

Предположим, что рыночная процентная ставка по федеральным фондам равна $r_f^1 = 0{,}07$. Теперь допустим, что ФРС устанавливает учетную ставку, которую мы обозначим r_d, на уровне 0,04. В дополнение предположим, что ФРС объявляет о намерении ссудить неограниченный объем резервов любому банку, который захочет получить ссуду по учетной ставке $r_d = 0{,}04$. Какое число банков будет склонно занимать у других банков на рынке федеральных фондов? Естественно, что каждый банк захочет брать в долг у ФРС, а не у других банков. Это утверждение будет верным для любой процентной ставки по федеральным фондам выше $r_d = 0{,}04$, включая, например, более высокую процентную ставку рынка федеральных резервов, равную $r_f^0 = 0{,}05$. Либо рынок фе-

деральных фондов истощится, если учетная ставка ФРС будет превышать рыночную процентную ставку по федеральным фондам, либо рыночная процентная ставка по федеральным фондам каким-то образом упадет до $r_f = r_d = 0{,}04$.

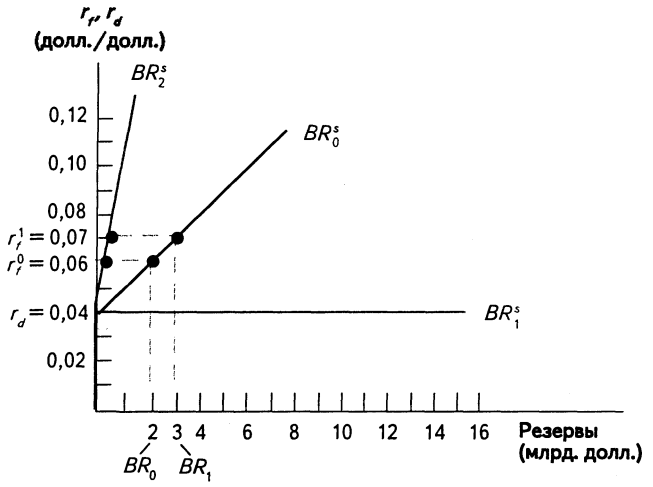


Рис. 25-4

График предложения заемных резервов. Если ФРС не ограничивает объем кредитования по учетной ставке, то график предложения заемных резервов будет горизонтальной прямой, обозначаемой BR_1^s. Напротив, если ФРС введет значительные ограничения на кредитование банков, то график предложения заемных резервов будет почти вертикальной прямой BR_2^s. Текущей политикой ФРС является ограничение доступа к дисконтному окну до некоторого уровня, поэтому график предложения заемных ресурсов обычно имеет положительный наклон, как график BR_0^s, который иллюстрирует ситуацию, когда ФРС разрешает банкам занять резервы на сумму 2 млрд. долл. при процентной ставке по федеральным фондам, равной 6%, в то время как учетная ставка равна 4%. Если процентная ставка по федеральным фондам поднимется до 7%, а учетная ставка остается прежней, то ФРС допускает увеличение банковских займов через дисконтное окно до 3 млрд. долл.

Таким образом, в этом примере, когда ФРС не ограничивает объем кредитования по учетной ставке, график заемных резервов будет иметь вид горизонтальной прямой BR_1^s (рис. 25-4). Альтернативой политики неограниченных займов может служить жесткое ограничение ФРС объема кредитования через дисконтное окно. Предложение кредита со стороны ФРС через дисконтное окно будет очень небольшим, когда рыночная процентная ставка по федеральным фондам немного выше учетной ставки, например при ставке $r_f^0 = 0{,}06$. Если процентная ставка по федеральным фондам повысится до уровня $r_f^1 = 0{,}07$, то ФРС позволит увеличить объем кредитования, но ненамного. График предложения заемных резервов будет характеризоваться большой крутизной, как, например, график BR_2^s на рис. 25-4.

Отметим, что если процентная ставка по федеральным фондам упадет ниже учетной ставки, то дешевле будет брать ссуды у других банков на частном рынке федеральных фондов, чем у ФРС. Очень немногие банки (а может быть, и ни один из банков) станут брать ссуды у ФРС в этом случае. Следовательно, в диапазоне возможных процентных ставок по федеральным фондам, которые ниже учетной ставки, график BR_2^s будет вертикальной прямой (рис. 25-4), а график предложения заемных резервов будет ломаной линией при учетной ставке $r_d = 0{,}04$.

Как уже отмечалось в главе 17, традиционно ФРС ограничивает доступ к кредиту через дисконтное окно. Однако ФРС не накладывает жестких ограничений на креди-

тование через дисконтное окно при повышении рыночной процентной ставки по федеральным фондам. Следовательно, можно говорить о том, что наиболее вероятное положение графика заемных резервов будет между прямыми BR_1^s и BR_2^s на рис. 25-4, например, как график BR_0^s. В соответствии с этим графиком увеличение рыночной процентной ставки по федеральным фондам с $r_f^0 = 0{,}06$ до $r_f^1 = 0{,}07$ толкает депозитные учреждения на увеличение общего объема заемных резервов, предоставляемых ФРС, с $BR_0 = 2$ млрд. долл. до $BR_1 = 3$ млрд. долл., если ФРС допускает такое увеличение.

Однако, как и раньше, если процентная ставка по федеральным фондам окажется ниже учетной ставки, то объем заемных резервов, предоставленных банкам, будет незначительным и график предложения заемных резервов (BR_0) будет вертикальной прямой. Следовательно, график предложения заемных резервов (BR_0^s) совпадет с графиком BR_2^s, если процентная ставка по федеральным фондам окажется ниже учетной ставки (рис. 25-4).

Совокупное предложение банковских резервов По определению, совокупное предложение резервов равно сумме предложения незаимствованных резервов со стороны ФРС через операции на открытом рынке и предложения заемных резервов, предоставляемых через дисконтное окно. Следовательно, для построения графика совокупного предложения резервов мы должны сложить график предложения заемных резервов и график предложения незаимствованных резервов. Это наглядно показано на рис. 25-5, который получен посредством сложения графика незаимствованных резервов NBR_0^s (рис. 25-3) с графиком предложения заемных резервов BR_0^s (рис. 25-4).

Как показано на рис. 25-5, если процентная ставка по федеральным фондам равна $r_f^0 = 0{,}06$, то, основываясь на приведенных выше рассуждениях, совокупное предложение резервов со стороны ФРС равно $TR_0 = NBR_0 + BR_0 = 18$ млрд. долл. + + 2 млрд. долл. = 20 млрд. долл. Если процентная ставка по федеральным фондам увеличивается до $r_f^1 = 0{,}07$, то совокупное предложение резервов увеличивается до $TR_1 = NBR_0 + BR_1 = 18$ млрд. долл. + 3 млрд. долл. = 21 млрд. долл.

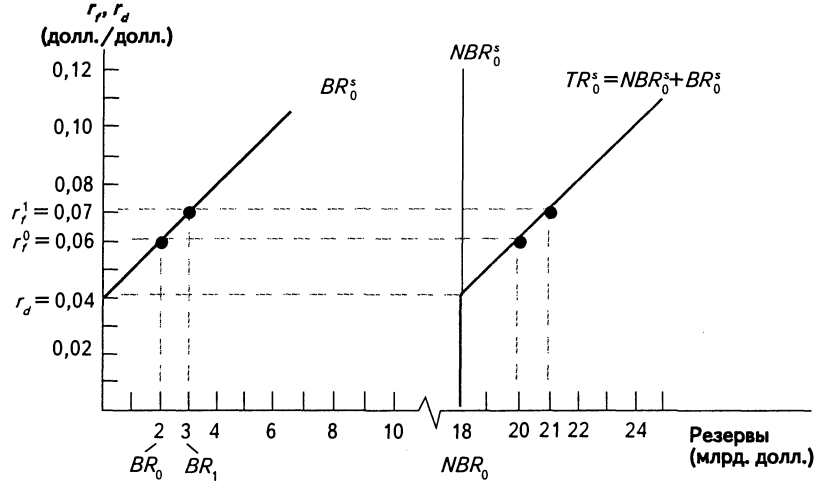


Рис. 25-5

График совокупного предложения банковских резервов. График совокупного предложения резервов TR_0^s, который определяет предложение резервов банкам со стороны ФРС при каждой из возможных процентных ставок по федеральным фондам, получен путем сложения по горизонтали графика предложения заемных резервов (BR_0^s) и графика предложения незаимствованных резервов (NBR_0^s).

При значениях процентной ставки по федеральным фондам ниже учетной ставки $r_d = 0{,}04$ кредиты через дисконтное окно не представляются, а объем суммарных резервов просто является величиной незаимствованных резервов (рис. 25-5). График совокупного предложения резервов (TR^s) находится в точке излома при данной учетной ставке, так же как и график предложения заемных резервов.

РАВНОВЕСИЕ НА РЫНКЕ БАНКОВСКИХ РЕЗЕРВОВ

Равновесие на рынке банковских резервов возникает в точке, в которой совокупное предложение резервов со стороны ФРС равно совокупному спросу на резервы со стороны депозитных учреждений. На рис. 25-6 представлено такое равновесие на рынке банковских резервов.

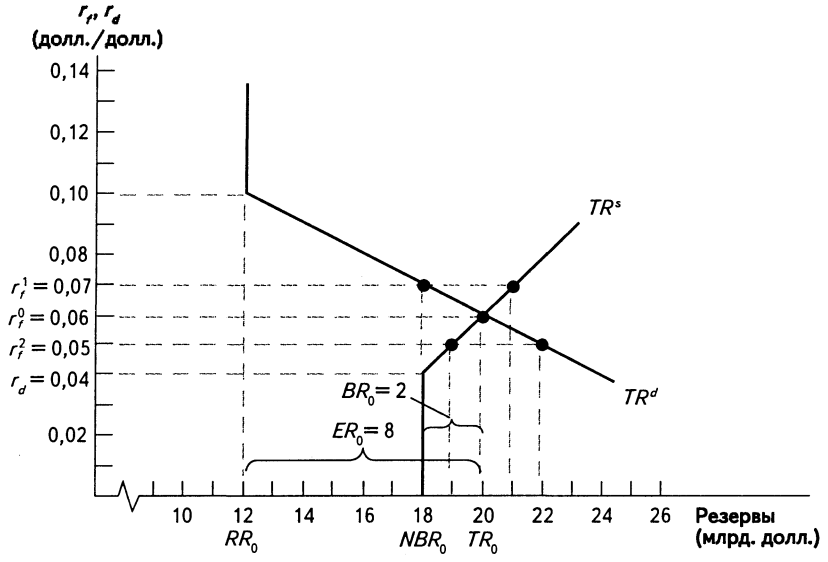


Рис. 25-6

Равновесие на рынке банковских резервов. При процентной ставке по федеральным фондам $r_f^1 = 0{,}07$, превышающей r_f^0, существует избыточное предложение резервов со стороны ФРС, равное 21 млрд. долл. — 18 млрд. долл. = 3 млрд. долл. При процентной ставке по федеральным фондам $r_f^2 = 0{,}05$, меньшей, чем r_f^0, существует избыточный спрос на резервы со стороны банков, равный 22 млрд. долл. — 19 млрд. долл. = 3 млрд. долл. Равновесие на рынке банковских резервов достигается при процентной ставке по федеральным фондам $r_f^0 = 0{,}06$, при которой равновесная величина спроса и предложения резервов равна $TR_0 = 20$ млрд. долл.

Если из равновесного объема суммарных резервов (TR_0) вычесть объем незаимствованных резервов (NBR_0), то получим равновесный объем заемных резервов (BR_0), или 20 млрд. долл. — 18 млрд. долл. = 2 млрд. долл. = BR_0. Если из равновесного объема суммарных резервов (TR_0) вычесть обязательные резервы (RR_0), то получим равновесный объем избыточных резервов (ER_0), или 20 млрд. долл. — 12 млрд. долл. = 8 млрд. долл. = ER_0.

Совокупное предложение резервов равно совокупному спросу на резервы в точке, в которой график совокупного спроса на резервы (TR^d) пересекается с графиком совокупного предложения резервов (TR^s). В этой точке равновесный объем спроса и предложения резервов равен $TR_0 = 20$ млрд. долл.

Отметим, что в этой точке равновесия процентная ставка по федеральным фондам равна $r_f^0 = 0{,}06$. Поэтому эта процентная ставка называется равновесной процентной ставкой по федеральным фондам. Предположим, что процентная ставка по федеральным фондам изменилась и теперь равна $r_f^1 = 0{,}07$. В этом случае совокупное пред-

ложение резервов со стороны ФРС будет равняться 21 млрд. долл., а совокупный спрос на резервы со стороны банков составит 18 млрд. долл. Возникает избыточное предложение резервов, что приведет к снижению процентной ставки по федеральным фондам до равновесного уровня $r_f^0 = 0{,}06$.

Таким же образом, если процентная ставка по федеральным фондам равна $r_f^2 = 0{,}05$, то совокупное предложение резервов со стороны ФРС равно 19 млрд. долл., в то время как совокупный спрос на резервы со стороны банков составит 22 млрд. долл. При этом возникнет избыточный спрос на резервы со стороны депозитных учреждений, что приведет к повышению процентной ставки по федеральным фондам до равновесного уровня $r_f^0 = 0{,}06$.

Отметим, что можно использовать график равновесия на рынке банковских резервов для определения еще нескольких показателей. Мы знаем, что общий объем обязательных резервов депозитных учреждений соответствует вертикальной части графика совокупного спроса на резервы над точкой излома. Следовательно, из рис. 25-6 следует, что общий объем обязательных резервов в данной банковской системе равен 12 млрд. долл. К тому же нам известно, по определению, что объем хранимых банками избыточных резервов можно рассчитать, если из 20 млрд. долл. суммарных резервов вычесть 12 млрд. долл. обязательных резервов. Таким образом, равновесный объем избыточных резервов равен 20 млрд. долл. — 12 млрд. долл. = 8 млрд. долл. (рис. 25-6).

Наконец, мы также знаем, что, по определению, объем заемных резервов в банковской системе равен разности суммарных и незаимствованных резервов. Таким образом, равновесный объем предложения заемных резервов со стороны ФРС должен равняться 20 млрд. долл. — 18 млрд. долл. = 2 млрд. долл.

Эффект от операций на открытом рынке Теперь мы можем использовать теорию рынка банковских резервов в анализе эффекта от операций ФРС на открытом рынке. Рассмотрим, например, эффект от покупки ценных бумаг, осуществляемой ФРС. Как показано на рис. 25-3, приобретение ФРС ценных бумаг на открытом рынке увеличивает предложение незаимствованных резервов на размер покупки. График совокупного предложения резервов есть сумма графиков предложения незаимствованных и заемных резервов, поэтому покупка ценных бумаг на открытом рынке должна вызвать смещение вправо графика совокупного предложения резервов (рис. 25-7), отделившегося от графика предложения заемных резервов, зафиксированного в первоначальном положении.

До покупки ценных бумаг на открытом рынке, как показывает рис. 25-7, равновесная процентная ставка по федеральным фондам равнялась r_f^0, при ней первоначальный график совокупного предложения резервов (TR_0^s) пересекал график совокупного спроса на резервы (TR^d). Однако *после* осуществления ФРС покупки ценных бумаг совокупное предложение резервов со стороны ФРС должно превысить совокупный спрос на резервы со стороны банков при процентной ставке по федеральным фондам r_f^0. Таким образом, возникает избыточное предложение резервов при данной процентной ставке на федеральные фонды, и эта ставка должна снизиться до нового равновесного уровня r_f^1. При такой процентной ставке на федеральные фонды совокупный спрос на резервы равняется совокупному предложению резервов (TR_1).

Отметим, что, хотя приобретение ФРС ценных бумаг на открытом рынке изначально и вызывает рост объема резервов банковской системы на размер покупки (величина, на которую график совокупного предложения резервов смещается вправо), увеличение равновесного объема суммарных резервов в банковской системе с TR_0 до TR_1, как показано на рис. 25-7, на деле получается меньшим. Причина заключается в том, что при уменьшении процентной ставки по федеральным фондам депозитные учреждения вынуждены заимствовать у ФРС меньший объем резервов через дисконтное окно. Следовательно, ФРС предлагает меньший объем резервов через дис-

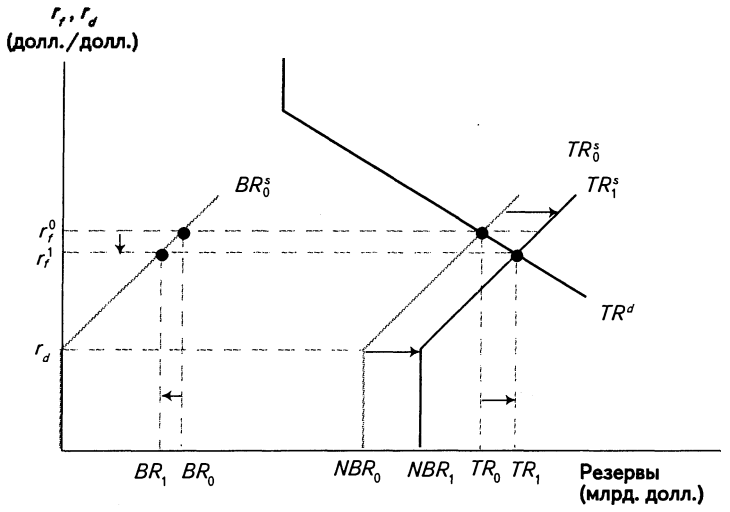


Рис. 25-7

Влияние покупки ФРС ценных бумаг на открытом рынке на равновесие на рынке банковских резервов. Покупка ФРС ценных бумаг на открытом рынке, как показано на рис. 25-3, увеличивает объем незаимствованных резервов в банковской системе с NBR_0 до NBR_1. Из-за этого график совокупного предложения резервов сдвигается вправо на величину покупки на открытом рынке. При изначальном уровне процентной ставки на федеральные фонды r_f^0 теперь возникает избыточное предложение резервов, и поэтому равновесная процентная ставка по федеральным фондам падает до r_f^1, приводя к уменьшению заемных резервов банков с BR_0 до BR_1. В результате равновесный объем суммарных резервов в банковской системе увеличивается с TR_0 до TR_1.

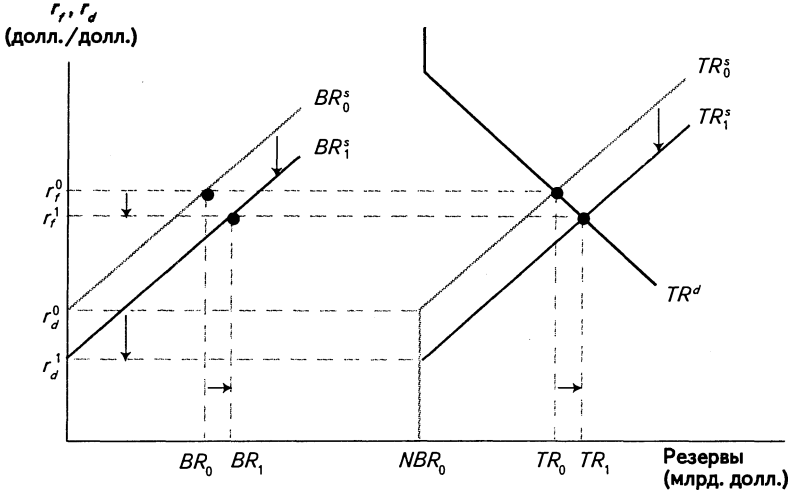


Рис. 25-8

Влияние уменьшения учетной ставки ФРС на равновесие на рынке банковских резервов. Уменьшение ФРС учетной ставки не влияет на объем незаимствованных резервов (NBR_0), но смещает точку излома графика заемных резервов вниз. Тем самым точка излома графика совокупного предложения резервов смещается вниз на величину уменьшения учетной ставки. При изначальной равновесной процентной ставке по федеральным фондам r_f^0 возникает избыточное предложение резервов, и поэтому равновесная процентная ставка по федеральным фондам падает до r_f^1. В результате равновесный объем заемных резервов увеличивается с BR_0 до BR_1, а равновесный объем суммарных резервов в банковской системе увеличивается с TR_0 до TR_1.

контное окно, чем раньше, что показано на рис. 25-7, как движение вдоль графика предложения заемных резервов. Тогда в результате равновесный объем суммарных резервов увеличивается, но в размере, несколько меньшем, чем величина покупки ФРС ценных бумаг на открытом рынке. Более того, равновесная процентная ставка по федеральным фондам падает.

Эффект от изменения учетной ставки Теперь порассуждаем о том, что теория говорит о последствиях уменьшения учетной ставки ФРС. С уменьшением учетной ставки ФРС, как показано на рис. 25-8, с r_d^0 до r_d^1 точка излома графика предложения заемных резервов опускается вниз. График предложения заемных резервов смещается вправо из положения BR_0^s в BR_1^s. Известно, что график совокупного предложения резервов есть сумма графика предложения заемных резервов и графика предложения незаимствованных резервов; следовательно, график совокупного предложения резервов также должен сместиться вправо из положения TR_0^s в TR_1^s.

Первоначальная равновесная процентная ставка на рис. 25-8 равнялась r_f^0. Однако после снижения учетной ставки совокупное предложение резервов со стороны ФРС превысило совокупный объем спроса со стороны депозитных учреждений. Возникает избыточное предложение резервов, и равновесная процентная ставка по федеральным фондам опустится до r_f^1 (рис. 25-8). В результате равновесный объем суммарных резервов в банковской системе увеличится с TR_0 до TR_1.

Можно сделать вывод, что снижение учетной ставки приводит к эффектам, похожим на те, что возникают при покупке ценных бумаг на открытом рынке. Равновесная процентная ставка по федеральным фондам снижается, а равновесный объем резервов в банковской системе увеличивается.

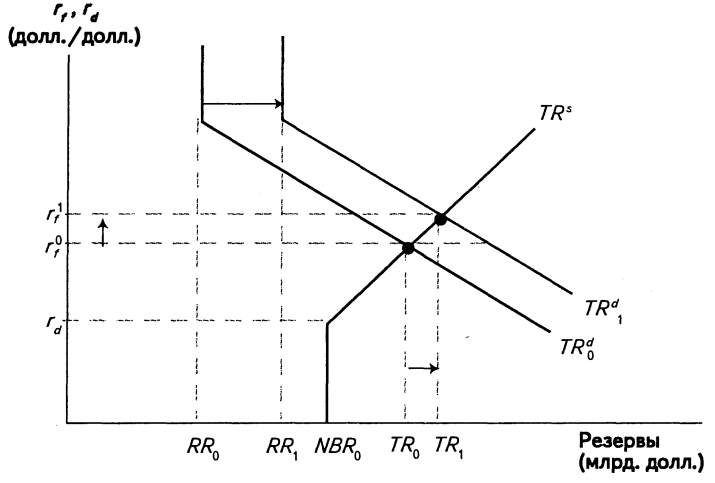


Рис. 25-9

Влияние увеличения спроса на обязательные резервы на равновесие на рынке банковских резервов. Увеличение спроса на обязательные резервы приводит к смещению вправо графика совокупного спроса на резервы. На изначальном равновесном уровне процентной ставки по федеральным фондам r_f^0 теперь существует избыточный спрос на резервы, поэтому равновесная процентная ставка по федеральным фондам увеличивается до r_f^1, а равновесный объем суммарных резервов в банковской системе также увеличивается с TR_0 до TR_1.

Эффект от изменения спроса на обязательные резервы Не все изменения равновесной процентной ставки по федеральным фондам и равновесного объема суммарных банковских резервов вызваны операциями ФРС. Такие изменения также могут быть вызваны колебаниями в поведении депозитных учреждений. Например, рассмотрим рис. 25-9, на кото-

ром показан эффект от увеличения спроса на обязательные резервы со стороны депозитных учреждений. Такое увеличение может произойти по одной из двух возможных причин. ФРС может поднять требуемую норму резервного покрытия (d) или может увеличиться объем трансакционных депозитов в банковской системе (D). В любом случае результатом будет увеличение спроса на обязательные резервы со стороны банков, которое показано на рис. 25-9 как смещение вправо графика совокупного спроса на резервы из положения TR_0^d в TR_1^d, при неизменном спросе на избыточные резервы.

На рис. 25-9 символом r_f^0 обозначена первоначальная равновесная ставка по федеральным фондам. Однако вслед за увеличением совокупного спроса на резервы при данной ставке возникает избыток объема резервов, требуемых депозитными учреждениями. Таким образом, процентная ставка по федеральным фондам должна подняться до нового равновесного уровня, обозначенного r_f^1. Более того, равновесный объем суммарных резервов тоже увеличивается, с TR_0 до TR_1.

От анализа рынка банковских резервов к макроэкономическому анализу

Как операции ФРС, которые незамедлительно влияют на рынок банковских резервов, могут соотноситься с более широкими целями денежно-кредитной политики? Это последний вопрос, на котором мы остановимся, перед рассмотрением повседневной денежно-кредитной политики ФРС. Как вы увидите, анализ операций ФРС на рынке банковских резервов включает дальнейшее развитие идей, рассмотренных нами в предыдущих главах.

КРИВАЯ ДОХОДНОСТИ И ПРЕМИЯ ЗА РИСК

Теперь вы знаете, что повседневные операции ФРС моментально отражаются на сверхкраткосрочной (однодневной) процентной ставке, по которой депозитные учреждения обмениваются резервами, — процентной ставке по федеральным фондам. Сложно самостоятельно разобраться, следует ли придавать значение процентной ставке по финансовому инструменту лишь с однодневным сроком погашения. К тому же кажется, что здесь много общего с более широкими проблемами типа проблем инвестиционных расходов или спроса на деньги. Разве не так?

Вспомните из главы 7, что даже если применительно к облигациям абстрагироваться от таких проблем, как кредитный риск, ликвидность и различие в налоговых режимах, очень часто случается, что облигации с различными сроками погашения имеют различные ставки дохода. Особо отметим, что финансовые инструменты с различными сроками погашения имеют тенденцию к повышению ставок при приближении срока погашения. Следовательно, существует временная структура процентных ставок, которая означает, что кривая доходности финансовых активов с одинаковыми характеристиками риска, ликвидности и налогообложения, обычно имеет положительный наклон.

Точно так же существует и *рисковая структура процентных ставок*. При одном и том же сроке погашения другие факторы — характеристики кредитного риска, уровня ликвидности и налогового режима — делают некоторые финансовые инструменты более рискованными, чем остальные. Типичным примером служит то, что ценная бумага с более высоким кредитным риском имеет более высокую рыночную процентную ставку.

У ссуд однодневных федеральных фондов гораздо более короткий срок погашения, чем у финансовых инструментов, участвующих в определении альтернативных издержек, относящихся к решениям фирм о реальных инвестициях и денежных резервах. Более того, необеспеченные ссуды федеральных фондов более рискованные, чем казначейские ценные бумаги. Тем не менее теории временной и рисковой структуры про-

центных ставок, которые мы обсуждали в главе 7, предполагают, что однодневная процентная ставка по федеральным фондам должна быть связана с долгосрочными процентными ставками.

Кривые доходности федеральных фондов и других финансовых инструментов Вспомните из главы 7, что при наличии необходимой информации можно построить кривую доходности финансовых инструментов с различными сроками погашения. На самом деле положительный наклон кривой доходности, который мы отметили для таких финансовых инструментов, как казначейские векселя, сохраняется и для других инструментов, включая федеральные фонды. Как и кривая доходности казначейских ценных бумаг, положительный наклон имеет кривая доходности федеральных фондов со сроком погашения один день и более.

На рис. 25-10 вверху представлена возможная *кривая доходности федеральных фондов*. Пунктирная часть кривой доходности федеральных фондов представляет из себя воображаемую часть, которая могла бы характеризовать межбанковские ссуды федеральных фондов со сроками погашения, превышающими несколько недель. Таких ссуд не существует, но пунктирная часть кривой доходности федеральных фондов показывает возможные доходы от таких ссуд, если бы они имели место.

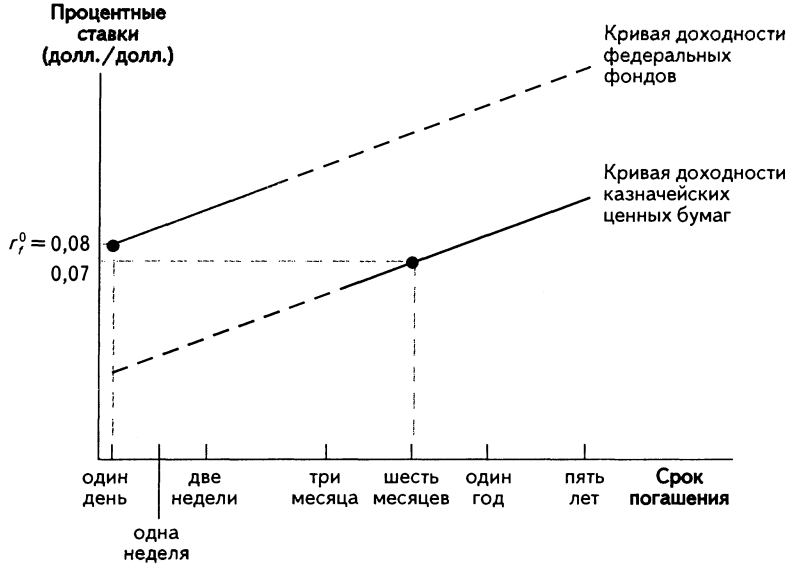


Рис. 25-10

Кривые доходности федеральных фондов и казначейских ценных бумаг. Сроки погашения ссуд федеральных фондов составляют от одного дня до нескольких недель. Пунктирная часть кривой доходности федеральных фондов является экстраполяцией того, что, скорее всего, произойдет, если сроки погашения ссуд федеральных фондов будут больше одной недели. Кривая доходности казначейских ценных бумаг обычно также направлена вверх. Пунктирная часть кривой доходности казначейских ценных бумаг является экстраполяцией того, что, скорее всего, произойдет, если бы существовали казначейские ценные бумаги с более короткими сроками погашения. Ссуды федеральных фондов рискованнее казначейских ценных бумаг. Следовательно, для любого срока погашения процентная ставка по федеральным фондам превысит процентную ставку по казначейским ценным бумагам в свете более высокого риска, связанного со ссудами федеральных фондов, а кривая доходности федеральных фондов пройдет выше кривой доходности казначейских ценных бумаг.

Если процентная ставка по федеральным фондам $r_f^0 = 0{,}08$, то временная и рисковая структуры процентных ставок, предполагающие определенную форму и положение кривых доходности, покажут, что процентная ставка по 6-месячным казначейским ценным бумагам будет равна 0,07 (7%).

Отношение размера процентной ставки по федеральным фондам и других процентных ставок Казначейство США не выпускает ни однодневных векселей, ни векселей со сроком погашения в несколько недель или меньше. Однако если бы оно выпускало такие краткосрочные векселя, то процентные ставки по таким государственным ценным бумагам были бы ниже процентных ставок по ссудам федеральных фондов. Ссуды федеральных фондов не являются обеспеченными кредитами, тогда как казначейские векселя США обеспечены налогами, взимаемыми государством, и поэтому свободны от кредитного риска.

На самом деле процентная ставка, которую Казначейство будет платить по своим векселям и облигациям, будет ниже процентной ставки по ссудам федеральных фондов для ценных бумаг с одинаковым сроком погашения. Поэтому на рис. 25-10 также представлена возможная кривая доходности казначейских ценных бумаг, которая проходит ниже кривой доходности федеральных фондов. (Однако отметим, что можно получить эту часть кривой доходности казначейских ценных бумаг на основе данных о ценах на эти бумаги в пределах срока погашения.)

Предположим, как показано на рис. 25-10, что равновесная однодневная процентная ставка по федеральным фондам (r_f), которая определяется на рынке банковских резервов, равна 0,08 (8%). До тех пор пока временная и рисковая структуры, описываемые примерными кривыми доходности на рис. 25-10, сохраняются, 6-месячную процентную ставку по казначейским ценным бумагам можно определить, проведя перпендикуляр из точки, соответствующей 6-месячному сроку погашения на оси абсцисс, до пересечения с графиком и найдя соответствующую ординату точки пересечения. Следовательно, процентная ставка по 6-месячным казначейским ценным бумагам, которая согласуется с временной и рисковой структурами процентных ставок, равна 0,07 (7%).

ОПРЕДЕЛЕНИЕ РАВНОВЕСНОЙ ДЕНЕЖНОЙ МАССЫ

Теперь мы можем объяснить, как повседневные операции ФРС влияют (или не влияют) на макроэкономические показатели. Давайте начнем с равновесной денежной массы. Проиллюстрируем это на рис. 25-11. Рисунок 25-11*А* показывает равновесие на рынке банковских резервов, при котором равновесная процентная ставка по федеральным фондам равна $r_f^0 = 0{,}08$.

При такой ставке по федеральным фондам совокупный спрос и предложение резервов равны $TR_0 = 15$ млрд. долл. Рисунок 25-11*Б* представляет собой копию рис. 25-10; он показывает временную и рисковую структуру процентных ставок по федеральным фондам и казначейским ценным бумагам. Как и рис. 25-10, рис. 25-11*Б* показывает, что долгосрочная (6-месячная) процентная ставка по казначейским ценным бумагам равна $r_n^0 = 0{,}07$. Наконец, рис. 25-11*В* представляет собой график спроса на деньги в экономике, описанный в главе 20. Если предположить, что 6-месячная процентная ставка по казначейским ценным бумагам есть адекватная процентная ставка для определения равновесного спроса на деньги, то можно увидеть, что, согласно рис. 25-11*В*, при $r_n^0 = 0{,}07$ спрос на деньги равен $M_0 = 900$ млрд. долл., т. е. этот объем является равновесной денежной массой в экономике.

Операции на открытом рынке и равновесная денежная масса Предположим, что ФРС хочет увеличить денежную массу. Для увеличения равновесной денежной массы в экономике ФРС следует добиться снижения долгосрочной ставки процента (r_n). Это можно осуществить, если ФРС обеспечит устойчивое снижение процентной ставки по федеральным фондам.

Рисунок 25-12 показывает, как это можно осуществить. *Покупка аутрайт* (*outright purchase*) ценных бумаг Федеральной резервной системой увеличит предложение не-

заимствованных резервов, сместив тем самым график совокупного предложения резервов вправо. Если все остальные факторы не изменились, то эта операция снизит равновесную процентную ставку по федеральным фондам с r_f^0 до r_f^1, как показано на рис. 25-12*А*. Равновесный объем резервов тоже увеличится с TR_0 до TR_1.

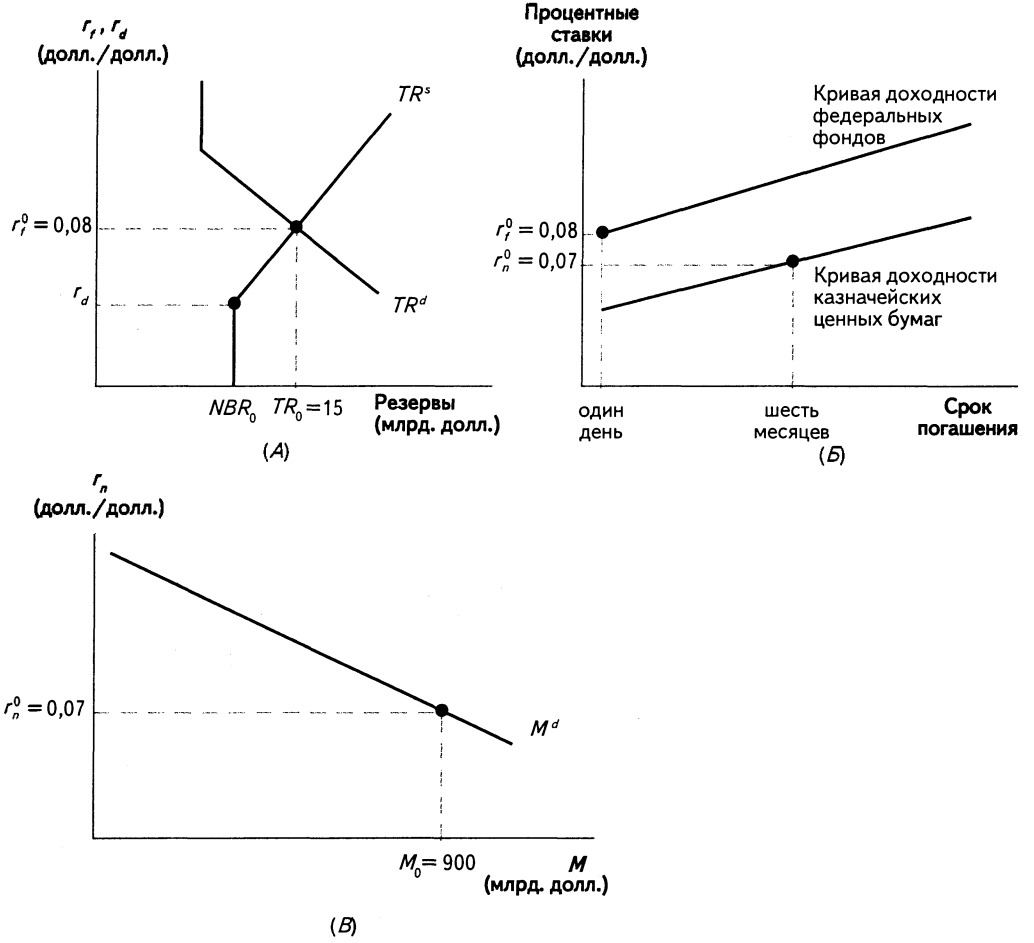


Рис. 25-11

Определение равновесной денежной массы. Как показано на рис. *А*, равновесная процентная ставка по федеральным фондам, $r_f^0 = 0{,}08$, определена равновесием на рынке банковских резервов. При заданных временной и рисковой структурах процентных ставок, представленных на рис. *Б*, равновесная номинальная процентная ставка по 6-месячным казначейским ценным бумагам равна $r_n^0 = 0{,}07$. Если это процентная ставка, соответствующая спросу небанковского сектора на номинальные денежные остатки (*M*), то рис. *В* показывает, что равновесный спрос на деньги равен $M_0 = 900$ млрд. долл.

Отметим, что соглашения REPO о покупке ФРС ценных бумаг также могут снизить однодневную процентную ставку по федеральным фондам (рис. 25-12*А*). Однако соглашения REPO не будут означать устойчивого изменения политики ФРС, вызывающего колебания процентной ставки по федеральным фондам, которое люди воспримут как устойчивые изменения и будут ожидать дальнейшего падения однодневных ставок. Как мы знаем из теории ожиданий временной структуры процентных

ставок (см. главу 7), если люди ожидают падения и текущей и будущей процентных ставок по краткосрочным финансовым инструментам, то процентная ставка по долгосрочным инструментам с такими же характеристиками тоже упадет. Причиной, согласно теории ожиданий временной структуры процентных ставок, служит тот факт, что долгосрочная процентная ставка есть среднее между текущей и ожидаемой в будущем краткосрочной процентной ставкой.

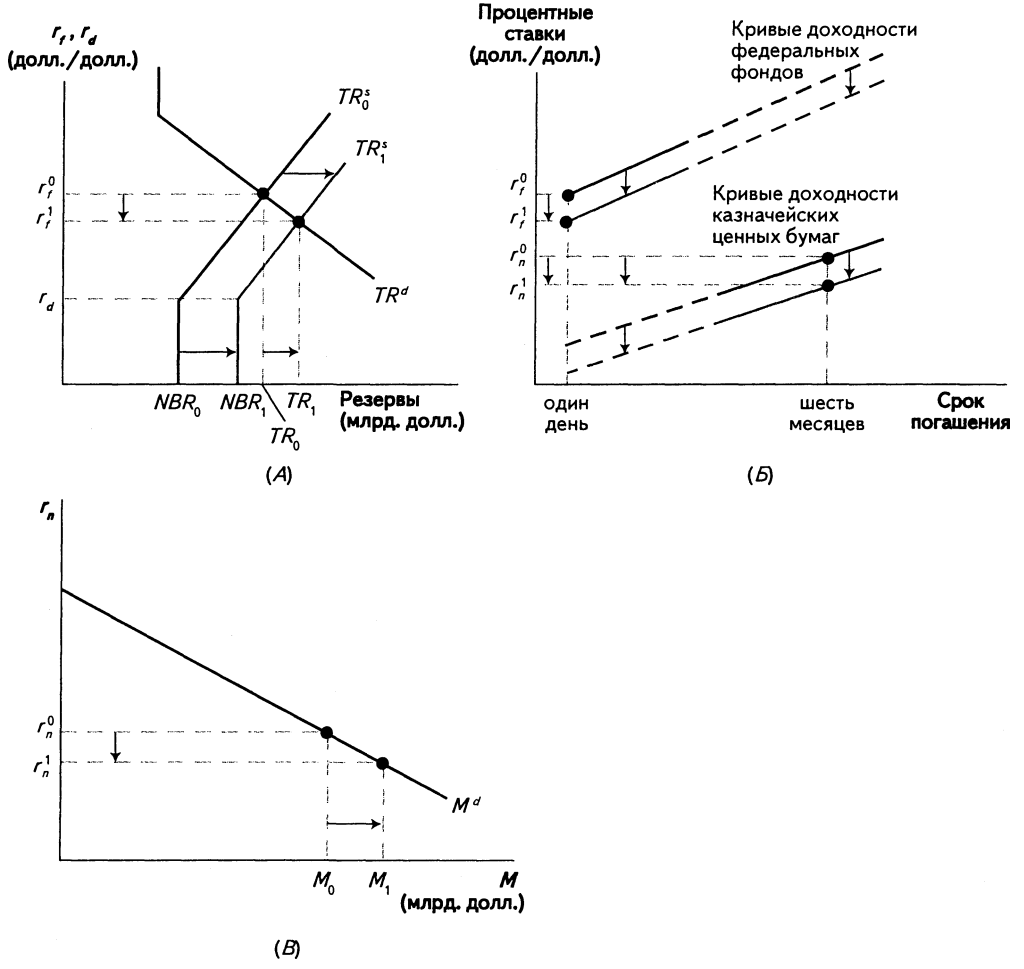


Рис. 25-12

Влияние покупки ценных бумаг на открытом рынке на равновесную денежную массу. Покупка ценных бумаг на открытом рынке приводит к снижению равновесной процентной ставки по федеральным фондам (см. рис. 25-10) с r_f^0 до r_f^1 (рис. *А*). До тех пор пока покупка ценных бумаг на открытом рынке является окончательной покупкой и обещает быть постоянной, ожидания размера процентной ставки по федеральным фондам также снизятся, а кривая доходности федеральных фондов сместится вниз (рис. *Б*). В дополнение, пока ФРС не влияет на рисковую структуру процентных ставок, кривая доходности казначейских ценных бумаг тоже должна сместиться вниз, а равновесная номинальная процентная ставка по 6-месячным казначейским ценным бумагам упадет с r_n^0 до r_n^1. Это, в свою очередь, приведет к увеличению равновесного спроса на деньги с M_0 до M_1 (рис. *В*).

Поэтому пока ФРС осуществляет покупки ценных бумаг на открытом рынке через сделки аутрайт (а не соглашения REPO), падение равновесной процентной ставки по федеральным фондам (рис. 25-12*А*) также приведет к смещению вниз кривой доходности федеральных фондов (рис. 25-12*Б*). Помимо текущего снижения однодневной ставки по федеральным фондам, как показано на рис. 25-12*А*, люди ожидают дальнейшего падения однодневных процентных ставок по федеральным фондам. Следовательно, процентные ставки по срочным федеральным фондам также должны снизиться, таким образом, кривая доходности федеральных фондов смещается вниз (рис. 25-12*Б*).

Мы знаем, что рисковая структура процентных ставок связывает кривую доходности казначейских ценных бумаг с кривой доходности федеральных фондов. Предположив, что рисковая структура неизменна (вполне законное предположение), получаем, что кривая доходности казначейских ценных бумаг тоже смещается вниз, как показано рис. 25-12*Б*, вслед за покупкой аутрайт ценных бумаг со стороны ФРС. Следовательно, процентная ставка на долгосрочные ценные бумаги падает с r_n^0 до r_n^1 (рис. 25-12*Б*).

Наконец, как показывает рис. 25-12*В*, падение долгосрочной процентной ставки приводит к увеличению спроса на деньги. Тем самым равновесная денежная масса увеличивается с M_0 до M_1.

Пересмотр моделей денежного мультипликатора В главах 14 и 17 мы уделили некоторое внимание денежному мультипликатору, связывающему суммарные банковские резервы, как компонент денежной базы, с денежной массой. В модели денежного мультипликатора, денежная масса (M) равна денежному мультипликатору (m) умноженному на денежную базу ($MB = TR + C$).

Тогда, согласно модели денежного мультипликатора, рост суммарных резервов с TR_0 до TR_1 (рис. 25-12*А*) приведет к увеличению денежной массы. Это в точности то, что мы наблюдаем на рис. 25-12*В*; равновесная денежная масса, на самом деле, выросла с M_0 до M_1. Следовательно, можно сделать вывод, что более продвинутая модель определения денежной массы дает прогноз, согласующийся с базовой моделью мультипликатора.

Тем не менее существует серьезное различие между новой моделью и базовой моделью мультипликатора. На рис. 25-12 основной причиной изменения суммарных банковских резервов и ответного изменения денежной массы является процентная ставка. Однако влияние колебаний ставки процента не учитывалось в базовой модели мультипликатора, в которой не принималось во внимание влияние изменений ставки процента на соотношение между суммарными банковскими резервами и денежной массой.

Таким образом, анализ рис. 25-12 означает, что мы на самом деле должны ожидать эффекта денежного мультипликатора вследствие изменений ставки процента. Такие изменения, в свою очередь, могут привести к изменению размера денежного мультипликатора, который связывает изменения суммарных резервов с изменениями денежной массы. На самом деле вследствие колебаний процентных ставок, в соответствии с теорией, рассматриваемой в данной главе, размер денежного мультипликатора изменяется во времени. Как отмечалось в главе 14, это как раз то, что мы наблюдаем на практике.

Тактические цели денежно-кредитной политики

Наконец, мы располагаем всеми инструментами, необходимыми для понимания существенно важных элементов различных тактических целей, используемых ФРС при проведении денежно-кредитной политики. Как отмечалось в начале этой главы, ФРС

оказала нам неожиданную услугу, потому что в различное время она использовала практически все описанные экономистами тактические цели. Это означает, что мы можем объяснить тактические цели ФРС в историческом контексте. Это позволяет объяснить концепцию тактических целей, описывая реальные исторические факты и опыт ФРС по достижению этих целей.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ФОНДАМ, 1970—1979 гг.

Большинство сторонников монетаризма отмечают 1970-е годы как начало современной эры денежно-кредитной политики ФРС. Именно в этот период ФРС впервые попыталась непосредственно использовать экономическую теорию применительно к денежно-кредитной политике. ФРС, под руководством председателя Совета управляющих ФРС Артура Бернса (Burns), проделывала это двумя способами. Во-первых, она установила твердую промежуточную цель денежно-кредитной политики. Во-вторых, она разработала четкую тактическую цель.

ФРС приняла денежную массу в качестве промежуточной цели. На протяжении большей части 1970-х годов характерным денежным агрегатом, использовавшимся ФРС, был M1, хотя в различные периоды она применяла и показатель M2 в качестве промежуточной цели. ФРС использовала денежные агрегаты в качестве промежуточных целей, потому что считала, что денежная масса наилучшим образом удовлетворяла критериям промежуточной цели, рассмотренным в главе 24.

Хотя промежуточной целью ФРС в 1970-е годы было таргетирование денежной массы, она приняла тактическую цель денежно-кредитной политики, в которой особенно подчеркивалась регулирующая роль процентных ставок. Особый акцент ФРС делала на процентной ставке по федеральным фондам. В самом деле ФРС регулировала уровень процентной ставки по федеральным фондам в 1970-е годы, и поэтому ее тактическая цель того периода известна как **таргетирование процентной ставки по федеральным фондам** (*federal funds rate targeting*).

Таргетирование процентной ставки по федеральным фондам Вам может показаться странной попытка ФРС осуществлять таргетирование рыночной процентной ставки с целью достижения определенной денежной массы. Если так, то вы оказались в хорошей компании, так как некоторые очень известные экономисты критиковали ФРС за использование этой тактической цели. И тем не менее, это была тактическая цель, которой ФРС следовала.

Теоретически, используя тактические цели, ФРС может достичь своих стратегических задач. Рисунок 25-13 иллюстрирует, каким образом это происходит. На рис. 25-13*А* представлено равновесие на рынке банковских резервов, на рис. 25-13*Б* — возможные кривые доходности федеральных фондов и казначейских ценных бумаг, а на рис. 25-13*В* — спрос на деньги. И хотя последовательность мер денежно-кредитной политики ФРС задана переходом от рис. 25-13*А* к рис. 25-13*Б*, а затем 25-13*В*, давайте начнем с операций, которые ФРС осуществила бы в первую очередь (рис. 25-13*В*).

Причина, по которой ФРС начала бы операции с рис. 25-13*В*, заключается в том, что ее промежуточной целью была денежная масса. Как показано на рис. 25-13*В*, Комитет по операциям на открытом рынке Федеральной резервной системы (FOMC) вначале выбрал нужный уровень денежной массы, обозначенный M^*. Как отмечалось в главе 24, FOMC выберет такой заданный уровень денежной массы, который, по его мнению, согласуется с его основными экономическими целями. Эксперты ФРС, кроме того, оценят положение графика спроса на деньги. Как только они справятся с этой задачей, FOMC может определить долгосрочную номинальную процентную ставку, необходи-

мую для достижения заданного уровня денежной массы (M^*). Эта процентная ставка обозначена $r_n(M^*)$ на рис. 25-13*В*. (Данное обозначение можно расшифровать как значение долгосрочной номинальной процентной ставки, согласующееся с достижением промежуточной цели денежно-кредитной политики — уровнем денежной массы M^*.)

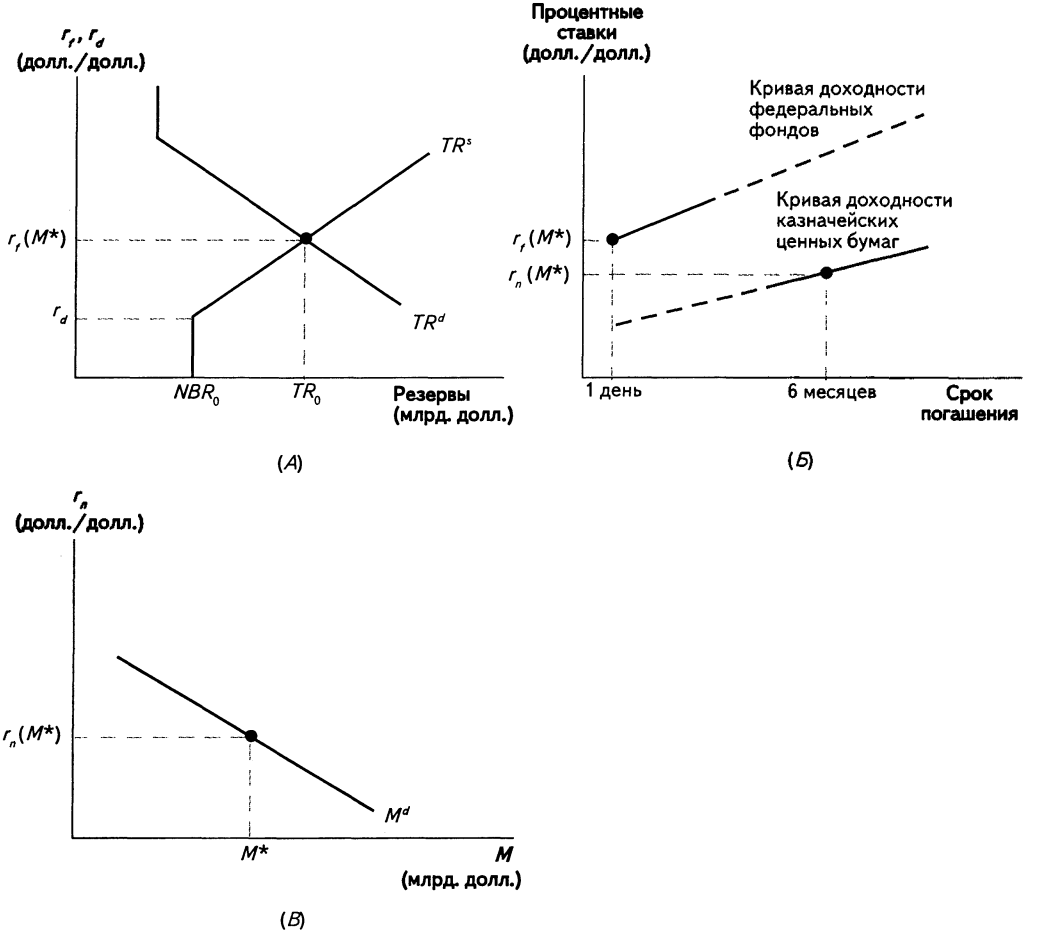


Рис. 25-13

Выбор значения процентной ставки по федеральным фондам для достижения заданной денежной массы. Если промежуточной целью ФРС является денежная масса M^*, то номинальная процентная ставка, нужная для обеспечения спроса небанковского сектора на деньги, будет $r_n(M^*)$, как показано на рис. *В*. При временной и рисковой структуре процентных ставок, описанных кривыми доходности (рис. *Б*), процентная ставка по федеральным фондам, согласующаяся с промежуточной целью денежно-кредитной политики, будет равна $r_f(M^*)$. Следовательно, это и есть заданная процентная ставка по федеральным фондам, которую ФРС собирается таргетировать на рынке банковских резервов (рис. *А*).

Другие эксперты ФРС должны будут установить взаимозависимость временной и рисковой структуры процентных ставок, таких, как кривые доходности, представленные на рис. 25-13*Б*. Это поможет FOMC определить размер процентной ставки по федеральным фондам, который он должен установить, чтобы достичь промежуточной цели денежно-кредитной политики. Эта заданная процентная ставка по федеральным фондам обозначена $r_f(M^*)$ на рис. 25-13*Б*.

Поэтому FOMC дает директиву Департаменту ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка относительно осуществления операций на рынке банковских резервов, отраженных на рис. 25-13*А*, с целью поддержания процентной ставки по федеральным фондам на уровне $r_f(M^*)$ или близком к нему. Если эксперты ФРС не слишком далеки от истины в своих оценках спроса на деньги и положения кривой доходности, реализация директивы FOMC позволит достичь промежуточной цели денежно-кредитной политики.

Отметим, что на практике директива FOMC не обязывает Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка поддерживать процентную ставку по федеральным фондам на постоянном уровне. Вместо этого FOMC определяет заданный диапазон изменений процентной ставки по федеральным фондам, так как FOMC понимает, что департамент не в состоянии всегда поддерживать фиксированную процентную ставку по федеральным фондам в меняющихся условиях на рынке банковских резервов. Тем не менее диапазон колебаний процентной ставки, определяемый FOMC, обычно очень узок, поэтому мы облегчим анализ, приняв заданную процентную ставку по федеральным фондам за постоянную величину.

Рисунок 25-14 иллюстрирует, как Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка осуществляет таргетирование процентной ставки по федеральным фондам. Как и в ситуации, отраженной на рис. 25-13, ФРС таргетирует процентную ставку по федеральным фондам на уровне $r_f(M^*)$ в стремлении достичь промежуточной цели — заданной денежной массы (M^*). Рисунок 25-14*А* показывает реакцию ФРС на неожиданное увеличение спроса на избыточные резервы со стороны депозитных учреждений. Это приведет к смещению графика совокупного спроса на резервы вправо из положения TR_0^d в TR_1^d или (при отсутствии реакции ФРС) к увеличению процентной ставки по федеральным фондам до r_f^1.

Если не вмешиваться в игру рыночных сил, то рост процентной ставки по федеральным фондам значительно повысит будущие ожидания размера процентной ставки со стороны участников финансового рынка. Это, в свою очередь, сместит вверх кривые доходности федеральных фондов и казначейских ценных бумаг (смещение кривых не показано на рис. 25-14*Б*), и долгосрочная процентная ставка тоже вырастет. Рост долгосрочной процентной ставки (r_n) приведет затем к снижению уровня равновесной денежной массы (рис. 25-14*В*); ФРС не достигнет промежуточной цели денежно-кредитной политики.

Чтобы пресечь такую возможность, Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка предпримет меры, показанные на рис. 25-14*А*. Чтобы не допустить роста процентной ставки по федеральным фондам наряду с увеличением спроса на резервы, Департамент ценных бумаг купит некоторое количество ценных бумаг, достаточное для роста предложения резервов с TR_0^s до TR_1^s (рис. 25-14*А*). Эти меры сохранят процентную ставку по федеральным фондам неизменной на уровне $r_f(M^*)$ и (при отсутствии изменений других факторов) поддержат денежную массу на заданном уровне M^*.

Преимущества и недостатки таргетирования процентной ставки по федеральным фондам Пример, показанный на рис. 25-14, отражает основное преимущество таргетирования процентной ставки по федеральным фондам. Проще говоря, достижение этой тактической цели ФРС автоматически устраняет эффекты изменчивости спроса на избыточные резервы со стороны депозитных учреждений. Как отмечалось в главе 14, объем хранимых депозитными учреждениями избыточных резервов обычно очень мал по сравнению с суммарными резервами. Однако изменчивость хранимых депозитными учреждениями избыточных резервов может играть важную роль. Таргетирование процентной ставки по федеральным фондам позволило ФРС в 1970-е годы пре-

дотвратить колебания объема избыточных резервов, препятствующие достижению заданной денежной массы.

Аналогичным преимуществом является то, что на практике функция предложения заемных резервов не всегда постоянна. Позволяя банкам занимать резервы по субсидированной процентной ставке, ФРС привносит в процесс предложения резервов изменчивость, возникающую из-за колебаний предпочтений банков относительно источников финансирования. Это означает, что график предложения суммарных резервов иногда смещается, даже когда ФРС не проводит операций на открытом рынке и поддерживает учетную ставку на постоянном уровне. Однако при таргетировании процентной ставки по федеральным фондам ФРС график совокупного предложения резервов автоматически смещается обратно, тем самым устраняя подобные эффекты.

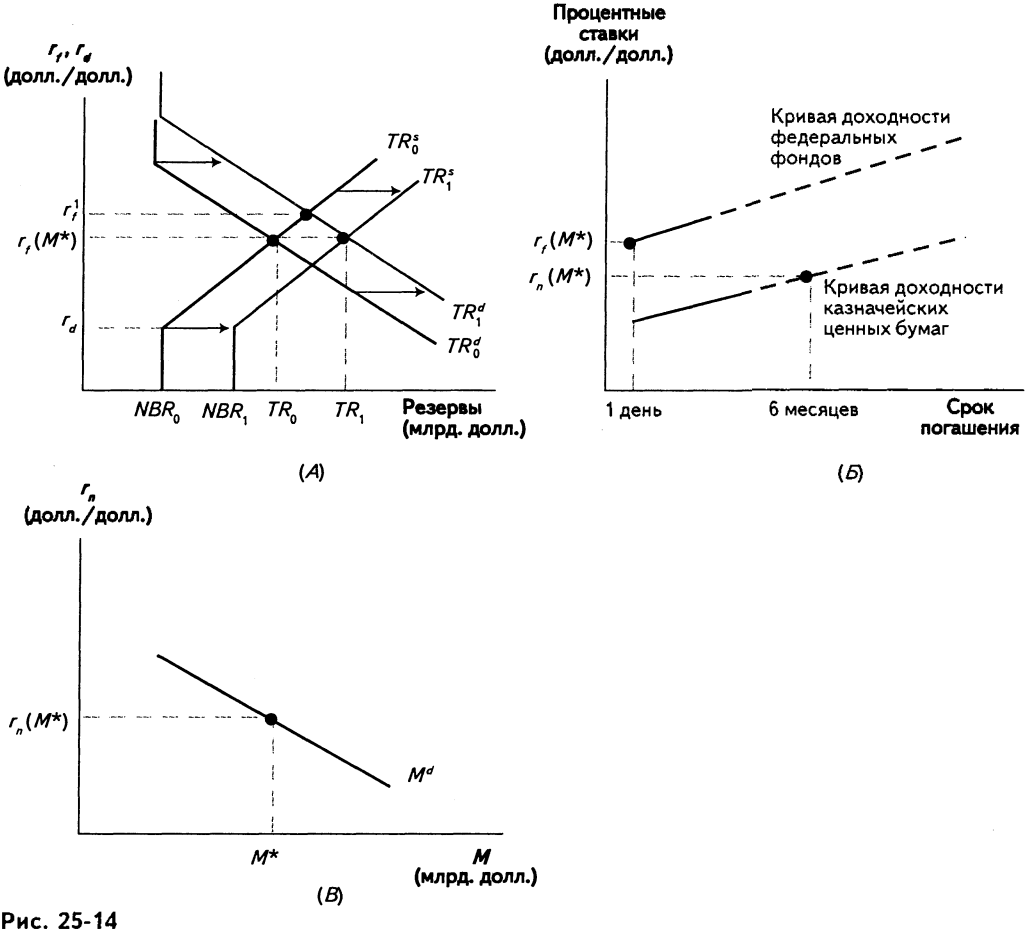


Рис. 25-14

Таргетирование процентной ставки по федеральным фондам для поддержания заданного уровня денежной массы. Если существует рост спроса на избыточные резервы, который приводит к росту совокупного спроса банков на резервы с TR_0^d до TR_1^d, то в отсутствие действий со стороны ФРС процентная ставка по федеральным фондам будет стремиться подняться до уровня r_f^1 (рис. *А*), что выше ставки, согласующейся с промежуточной целью денежно-кредитной политики M^* (рис. *Б* и *В*). Для предотвращения этого ФРС понадобится осуществить покупку ценных бумаг на открытом рынке, достаточную для увеличения незаимствованных резервов настолько, чтобы график совокупного предложения резервов сместился достаточно сильно вправо, чтобы сохранить процентную ставку по федеральным фондам на заданном ФРС уровне (рис. *А*).

Как и у других тактических целей, у таргетирования процентной ставки по федеральным фондам есть слабые стороны. Прежде всего, ожидания людей относительно будущих процентных ставок зависят от многих факторов; при изменении таких факторов меняются ожидания и конфигурация кривых доходности процентных ставок. А ФРС не всегда может предсказать изменение этих факторов.

Вторым, и может быть, более важным недостатком является неспособность ФРС всегда точно предсказывать положение графика спроса на деньги. С помощью таргетирования процентной ставки можно поддержать заданную денежную массу только при условии стабильности спроса на деньги. Если график спроса на деньги смещается влево или вправо, то равновесная денежная масса окажется больше или меньше целевой установки ФРС.

Опыт таргетирования процентной ставки по федеральным фондам ФРС применяла метод таргетирования процентной ставки в течение целого десятилетия. Вначале таргетирование процентной ставки по федеральным фондам, казалось, работало хорошо. Однако в середине 1970-х годов дела пошли скверно, когда модели спроса на деньги, используемые экономистами ФРС, значительно расходились с реальным спросом на деньги. Проблема не заключалась в несостоятельности экспертов ФРС. Модель спроса на деньги, используемая независимыми прогнозистами и исследователями, тоже страдала указанным недостатком, который монетаристы назвали «случаем потерянных денег».

К сожалению для ФРС, это явление послужило сигналом о предстоящих трудностях. До конца 1970-х годов спрос на деньги был более изменчивым, чем в предыдущий период. ФРС не достигала целей денежно-кредитной политики, и со временем ситуация ухудшалась. Более того, в конце 1970-х годов тактические цели ФРС часто допускали значительный рост денежной массы, в результате она не согласовывалась с промежуточными целями денежно-кредитной политики.

К 1979 г. рост денежной массы ускорился. То же самое произошло и с темпами инфляции. Стало очевидным, что ФРС нужно было что-то предпринимать, и ФРС сменила тактические цели.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ НЕЗАИМСТВОВАННЫХ РЕЗЕРВОВ, 1979—1982 гг.

Многие исследователи, особенно монетаристы, в течение долгих лет заявляли о том, что метод таргетирования процентной ставки по федеральным фондам является ошибочным. Эти критики отмечали, что ФРС так увлеклась таргетированием процентной ставки по федеральным фондам, что оно стало самоцелью ФРС, вместо того чтобы быть средством достижения основных и промежуточных целей денежно-кредитной политики. Далее, они отмечали, что регулированием уровня банковских резервов можно добиться гораздо большего контроля над денежными агрегатами, чем регулированием одной лишь ставки процента. Утрата контроля над денежной массой в конце 1970-х годов казалась убедительным доказательством правоты критиков.

Неожиданно изменение денежно-кредитной политики ФРС в русле монетаризма произошло не под влиянием лидера монетаристов в ФРС. Оно связано с именем председателя Совета управляющих ФРС Пола Волкера, который находился в этой должности с 1979 по 1987 г. П. Волкер был настоящим «инсайдером» ФРС, проработав почти всю свою жизнь в ФРС, и никогда строго не придерживался монетаристских принципов.

Тем не менее 6 октября 1979 г. П. Волкер и ФРС внезапно объявили о новом взгляде на концепцию монетаризма. ФРС прекратила таргетирование процентной ставки по федеральным фондам. Вместо него она приняла новую тактическую цель под названием **таргетирование незаимствованных резервов** (*nonborrowed reserves targeting*).

Таргетирование незаимствованных резервов При осуществлении таргетирования незаимствованных резервов ФРС совершала операции на открытом рынке с целью поддержания роста этих резервов на определенном уровне. Это означает, что в определенные периоды ФРС пыталась достичь заданного уровня незаимствованных резервов, который, в свою очередь, она предполагала согласующимся с ее промежуточной целью контроля над денежной массой.

Рисунок 25-15 отражает важнейшие элементы таргетирования незаимствованных резервов. На рис. 25-15*А* представлен график равновесия на рынке банковских резервов, на рис. 25-15*Б* — кривые доходности федеральных фондов и казначейских ценных бумаг, на рис. 25-15*В* — график спроса на деньги в экономике. Процесс разработки денежно-кредитной политики ФРС начинался с принятия промежуточной цели M^* (рис. 25-15*В*).

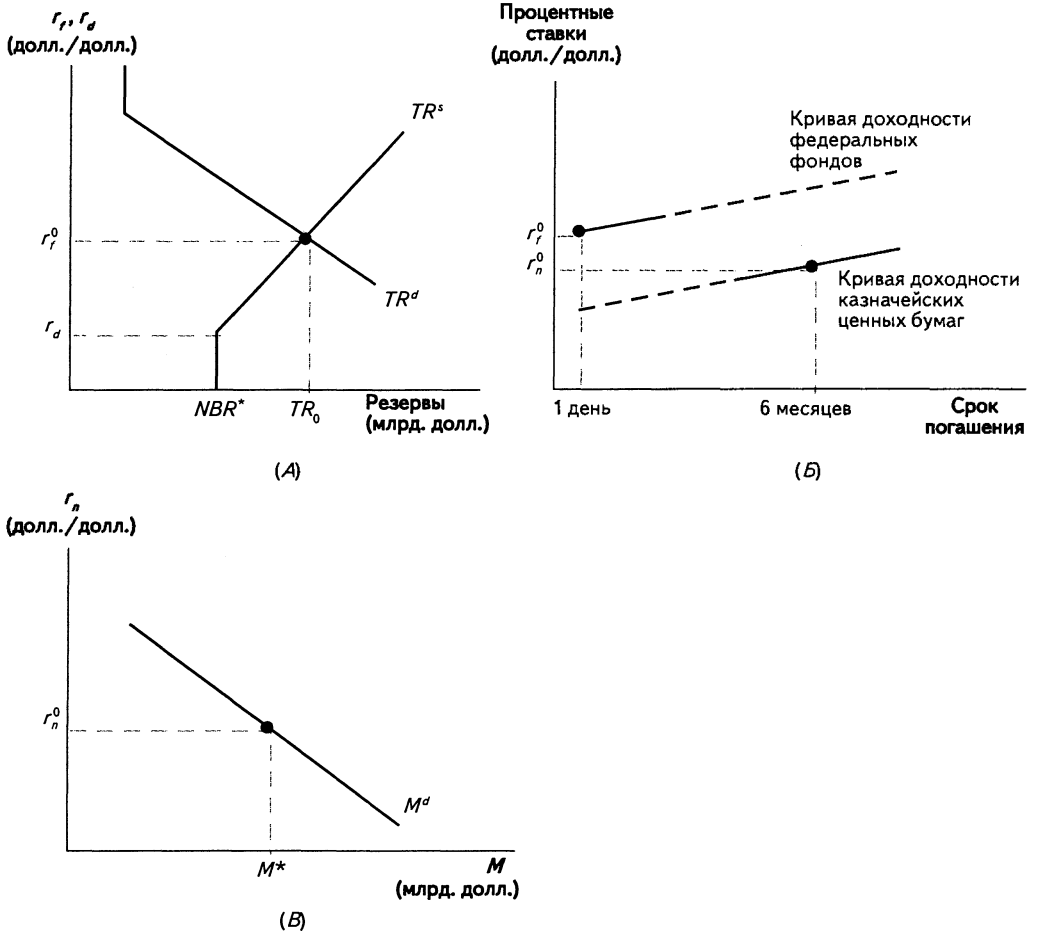


Рис. 25-15

Выбор целевой установки уровня заимствованных резервов для достижения промежуточной цели денежной кредитной политики. Если промежуточная цель ФРС — заданная денежная масса, равная M^* (рис. *В*), то, имея рисковую и временную структуры процентных ставок (рис. *Б*), ФРС необходимо таргетировать незаимствованные резервы, равные NBR^* (рис. *А*), чтобы достичь процентной ставки по федеральным фондам, согласующейся с промежуточной целью. Однако в случае изменения условий денежного рынка ФРС не изменяет заданную величину незаимствованных резервов, а позволяет процентным ставкам прийти в соответствие с ней.

Так же как и при таргетировании процентной ставки по федеральным фондам, зависимость между процентными ставками и денежными агрегатами играла важную роль в связывании мер денежно-кредитной политики ФРС с денежной массой. Рисунок 25-15*В* показывает, что в среднем номинальная процентная ставка по казначейским ценным бумагам, согласующаяся с заданной ФРС денежной массой, равна r_n^0. Более того, временная и рисковая структуры процентных ставок (рис. 25-15*Б*) показывают, что процентная ставка по федеральным фондам, согласующаяся в среднем с заданной денежной массой, будет r_f^0. Поэтому если ФРС требуется достичь именно заданной денежной массы M^*, то ей придется осуществить операции на открытом рынке, направленные на достижение уровня незаимствованных резервов, при котором устанавливается равновесная процентная ставка по федеральным фондам (r_f^0).

Предположим, что ФРС избрала заданный уровень незаимствованных резервов NBR^*, так что графики совокупного спроса и предложения резервов (TR^d и TR^s) пересеклись в точке, соответствующей процентной ставке по федеральным фондам r_f^0. Однако при таргетировании незаимствованных резервов ФРС не предпринимала попыток, чтобы предотвратить колебания процентных ставок по федеральным фондам, вызванные изменениями условий на рынке банковских резервов. В самом деле, ФРС просто поддерживала незаимствованные резервы на постоянном уровне (по крайней мере в краткосрочном периоде), равном NBR^*, не принимая во внимание еще какие-либо возможные обстоятельства.

Преимущества и недостатки таргетирования незаимствованных резервов Основным преимуществом таргетирования незаимствованных резервов является то, что ФРС автоматически стабилизирует денежную массу при неожиданных изменениях спроса на деньги, например происшедших в 1970-е годы. Чтобы понять, что это действительно так, рассмотрим рис. 25-16, который также описывает состояние равновесия, как и рис. 25-15, но идет немного дальше, анализируя эффекты непредсказуемого роста спроса на деньги. Как показано на рис. 25-16*В*, рост спроса на деньги вызовет (при первоначальной процентной ставке по казначейским ценным бумагам r_n^0) увеличение равновесной денежной массы до уровня M_1, намного превышающего заданный уровень M^*.

При таргетировании процентной ставки по федеральным фондам если отсутствуют изменения в ее временной или рисковой структурах, то ставка процента не корректируется в расчете устранить значительное превышение денежной массы над целевой установкой ФРС. Напротив, при таргетировании незаимствованных резервов процентные ставки корректируются. Когда денежная масса увеличивается, большая часть этого увеличения происходит из-за роста объема трансакционных депозитов в банковской системе, так как последние являются самым крупным компонентом денежной массы. В свою очередь рост объема трансакционных депозитов в банковской системе вызывает ответный рост обязательных резервов, что означает смещение вправо графика спроса депозитных учреждений на обязательные резервы, как показано на рис. 25-16*А*. Это, в свою очередь, приводит к росту процентной ставки по федеральным фондам с r_f^0 до r_f^1.

При применении метода таргетирования незаимствованных резервов ФРС не изменяет объема последних, чтобы предотвратить рост процентной ставки по федеральным фондам. Поэтому если участники финансового рынка считают, что рост спроса на деньги, вызвавший увеличение процентной ставки по федеральным фондам, будет продолжаться долго, то они будут ожидать дальнейшего ее повышения. Это означает, что процентные ставки по федеральным фондам должны вырасти, а кривая доходно-

сти федеральных фондов сместится вверх, как показано на рис. 25-16*Б*. Пока рисковая структура процентных ставок остается неизменной, кривая доходности казначейских ценных бумаг тоже должна сместиться вверх. Следовательно, долгосрочная процентная ставка по ценным бумагам, влияющая на динамику спроса на деньги, также должна вырасти с r_n^0 до r_n^1. С ростом процентных ставок равновесная денежная масса будет уменьшаться до M_2, что ближе к целевой установке ФРС (M^*), как показано на рис. 25-16*В*.

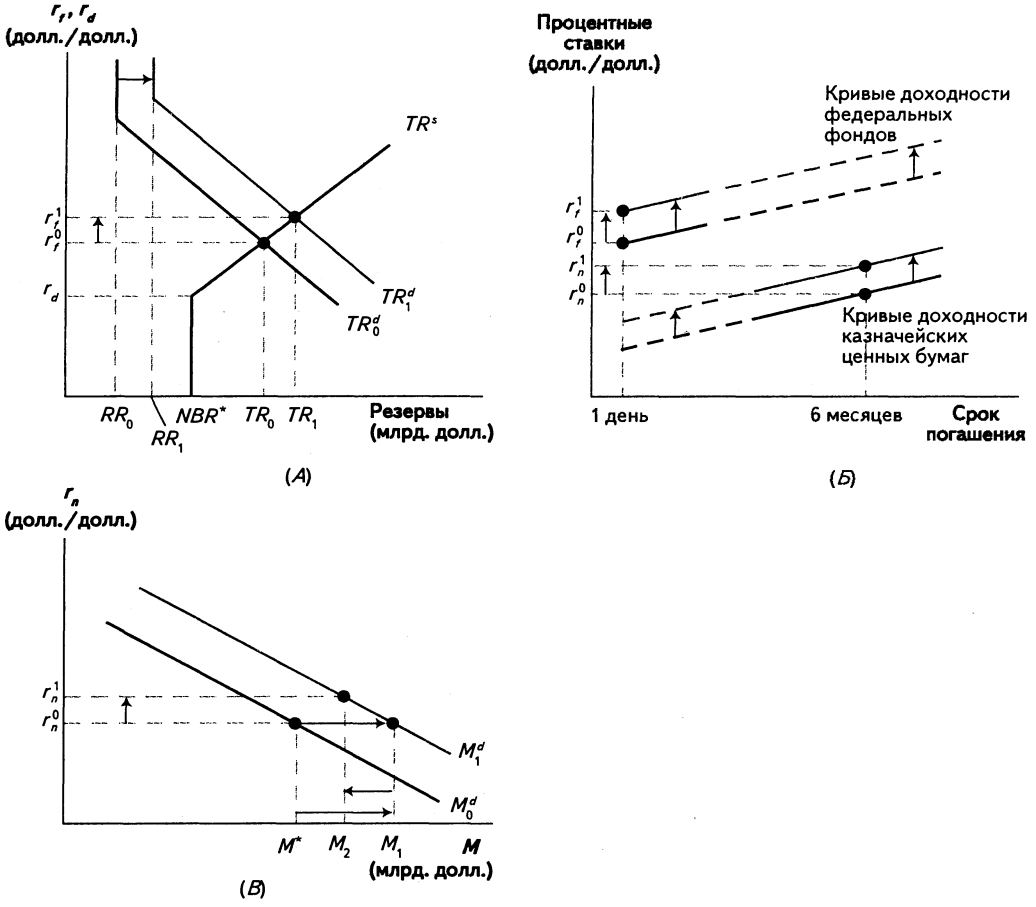


Рис. 25-16

Таргетирование незаимствованных резервов как автоматический денежный стабилизатор. Если растет спрос на деньги (рис. *В*), то при заданной номинальной процентной ставке равновесный спрос на деньги увеличится до M_1, что много выше промежуточной цели ФРС — заданного уровня денежной массы M^*. Часть прироста денежной массы будет следствием увеличения банковских депозитов, что приведет к увеличению спроса на обязательные резервы со стороны банков. Следовательно, график совокупного спроса на резервы сместится вправо (рис. *А*). Это вызовет рост равновесной процентной ставки по федеральным фондам с r_f^0 до r_f^1 и, если это изменение ожидается надолго, смещение вверх кривой доходности федеральных фондов и кривой доходности казначейских ценных бумаг (рис. *Б*). В результате рост номинальной процентной ставки по казначейским ценным бумагам, с r_n^0 до r_n^1, приведет к падению равновесной денежной массы до M_2, что ближе к заданному ФРС значению M^*. Следовательно, осуществляя таргетирование незаимствованных резервов, ФРС за счет корректировок процентных ставок автоматически стабилизирует денежную массу при изменчивом спросе на деньги.

Как видно из этого примера, ФРС не всегда может достигнуть точного заданного уровня денежной массы при таргетировании незаимствованных резервов. Однако она может автоматически заглушить эффекты от изменчивости спроса на деньги, чего нельзя добиться, используя метод таргетирования процентной ставки по федеральным фондам. (Напомним, что при таргетировании процентной ставки по федеральным фондам денежная масса оказалась бы равной M_1, а не M_2, что показано на рис. 25-16*B*. Это и есть преимущество метода таргетирования незаимствованных резервов и причина его принятия в качестве тактической цели ФРС в 1979 г.

У тактической цели, которая связана с таргетированием незаимствованных резервов, есть два потенциальных недостатка. Первый заключается в том, что это не лучшая тактическая цель, если спрос на деньги крайне стабилен, в то время как: а) совокупный спрос на резервы изменяется вместе со спросом банков на избыточные резервы; б) совокупное предложение резервов изменяется вместе с изменениями предпочтений банков относительно получения ссуд у ФРС. Как было показано ниже, таргетирование процентной ставки по федеральным фондам — явно более предпочтительная тактическая цель в такой ситуации.

Другим потенциальным недостатком таргетирования незаимствованных резервов является то, что при его использовании успех основывается на изменении процентных ставок. Если не ожидается изменений процентных ставок, то таргетирование незаимствованных резервов не обязательно будет оптимальной тактической целью.

Опыт таргетирования незаимствованных резервов Когда ФРС в 1979 г. приступила к осуществлению новой тактической цели, многие экономисты — особенно монетаристы — возлагали на нее большие надежды. Таргетирование незаимствованных резервов обещало существенно улучшить контроль над денежной массой, обеспечив тем самым экономическую стабильность, которая в эпоху высокой инфляции, темпы которой исчислялись двузначными цифрами, казалось, была подорвана.

В общем эти надежды не оправдались. Конечно, темпы инфляции снизились вскоре после изменения тактической цели; к 1980 г. они измерялись однозначной цифрой, а в течение нескольких лет держались, практически не меняясь, на уровне 3—6%. Однако, кроме этого, ни один из ожидавшихся результатов не был достигнут. С одной стороны, денежная масса стала более изменчивой после 1979 г. К тому же, хотя теория и допускает возможность некоторого усиления колебаний ставки процента, очень немногие экономисты предсказали весьма резкие колебания процентных ставок, имевшие место с 1979 по 1981 г.

Наконец случилось нечто непредвиденное. Задачей таргетирования незаимствованных резервов было улучшение контроля ФРС над денежной массой, которая, в свою очередь, была связана тесной зависимостью с основными экономическими целями, такими, как уровень цен и производства. Однако начиная с 1981 г. эта зависимость была нарушена. Скорость обращения денег в кругообороте доходов, соотношение между номинальным доходом и денежной массой (см. главу 18) постоянно и предсказуемо росли с конца второй мировой войны. Таким образом, появилась зависимость, носящая систематический характер, между денежной массой и номинальным доходом, которой ФРС могла найти применение, использовав денежную массу в качестве промежуточной цели. В 1981 г. и эта зависимость была нарушена в связи с тем, что скорость обращения денег в кругообороте доходов начала уменьшаться. Внезапно исчезли причины использования денежной массы в качестве промежуточной цели и таргетирования незаимствованных резервов для контроля над денежной массой. К 1982 г. ФРС отказалась от таргетирования незаимствованных резервов.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ ЗАЕМНЫХ РЕЗЕРВОВ, 1982—1989 гг.

С 1982 г. и приблизительно до 1989 г. ФРС испробовала другую тактическую цель денежно-кредитной политики, носящую название **таргетирования заемных резервов** (*borrowed reserves targeting*). Непосредственной целью ФРС при использовании таргетирования заемных резервов являлось поддержание резервов, занимаемых банками через дисконтное окно, на заданном уровне. Прежде чем рассмотреть результаты использования этой тактической цели, давайте разберем, как она достигается.

Таргетирование заемных резервов Рисунок 25-17 показывает, как ФРС может осуществлять таргетирование заемных резервов. На рис. 25-17*А* представлен график предложения заемных резервов. На рис. 25-17*Б* дан график совокупного предложения резервов, полученный суммированием графиков предложения незаимствованных и заемных резервов (рис. 25-17*А*), а также график совокупного спроса на резервы.

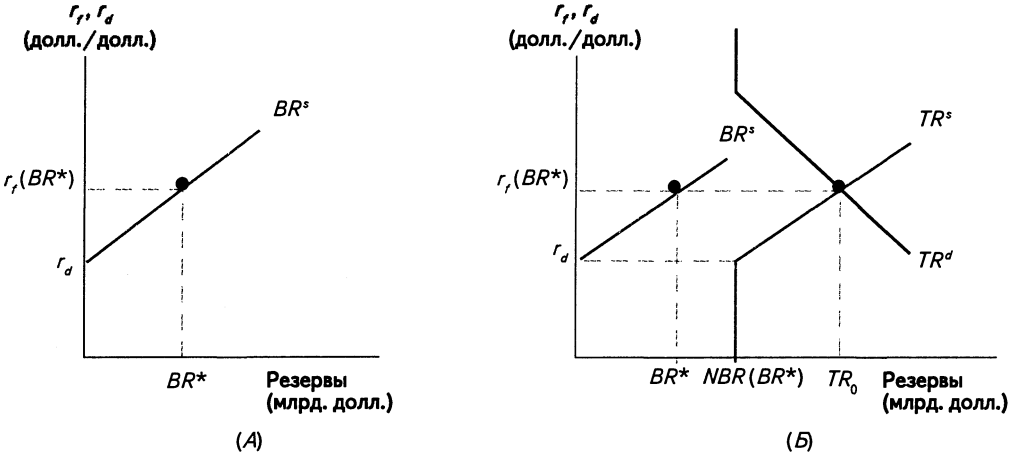


Рис. 25-17

Таргетирование заемных резервов. При таргетировании заемных резервов ФРС выбирает заданный уровень таких резервов, BR^*. Основываясь на знаниях о форме и положении графика предложения заимствованных резервов (рис. *А*), ФРС определяет процентную ставку по федеральным фондам, которая позволит ей достичь своей цели. В свою очередь, достижение заданной процентной ставки по федеральным фондам, $r_f(M^*)$, требует от ФРС установления уровня незаимствованных резервов, $NBR(M^*)$, чтобы график совокупного предложения резервов пересекся с графиком совокупного спроса на резервы при данной процентной ставке по федеральным фондам (рис. *Б*).

Как следует из названия тактической цели, ФРС выбирает заданный уровень заемных резервов, обозначенный BR^* (рис. 25-17*А*). Задача ФРС в таком случае заключается в том, чтобы побудить депозитные учреждения занять данный объем резервов. Как видно из рис. 25-17*А*, чтобы сделать это, надо удостовериться в том, что на рынке банковских резервов установлена именно такая процентная ставка по федеральным фондам, при которой депозитные учреждения вынуждены занять у ФРС резервы в размере BR^*. Эта процентная ставка по федеральным фондам, которая согласуется с заданным ФРС объемом заемных резервов, обозначена $r_f(BR^*)$.

Как показано на рис. 25-17*Б*, ФРС устанавливает заданную равновесную процентную ставку по федеральным фондам путем проведения операций на открытом рынке, направленных на достижение необходимого объема незаимствованных резервов, обозначенного $NBR(BR^*)$. Это смещает график совокупного предложения резервов в положение, необходимое для достижения равновесной процентной ставки по федеральным фондам, $r_f(BR^*)$.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Действительно ли ФРС осуществляла таргетирование незаимствованных резервов и денежной массы с 1979 по 1982 год?

Когда ФРС в 1979 г. перешла на таргетирование незаимствованных резервов и одновременно объявила о новой промежуточной цели — денежной массе, — многие исследователи сделали вывод, что монетаризм в конце концов возобладал над ортодоксальной кейнсианской теорией. Однако всего несколько месяцев после объявления многие монетаристы выразили несогласие с подходом ФРС к достижению объявленных целей. В самом деле, некоторые обвинили ФРС в фальсификации интереса к таргетированию незаимствованных резервов и достижению денежных целей — заданного уровня денежной массы.

Действительно ли ФРС сменила тактическую цель в 1979 г.?

Во время смены направления денежно-кредитной политики был недостаточный объем информации для оценки данной точки зрения. Однако в ряде исследований в конце 1980-х годов Деннис Джэнсен (Jansen) из Техасского университета *A&M* вместе с Майклом Брэдли (Bradley) из университета Джорджа Вашингтона и Томасом Козимано (Cosimano) из университета Нотр-Дам попытались определить, действительно ли ФРС сменила тогда тактическую цель. В своей работе они использовали сложные статистические методы, но основную идею, лежащую в основе их анализа, определить достаточно просто. Если ФРС действительно перешла на метод таргетирования незаимствованных резервов в 1979 г., то с того времени и до 1982 г. изменения процентных ставок не должны были влиять на незаимствованные резервы; более того, процентные ставки должны были стать более изменчивыми.

На самом деле исследования этих авторов привели к тому, что до 1979 г. незаимствованные резервы изменялись вместе с изменениями процентной ставки, что прекратилось после 1979 г. К тому же изменчивость процентной ставки по федеральным фондам выросла примерно в 20 раз после 1979 г., если сравнивать с периодом, в котором ФРС таргетировала процентную ставку по федеральным фондам. Следовательно, эти исследования показывают, что ФРС действительно сменила тактическую цель в 1979 г.

Действительно ли ФРС пыталась достичь денежных целей?

Наибольшую тревогу у монетаристов, выступавших за принятие метода таргетирования незаимствованных резервов в 1979 г., вызывала их вера в то, что на самом деле ФРС приняла денежные цели только на словах. С их точки зрения, это было лишь заявлением ФРС, а не реальностью. В 1985 г. Милтон Фридмен в колонке мнений *Wall Street Journal* отмечал:

> Существует старая история о фермере, который использовал дверь своего коровника как мишень для стрельбы. Приезжий поразился тому, что многочисленные мишени на двери были продырявлены точно по центру «бычьего глаза». Позже он обнаружил разгадку такой потрясающей точности. Он подсмотрел, что фермер вначале стреляет в дверь, а потом рисует цель.
>
> Это точная копия того, как ФРС достигает своих денежных целей. Она просто перерисовывает цель...
>
> Денежные цели, которые что-то означают, привели бы и к денежной, и к экономической стабильности. Денежные цели, которые перерисовываются каждый раз, когда ФРС посчитает это удобным, служат только для успокоения недальновидных конгрессменов и комментаторов *Wall Street Journal*.

Чтобы понять, как М. Фридмен пришел к заключению, что ФРС не воспринимает всерьез денежные цели, рассмотрим рисунок. Сплошная линия на рисунке показывает динамику денежного агрегата M1 с конца 1975 г. до конца 1984 г. Вдоль этой линии расположены *заданные пределы отклонений* (*target ranges*) показателя M1, установленные ФРС для различных периодов. Отметим, что ФРС всегда определяет заданные пределы отклонений, используя реальную денежную массу в качестве точки отсчета, даже если денежная масса превысила или опустилась ниже предыдущего заданного уровня. Со временем это приводило к смещению денежной массы, обычно вверх, но иногда и вниз. Это получившееся отклонение денежной базы, как и денежной массы, называется **сдвигом базы** (*base drift*). Так же, как показано на рисунке, позволялись

Сдвиг базы денежного агрегата М1. В период с 1979 по 1982 г., когда ФРС таргетировала денежную массу, критики утверждали, что ФРС подстраивала свои цели «по факту». Сдвиг базы, или тенденция денежной массы к отклонению от изначально заданного уровня, является свидетельством правоты критиков. ФРС обычно переустанавливала заданные уровни денежной массы после того, как позволяла реальной денежной массе выйти за верхние или даже нижние рамки предыдущих заданных уровней. (*Источник: Broaddus Alfred, Goodfriend Marvin*, Base Drift ahd the Longer Run Growth of M1: Experience from a Decade of Monetary Targeting. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 70 (6), November/December 1984, pp. 3—14.)

отклонения от заданных денежных целей ФРС, отсюда заключение М. Фридмена о том, что ФРС просто меняет свои цели.

Почему ФРС позволяет появляться сдвигу базы? Марвин Гудфренд (Goodfriend), экономист из Федерального резервного банка Ричмонда, в своей работе 1987 г. предложил теорию о том, что сдвиг базы происходит из-за наличия у ФРС других задач, помимо стабильности денежной массы и цен. Согласно М. Гудфренду, проблема заключается в том, что ФРС также хочет сгладить колебания процентных ставок, но не может сделать этого одновременно со сглаживанием уровня денежной массы и цен.

Гипотеза Гудфренда может объяснить сдвиг базы, но его могут объяснить и другие гипотезы, а эти альтернативные теории не предполагают наличие у ФРС каких-то других задач, кроме стабильности уровня денежной массы и цен. Например, сдвиг базы есть лучший метод, если существуют постоянные смещения графика спроса на деньги в экономике; такие смещения требуют постоянных изменений предложения денег со стороны ФРС, если в ее задачу входит поддержание стабильных цен. Более того, если ФРС осуществляет контроль над денежной массой неидеально, то таргетирование денежной массы может вызвать сдвиг базы, опять-таки даже если ФРС не заботится о сглаживании колебаний процентных ставок.

Так заботилась ли действительно ФРС о денежных целях в 1970-х и в начале 1980-х годов? Возможно, только она сама и знает точный ответ. Проблема заключается в том, что сотрудники аппарата ФРС расходятся во мнениях. Например, в своей книге 1987 г. о ФРС под названием «Секреты храма» Уильям Грейдер (Greider) цитирует нескольких бывших высокопоставленных чиновников ФРС, которые свидетельствуют о том, что никогда всерьез не воспринимали денежные цели. Тем не менее многие официальные лица, которых У. Грейдер не цитировал, не согласились с этими заявлениями; согласно им, они и другие чиновники ФРС в то время

всерьез воспринимали денежные цели, даже несмотря на то, что некоторые не придерживались монетаристской точки зрения. Мы, наверное, никогда не узнаем, чьи же взгляды действительно преобладали в ФРС.

Источники: Bradley Michael D., Jansen Dennis W., Federal Reserve Operating Procedures in the Eighties: A Dynamic Analysis. — Journal of Money, Credit, and Banking, 18 (3), August 1986, pp. 323—335; *Cosimano Thomas F., Jansen Dennis W.*, Federal Reserve Policy, 1975—1985: An Empirical Analysis. — Journal of Macroeconomics, 10 (1), Winter 1988, pp. 22—47; *Friedman Milton*, The Fed Hasn't Changed Its Ways'. — Wall Street Journal, August 20, 1985, editorial page; *Broaddus Alfred, Goodfriend Marvin*, Base Drift and the Longer Run Growth of M1: Experience from a Decade of Monetary Targeting. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 70 (6), November/December 1984, pp. 3—14; *Goodfriend Marvin*, Interest Rate Smoothing and Price Level Trend-Stationary. — Journal of Monetary Economics, 19 (2), May 1987, pp. 335—348.

В итоге таргетирование заемных резервов осуществляется следующим образом. ФРС проводит операции на открытом рынке для изменения объема незаимствованных резервов до уровня, при котором достигается равновесная процентная ставка по федеральным фондам. Это, в свою очередь, побуждает депозитные учреждения к заимствованию резервов, объем которых согласуется с целью ФРС.

Преимущества и недостатки таргетирования заемных резервов Если эта тактическая цель кажется вам «закрученной», то вы не одиноки в своих воззрениях. Тем не менее официальные лица и эксперты ФРС приводят не внушающее доверия преимущество данной тактической цели по сравнению с другими. Преимущество заключается в том, что при решении этой тактической задачи процентная ставка по федеральным фондам и уровень незаимствованных резервов не фиксируются. Оба показателя должны корректироваться для достижения цели — заданного уровня заемных резервов при переходе от одного периода к другому. Это, согласно заявлениям представителей ФРС, означает, что данная тактическая цель более гибкая, чем другие.

Проблема, с которой столкнулись экономисты после 1982 г., заключалась в определении эффективности таргетирования заемных резервов при неясных промежуточных целях денежно-кредитной политики ФРС. После 1982 г. официальные лица ФРС время от времени придавали важное значение ряду индикаторов денежно-кредитной политики, включая номинальный доход, временную структуру процентных ставок, международные торговые потоки, товарные цены, а в последнее время и денежную массу! Следовательно, экономистам было очень сложно в полной мере оценить эту тактическую цель. В какие-то моменты казалось, что таргетирование процентной ставки по федеральным резервам переплеталось с таргетированием заемных резервов. Истинное положение было известно только ФРС.

Опыт таргетирования заемных резервов Это, однако, не означает, что таргетирование заемных резервов не было успешным. Если рассматривать денежно-кредитную политику только с точки зрения выполнения ее основных целей, то ее результаты с 1982 по 1989 г. были не так уж плохи. В целом инфляция была ниже уровня 1970-х и чуть выше уровня 1950-х и 1960-х годов. Рост реального объема производства в этот период был значительным и постоянным.

Однако большинство экономистов сомневаются в том, что такие достаточно хорошие экономические результаты достигнуты благодаря таргетированию заемных резервов. Многие обозреватели считают, что ФРС просто везло. Согласно этой точке зрения, таргетирование заемных резервов было изначально ошибочным, но внешние события, такие, как общее падение цен на нефть в 1980-е годы и успех США в войне

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Было ли таргетирование заемных резервов дымовой завесой для таргетирования процентной ставки по федеральным фондам?

При таргетировании заемных резервов, описанном выше и проиллюстрированном рис. 25-17, ФРС осуществляла операции на открытом рынке для достижения равновесной процентной ставки по федеральным фондам, которая побуждала депозитные учреждения на заем нужного ФРС объема резервов. Таким образом, этот метод предполагал достижение заданного объема резервов путем таргетирования процентной ставки по федеральным фондам. Однако некоторые исследователи признали, что фактически целью ФРС при использовании этого метода был незаданный объем заемных резервов; вместо этого, по их мнению, ФРС вернулась к методу, действительной целью которого было ограничение изменчивости процентной ставки по федеральным фондам.

Те, кто с повышенным вниманием следит за деятельностью ФРС, отмечают интересный факт: ФРС очень быстро меняла заданный объем заемных резервов. Например, в течение первых четырех лет использования ФРС метода таргетирования заемных резервов она корректировала объем этих резервов 21 раз на протяжении 44 месяцев. Следовательно, ФРС меняла заданный объем заемных резервов почти раз в два месяца, т. е. на каждом заседании FOMC. Одной очевидной причиной корректировок ФРС номинального объема заемных резервов, естественно, может служить постепенное их увеличение для учета темпов инфляции. Однако из упомянутой выше 21 корректировки 11 были снижениями и только 10 — повышениями уровня резервов. Действительно, для ФРС было нетипичным увеличение объема заемных резервов в одном месяце, его уменьшение один или два раза в последующие 2—3 месяца, а затем снова его увеличение.

Почему ФРС так часто меняла целевую установку заемных резервов? Циничным ответом на этот вопрос будет, пожалуй, заявление о том, что таргетирование заемных резервов на самом деле было дымовой завесой для осуществления метода, который действительно сглаживает изменения процентной ставки по федеральным фондам. По мнению многих критиков ФРС, то, чем в действительности занималась ФРС напоминало поведение школьника на уроке химии, который начинает с выяснения значений показателей в справочнике по химии и физике, потом кипятит немного воды, чтобы все походило на то, что он действительно выполняет задание, подгоняет данные под известный ему ответ и сдает лабораторную работу. Аналогично ФРС знала, по утверждениям критиков, какая процентная ставка по федеральным фондам ей нужна. Затем она получала заданное значение заемных резервов, которое согласовывалось с нужной процентной ставкой по федеральным фондам. В результате она изменяла заданное значение заемных резервов, чтобы удостовериться в достижении своей настоящей цели: определенного значения процентной ставки по федеральным фондам. Действительно, в некоторые периоды таргетирования заемных резервов процентная ставка по федеральным фондам была по крайней мере так же стабильна, как и во время таргетирования процентной ставки по федеральным фондам.

Конечно, циничный взгляд объясняет поведение ФРС. Однако существует и другое объяснение. Оно заключается в том, что, на самом деле, ФРС, как и заявляли ее представители, таргетировала заемные резервы. Тем не менее она пришла к выводу, что должна изменять объем заемных резервов в попытке достичь другие цели. Например, если бы ФРС использовала номинальный доход в качестве промежуточной цели, о применении которого на неформальной основе говорят в последние годы, то усилия ФРС по стабилизации номинального дохода потребовали бы периодических корректировок заданного объема заемных резервов на рынке банковских резервов. Более того, колеблющиеся вверх и вниз корректировки ФРС объема заемных резервов могут быть оптимальными в данной ситуации и соответствовать меньшей изменчивости процентной ставки по федеральным фондам, даже если стабилизация ставки по федеральным фондам не является задачей ФРС.

Источники: Thornton Daniel L., The Borrowed-Reserves Operating Procedure: Theory and Evidence. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 73 (1), January/February 1988, pp. 30—54; *Van-Hoose David D.*, Borrowed Reserves Targeting and Nominal Income Smoothing. — Journal of Macroeconomics, 12 (2), Spring 1990, pp. 263—278.

в Персидском заливе в 1991 г., уберегли ФРС от ошибок, к которым достижение этой тактической цели привело бы в противном случае.

1990-е ГОДЫ: ВОЗВРАТ К ТАРГЕТИРОВАНИЮ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ПО ФЕДЕРАЛЬНЫМ ФОНДАМ

Как бы в подтверждение этой точки зрения, в 1990-е годы ФРС снова сменила тактические цели. Хотя это изменение и не было широко разрекламировано, ФРС опять стала таргетировать процентную ставку по федеральным фондам. Она поступила так по двум причинам. Во-первых, зависимость между заемными резервами и основными целями денежно-кредитной политики ослабла. Во-вторых, зависимость между денежными агрегатами и уровнем производства и цен, кажется, восстановилась.

Действительно, стратегия денежно-кредитной политики ФРС в 1990-е годы есть практически возврат к 1970-м годам. ФРС снова стала уделять больше внимания денежным агрегатам, хотя теперь она придает большее значение показателю M2, а не M1. Она также склонна допустить большую изменчивость денежных агрегатов в 1990-е годы по сравнению с 1970-ми. Теперь, кажется, ФРС вернулась «на круги своя» в осуществлении денежно-кредитной политики, так как она снова таргетирует ставку процента в попытке достичь заданных уровней денежной массы, цен и производства. В ближайшие годы мы увидим, будет ли обновленная тактическая цель — таргетирование процентной ставки по федеральным фондам — результативной или нет.

Краткое содержание

1. Депозитные учреждения склонны хранить резервы по двум причинам. Одной из них является выполнение резервных требований, которое предполагает соответствие объема банковских депозитов требуемой норме резервного покрытия. Другая причина заключается в поддержании разумного уровня избыточных резервов. Так как альтернативными издержками поддержания разумного уровня избыточных резервов является размер процентной ставки по федеральным фондам, то депозитные учреждения склонны хранить большие избыточные резервы при падении ставки по федеральным фондам и меньшие — при росте этой ставки. Поэтому график совокупного спроса на резервы имеет отрицательный наклон в большей части области определения.
2. ФРС обеспечивает предложение резервов банковской системе двумя путями. Во-первых, она осуществляет предложение незаимствованных резервов, используя покупку ценных бумаг на открытом рынке. Во-вторых, она обеспечивает предложение заемных резервов через дисконтное окно. ФРС, как правило, устанавливает учетную ставку ниже процентной ставки по федеральным фондам, ограничивая таким образом величину резервов, которую депозитные учреждения могут занять. Тем не менее ФРС обычно позволяет денежным учреждениям занимать больший объем резервов при росте процентной ставки по федеральным фондам относительно учетной ставки. Следовательно, график совокупного предложения резервов имеет положительный наклон в большей части области определения.
3. Равновесная процентная ставка по федеральным фондам — это такая процентная ставка по федеральным фондам, при которой совокупный спрос на резервы со стороны банков равен совокупному предложению резервов со стороны ФРС, так что рынок банковских резервов находится в равновесии. Кроме того, банки устраивает объем резервов, который они могут обменять по процентной ставке по федеральным фондам на частном рынке федеральных фондов. Следовательно, когда рынок банковских резервов находится в равновесии, то в равновесии находится и рынок федеральных фондов.
4. При прочих равных условиях покупка ценных бумаг на открытом рынке или снижение ФРС учетной ставки снижает равновесную процентную ставку по федеральным фондам и увеличивает равновесный объем суммарных резервов в банковской системе. Продажа

ценных бумаг на открытом рынке или рост учетной ставки увеличивают равновесную процентную ставку по федеральным фондам и уменьшают равновесный объем суммарных резервов при всех прочих равных условиях.

5. Поскольку процентные ставки по финансовым инструментам с различными характеристиками и сроками погашения имеют различную рисковую и временную структуру, ФРС может влиять на процентные ставки в экономике, используя инструменты денежно-кредитной политики, с целью вызвать изменения равновесной процентной ставки по федеральным фондам. Этот механизм обеспечивает предложение денег, и, используя его, ФРС может влиять на денежную массу.
6. При таргетировании процентной ставки по федеральным фондам в 1970-е годы ФРС пыталась поддерживать равновесную процентную ставку по федеральным фондам на постоянном уровне, который ФРС считала согласующимся с промежуточными целями денежно-кредитной политики. Изначально реализация данной тактической цели казалась успешной, так как при этом автоматически устранялись эффекты изменчивости конъюнктуры рынка банковских резервов. Она была менее успешной, когда спрос на деньги стал менее стабильным в середине и конце 1970-х годов.
7. В связи с ослаблением контроля над денежными агрегатами и усилением инфляции ФРС в 1979 г. стала использовать таргетирование незаимствованных резервов. В то время как решение этой тактической задачи помогало ФРС сдерживать инфляцию, изменчивость спроса на деньги и процентных ставок увеличилась. Зависимость между спросом на деньги и другими экономическими показателями была нарушена в начале 1980-х годов, исключив возможность использования этого метода. ФРС прекратила использование этой тактической цели в 1982 г.
8. С 1982 и почти до 1989 г. ФРС использовала таргетирование заемных резервов. Для экономистов оказалось сложной задачей оценка преимуществ и недостатков данной тактической цели. Тем не менее ФРС использовала ее без видимых осложнений.
9. С 1989 г. ФРС вернулась к таргетированию процентной ставки по федеральным фондам и вновь стала придавать серьезное внимание денежным агрегатам.

Словарь терминов

Рынок банковских резервов (*market for bank reserves*) — общенациональный рынок, на котором ФРС осуществляет предложение резервов, проводя операции на открытом рынке или через дисконтное окно. Депозитным учреждениям эти резервы необходимы для удовлетворения резервных требований и поддержания разумного уровня избыточных резервов.

Сдвиг базы (дрейф базы) (*base drift*) — тенденция к смещению фактических и ожидаемых уровней денежных агрегатов во времени.

Тактические цели (*operating procedures*) — методы проведения повседневной денежно-кредитной политики ФРС.

Таргетирование заемных резервов (*borrowed reserves targeting*) — тактическая цель денежно-кредитной политики, используемая ФРС с октября 1982 по 1989 г. Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка покупал и продавал ценные бумаги в количестве, достаточном для достижения равновесной процентной ставки по федеральным фондам. В свою очередь, это вынуждало банки занимать заданный объем резервов у ФРС через дисконтное окно.

Таргетирование незаимствованных резервов (*nonborrowed reserves targeting*) — тактическая цель денежно-кредитной политики. Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка покупал и продавал ценные бумаги в количестве, достаточном для поддержания незаимствованных резервов на уровне, соответствующем целевой установке или близком к заданной цели. Была взята на вооружение, так как обладает возможностями автоматической стабилизации денежной массы при изменчивости спроса на деньги, нейтрализуя отклонения денежной массы от целевой установки ФРС. Использовалась с октября 1979 г. по октябрь 1982 г.

Таргетирование процентной ставки по федеральным фондам (*federal funds rate targeting*) — тактическая цель денежно-кредитной политики. Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка осуществлял покупку и продажу ценных бумаг на открытом рынке в объеме, достаточном для поддержания процентной ставки по федеральным фондам на заданном уровне или очень близком к уровню, который Комитет по операциям на открытом рынке считал согласующимся с достижением промежуточной цели денежно-кредитной политики. Использовалась ФРС на протяжении 1970-х годов до октября 1979 г.

Вопросы для самопроверки

1. Постройте график совокупного спроса на резервы и ответьте на следующие вопросы:

   а) На графике должен быть излом. Объясните, почему график представлен вертикальной прямой над точкой излома и как можно интерпретировать объем резервов, относящийся к вертикальной части графика.

   б) Почему график совокупного спроса на резервы имеет отрицательный наклон справа от точки излома?

2. Постройте график совокупного предложения резервов и ответьте на следующие вопросы:

   а) Кто формирует предложение резервов: федеральные резервные банки, частные депозитные учреждения или и те и другие?

   б) На графике должен быть излом. Объясните, почему график представлен вертикальной прямой под точкой излома и как можно интерпретировать объем резервов, относящийся к вертикальной части графика.

   в) Почему график совокупного спроса на резервы имеет положительный наклон справа от точки излома?

3. Почему кривые доходности федеральных фондов и казначейских ценных бумаг обычно имеют положительный наклон? Почему кривая доходности федеральных фондов обычно находится выше кривой доходности казначейских ценных бумаг?

4. Почему процентная ставка по финансовому инструменту со сроком погашения в несколько недель или несколько месяцев оказывает гораздо более существенное непосредственное влияние на спрос на деньги, чем процентная ставка по однодневным федеральным фондам?

5. Предположим, что ФРС использует тактические цели, которые предполагают таргетирование процентной ставки по федеральным фондам. Если ФРС решает, что должна (по несвязанной с денежно-кредитной политикой причине) увеличить учетную ставку, следует ли Департаменту ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка покупать и продавать государственные ценные бумаги США? При ответе в полной мере используйте приводимый выше график равновесия на рынке банковских резервов.

6. Предположим, что имеет место значительное и постоянное падение спроса на деньги. Если ФРС хочет сократить до минимума разницу между фактической равновесной денежной массой и целевой установкой денежной массы (M^*), то с помощью какой стратегии она быстрее достигнет цели — используя таргетирование процентной ставки по федеральным фондам или таргетирование незаимствованных резервов? Используйте соответствующий график для подтверждения вашего ответа.

7. Предположим, что тактические цели ФРС заключаются в достижении заданного значения заемных резервов (BR^*). Если имеет место значительное и постоянное сокращение объема трансакционных депозитов в банковской системе, то следует ли Департаменту ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка покупать и продавать государственные ценные бумаги США? При ответе используйте графики.

8. Объясните своими словами, почему равновесная процентная ставка по федеральным фондам согласуется и с равновесием на рынке банковских резервов, и с равновесием на рынке федеральных фондов.

Задачи

25-1. Используйте график, приведенный ниже для ответа на следующие вопросы. Объясните полученные ответы.

а) Чему равен объем обязательных резервов?

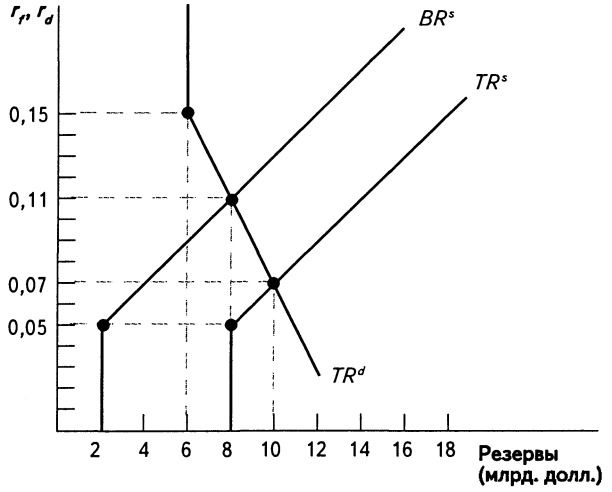
б) Чему равна учетная ставка?

в) Чему равен уровень незаимствованных резервов?

г) Какова равновесная процентная ставка по федеральным фондам?

д) Каков равновесный объем заемных резервов?

е) Каков равновесный объем избыточных резервов?



25-2. Предположим, что в настоящее время ФРС осуществляет таргетирование незаимствованных резервов на уровне 50 млрд. долл. и что она достигла этой цели. Обязательные резервы равны 40 млрд. долл. Равновесный объем суммарных резервов равен 60 млрд. долл. Ответьте на следующие вопросы и объясните решение.

а) Каков равновесный объем заемных резервов при допущении, что депозитные учреждения не занимают у ФРС по процентной ставке по федеральным фондам, более низкой, чем учетная ставка?

б) Каков равновесный объем избыточных резервов?

25-3. Предположим, что в настоящее время ФРС осуществляет таргетирование заемных резервов на уровне 5 млрд. долл. и что она достигла этой цели. Обязательные резервы равны 60 млрд. долл., а равновесный объем избыточных резервов равен 10 млрд. долл. Ответьте на следующие вопросы и объясните решение.

а) Каков равновесный объем суммарных резервов?

б) Чему равен уровень незаимствованных резервов при допущении, что депозитные учреждения не занимают у ФРС по процентной ставке по федеральным фондам, более низкой, чем учетная ставка?

25-4. Предположим, что равновесие на рынке банковских резервов достигается при процентной ставке по федеральным фондам, равной 6%. Некоторые депозитные учреждения занимают у ФРС по процентной ставке по федеральным фондам, более низкой, чем учетная ставка; у этих депозитных учреждений нет других источников финансирования кроме ФРС, и они поддерживают размер заемных средств на постоянном уровне 5 млрд. долл. Равновесный уровень суммарных резервов равен 100 млрд. долл., а обязательные резервы равны 90 млрд. долл. Наконец, учетная ставка ФРС составляет 8%. Исполь-

зуйте всю вышеуказанную информацию и постройте примерный график, описывающий эту ситуацию на рынке банковских резервов. Затем ответьте на следующие вопросы.

а) Является ли учетная ставка льготной или штрафной ставкой?

б) Каков равновесный объем заемных резервов?

в) Чему равно предложение незаимствованных резервов со стороны ФРС, осуществляющей операции на открытом рынке?

г) Каков равновесный объем избыточных резервов?

Рекомендуемая литература

Bradley Michael D., Jansen Dennis W., Federal Reserve Operating Procedures in the Eighties: A Dynamic Analysis. — Journal of Money, Credit, and Banking, 18 (3), August 1986, pp. 323—335.

Broaddus Alfred, Goodfriend Marvin, Base Drift and the Longer Run Growth of M1: Experience from a Decade of Monetary Targeting. — Federal Reserve Bank of Richmond *Economic Review*, 70 (6), November/December 1984, pp. 3—14.

Bryant Ralph C., Controlling Money: The Federal Reserve and Its Critics. —Washington (D.C.): The Brookings Institution, 1983.

Cosimano Thomas F., Jansen Dennis W., Federal Reserve Policy, 1975—1985: An Empirical Analysis. — Journal of Macroeconomics, 10 (1), Winter 1988, pp. 27—47.

Gilbert R. Alton, Operating Procedures for Conducting Monetary Policy. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 67 (2), February 1985, pp. 13—21.

Goodfriend Marvin, Interest Rate Smoothing and Price Level Trend-Stationarity. — Journal of Monetary Economics, 19 (2), May 1987, pp. 335—348.

Greider William, Secrets of the Temple: How the Federal Reserve Runs the Country. — New York: Simon and Schuster, 1987.

Heller Robert, Implementing Monetary Policy. — Federal Reserve Bulletin, 74 (7), July 1988, pp. 419—29.

Meltzer Allan H., The Fed at Seventy-Five, in: Monetary Policy on the 75th Anniversary of the Federal Reserve System, ed. Michael T. Belongia. — Boston: Kluwer Academic Publishers, 1991, pp. 3—66.

Meulendyke Ann-Marie, U.S. Monetary Policy and Financial Markets. — New York: Federal Reserve Bank of New York, 1989.

Roth Howard L., Has Deregulation Ruined M1 as a Policy Guide? — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 72 (6), June 1987, pp. 24—37.

Stone Courtenay C., Thornton Daniel L., Solving the 1980s Velocity Puzzle: A Progress Report. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 69 (5), August/September 1987, pp. 5—23.

Thornton Daniel L., The Borrowed-Reserves Operating Procedure: Theory and Evidence. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 73 (1), January/February 1988, pp. 30—54.

VanHoose David D., Borrowed Reserves Targeting and Nominal Income Smoothing. — Journal of Macroeconomics, 12 (2), Spring 1990, pp. 263—278.

VanHoose David D., Monetary Targeting and Price Level Non-Trend-Stationarity. — Journal of Money, Credit, and Banking, 21 (2), May 1989, pp. 232—239.

Walsh Carl, In Defense of Base Drift. — American Economic Review, 76, September 1986, pp. 692—700.

Walsh Carl, Issues in the Choice of Monetary Policy Operating Procedures, in: Monetary Policy for a Changing Financial Environment, William S. Haraf and Phillip Cagan, eds. — Washington (D.C.): The AEI Press, 1990, pp. 8—37.

Глава 26

Правила денежно-кредитной политики или свобода действий

Основные проблемы

1. Что называется правилом денежно-кредитной политики?
2. Что называется свободой действий в денежно-кредитной политике?
3. Почему антициклическая денежно-кредитная политика всегда предпочтительнее проциклической?
4. Что называется временным лагом денежно-кредитной политики и почему он усложняет процесс проведения ФРС антициклической денежно-кредитной политики?
5. Какова природа проблемы временной несогласованности и как она может привести к дискреционной или инфляционной денежно-кредитной политике?
6. Как избежать дискреционной денежно-кредитной политики или как уменьшить ее отрицательный эффект?
7. Может ли независимость центрального банка уменьшить инфляционную тенденцию денежно-кредитной политики?

До сих пор мы акцентировали внимание на возможностях воздействия денежно-кредитной политики на экономику. Однако мы еще не разобрали другую важную проблему, которая заключается в том, следует ли ФРС активно использовать инструменты своей политики для улучшения работы экономики. Эта проблема, которая является основной в теории денег и банковского дела, станет темой настоящей главы.

Правила денежно-кредитной политики или свобода действий

Существенно важно начать обсуждение денежно-кредитной политики ФРС с рассмотрения единственного вопроса. Следует ли ФРС использовать правила денежно-кредитной политики или ей следует пользоваться свободой действий? Эта тема была основной в дебатах по теории денег и банковского дела и, похоже, не потеряет своего значения в ближайшем будущем.

ПРАВИЛА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

Прежде чем приступить к анализу экономических аргументов в пользу правил или свободы действий в денежно-кредитной политике, мы должны четко определить используемые термины. Начнем с определения **правила денежно-кредитной политики** (*monetary policy rule*). Это стратегия политики, по которой центральный банк, например ФРС, может принять или взять на себя обязательства. Под этим мы понимаем, что если ФРС утвердила правило денежно-кредитной политики, то она будет ему следовать независимо от тенденций развития экономики, таких, как экономический рост или экономический спад.

Существует множество возможных правил денежно-кредитной политики. На самом деле число возможных правил бесконечно. Например, ФРС может взять на себя обязательство поддерживать процентную ставку по федеральным фондам на постоян-

ном уровне 6%. Или она может взять на себя обязательство увеличивать денежную массу на 10% при каждом увеличении процентной ставки по федеральным фондам на 1%. Или она может поддерживать разницу в 2% между процентной ставкой по федеральным фондам и учетной ставкой. Или она может взять на себя обязательство о ежегодном увеличении денежной массы на 2%.

Отметим, что правило денежно-кредитной политики необязательно означает поддержание ФРС на постоянном уровне какого-либо показателя, выступающего в качестве промежуточной или основной цели политики. Что подразумевает правило, так это обещание следовать определенной стратегии, данное заранее, и следование ей вне зависимости от того, что происходит с экономическими показателями. Правило денежно-кредитной политики должно быть простым; правилом его делает то, что ФРС придерживается его и не отвергает независимо от конъюнктуры экономики.

СВОБОДА ДЕЙСТВИЙ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

После определения правила денежно-кредитной политики понятно и определение **свободы действий в денежно-кредитной политике** (*monetary policy discretion*). Проще говоря, свобода действий допускается в отсутствие правил денежно-кредитной политики.

Например, мы знаем из главы 15, что FOMC собирается 8 раз в год. Между заседаниями некоторые члены и руководящий исполнительный персонал FOMC совещаются ежедневно. Дискреционная (предполагающая свободу действий) денежно-кредитная политика означает изменения текущей политики ФРС в связи с экономическими событиями при минимальных ограничениях на операции на открытом рынке, политику дисконтного окна или резервные требования.

В общем, свобода действий ФРС появляется всякий раз, когда ФРС решает незапланированным образом ответить на экономические события. Большинство политиков, включая руководящий исполнительный персонал ФРС, планируют стратегию денежно-кредитной политики. Если они следуют стратегии, то используют правила политики. Однако если они отклоняются от этих правил, то пользуются свободой действий. Они реагируют на экономические события по мере их возникновения, а не делают вид, будто не замечают временных колебаний экономической конъюнктуры.

Традиционный аргумент в пользу правил денежно-кредитной политики: временные лаги в политике

Экономист Милтон Фридмен в 1953 г. предложил классический аргумент в пользу правил, а не свободы действий в макроэкономической политике[1]. Сутью аргумента М. Фридмена было то, что органы, проводящие денежно-кредитную политику, могут иметь самые хорошие намерения, но все же могут ухудшить положение в экономике, пытаясь стабилизировать ее дискреционными методами. Хотя М. Фридмен и монетарист (см. главу 21), который верит в то, что ФРС может оказывать долгосрочное воздействие на реальную экономическую активность, он допускает возможность того, что денежно-кредитная политика играет потенциально стабилизирующую роль. Тем не менее М. Фридмен заключает, что проведение дискреционной денежно-кредитной политики чаще усугубляет положение дел в экономике, чем улучшает.

ПОТРЕБНОСТЬ В АНТИЦИКЛИЧЕСКОЙ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Чтобы понять суть рассуждений М. Фридмена, предположим, что основной целью ФРС является стабилизация уровня цен. Тогда, по определению, меры денежно-кре-

[1] *Friedman Milton*, The Effects of a Full-Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis, in: Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953.

дитной политики будут стабилизировать цены, если изменчивость уровня цен уменьшается. Таким образом, успешная стабилизационная политика ФРС должна привести к меньшей изменчивости уровня цен, чем в случае, когда ФРС не предпринимала бы никаких действий.

Тогда ясно, что самой плохой политикой ФРС будут меры по повышению уровня цен, когда он растет, или по его уменьшению, когда он снижается. Если ФРС сделает это, то она будет проводить **проциклическую денежно-кредитную политику** (*procyclical monetary policy*), означающую, что ее действия усилят существующие тенденции повышения или снижения уровня цен во времени. Так как проциклическая политика усилит изменчивость уровня цен, то это будет означать, что ФРС проводит ошибочную политику.

Напротив, успешная стабилизационная политика ФРС предполагает осуществление ФРС, в случае необходимости, мер **антициклической денежно-кредитной политики** (*countercyclical monetary policy*). Меры антициклической денежно-кредитной политики автоматически устраняют изменения реального объема производства, которые имели бы место в отсутствие проводимой ФРС политики. Следовательно, проведение ФРС антициклической политики означает, что ФРС должна уменьшать денежную массу при росте цен и увеличивать ее при падении цен.

ПРОБЛЕМА ВРЕМЕННЫХ ЛАГОВ В ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКЕ

Милтон Фридмен и другие экономисты сомневаются, является ли обычная дискреционная денежно-кредитная политика антициклической. Главная причина состоит в том, что, по их мнению, осуществление политики изобилует **временными лагами в политике** (*policy time lags*), которые, если сложить их вместе, представляют собой временной интервал между возникновением потребности в антициклической политике и ее реальным воздействием на экономический показатель.

Одним из типов временных лагов в политике является **задержка распознавания** (*recognition lag*). Она представляет собой интервал между моментом возникновения потребности в антициклической политике и моментом распознавания этой потребности политиком. Например, если целью ФРС является стабилизация уровня цен, а цены в настоящий момент испытывают долговременный рост, то у ФРС может не быть достаточной информации на протяжении нескольких недель. Следовательно, ФРС, скорее всего, не удастся распознать потребность в необходимой мере политики, направленной на ответное уменьшение роста цен. Время, которое требуется ФРС для осознания такой необходимости, и есть задержка распознавания. Таким образом, эта задержка может измеряться неделями или месяцами.

Другим видом временного лага в политике является **задержка осуществления (реакции)** (*implementation lag, response lag*). Она представляет собой интервал между моментом распознавания потребности в антициклической политике и началом ее реального осуществления. Например, задержкой осуществления для ФРС может служить временной лаг между осознанием необходимости изменения ее политики и временем следующего заседания FOMC, на котором может быть принята новая, адекватная мера антициклической политики. Как отмечалось в главе 17, руководящий исполнительный персонал ФРС и некоторые члены FOMC совещаются каждый день, поэтому задержка осуществления для ФРС теоретически может быть очень малой. Тем не менее значительные сдвиги в денежно-кредитной политике должны быть одобрены FOMC в полном составе, и поэтому задержка осуществления для ФРС может растянуться на несколько недель. Более того, отсутствие согласия среди членов FOMC может отодвинуть принятие решения на длительный срок, увеличивая тем самым задержку осуществления.

Наконец, денежно-кредитная политика подвержена **задержке передачи** (*transmission lag*). Это время, которое проходит между началом осуществления намеченной антициклической политики и ее воздействием на экономические показатели. В качестве аналогии можно привести трансмиссию на автомобиле с задним приводом. Перемещение рычага коробки передач в новое положение заставляет работать механизмы автомобиля, передающие движение через карданный вал к задним колесам, заставляя их, например, изменить направление движения. Все это происходит быстро, если только вы не опаздываете (или у вас старая, подержанная машина). В таком случае задержка может показаться бесконечно долгой.

Точно так же, когда ФРС уменьшает денежную массу, пытаясь мерами антициклической политики нейтрализовать рост цен, все происходит не моментально. Как отмечалось в главе 17, ФРС должна варьировать инструментами денежно-кредитной политики, например продать государственные ценные бумаги. Тогда должно возникнуть ответное уменьшение незаимствованных резервов, которое посредством эффекта мультипликатора приведет к уменьшению денежной массы. В конце концов, сокращение денежной массы должно уменьшить совокупный спрос и привести к снижению равновесного уровня цен.

Временные лаги значительно усложняют проведение ФРС антициклической денежно-кредитной политики. Рассмотрим следующий пример. Предположим, что уровень цен внезапно стал расти, возможно из-за внезапного увеличения автономного потребления домашних хозяйств, что привело к увеличению совокупного спроса. Из-за задержки распознавания ФРС потребуется некоторое время для осознания того, что произошло. Более того, к моменту принятия решения ФРС об уменьшении денежной массы для устранения роста совокупного спроса автономное потребление домашних хозяйств может уже вернуться на прежний уровень, уменьшив давление на цены и без вмешательства ФРС. Однако ФРС уже сократила денежную массу. До момента воздействия этой меры на экономику некоторые другие события, например уменьшение государственных расходов, могли еще больше снизить цены; тогда мера ФРС попросту усугубит положение. Действительно, к моменту воздействия этой меры на уровень цен она может непреднамеренно стать проциклической.

Согласно Милтону Фридмену, желающие добра политики ФРС часто создают проблемы, пытаясь следовать своим благим намерениям. Следовательно, отмечает М. Фридмен, ФРС должна отказаться от осуществления дискреционной политики и применять монетаристское правило. Если ФРС сможет разработать совершенное правило антициклической политики, то М. Фридмен его полностью поддержит. Однако в противном случае, как утверждает М. Фридмен, в долговременный период лучшей стратегией ФРС будет наименьшее влияние на экономическую активность. В результате политики не придадут дополнительную изменчивость ценам (или реальному объему производства), как в случае реализации их благих, но потенциально неадекватных намерений.

Дискреционная денежно-кредитная политика и инфляция[1]

Многие экономисты находят доводы М. Фридмена убедительными. Тем не менее большинство считают, что ФРС проводит дискреционную денежно-кредитную политику. Действительно, экономисты ФРС — в числе которых в прошлом был даже

[1] Данный раздел составлен на основе материалов из работ, главные из которых: *Kydland Finn, Prescott Edward*, Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. — Journal of Political Economy, 85 (3), June 1977, pp. 473—492; *Barro Robert J., Gordon David B.*, A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. — Journal of Political Economy, 91 (4), August 1983, pp. 598—610.

профессор Милтон Фридмен — обычно защищают свободу действий ФРС, отмечая, что ФРС многое сделала для уменьшения продолжительности различных временных лагов. Если бы проблема временных лагов была решена, утверждают они, то свобода действий предпочтительнее правил денежно-кредитной политики.

В свете обсуждавшейся выше модели Фридмена, у этой точки зрения есть свои достоинства. Если бы ФРС могла всегда своевременно узнать о потребности в осуществлении каких-либо мер и оперативно, соответствующим образом отреагировать, то она была бы в состоянии проводить реальную антициклическую денежно-кредитную политику.

Однако, как выясняется, существует и другая потенциальная проблема дискреционной политики. Как мы объясним в дельнейшем, дискреционная денежно-кредитная политика может способствовать усилению инфляции. Таким образом, орган, проводящий дискреционную политику, может прийти к инфляционной политике, которая будет следствием отсутствия монетаристского правила. Более того, это может произойти, даже если ФРС не стремится к высокому уровню инфляции. Следовательно, правила все же могут быть лучше свободы действий.

БАЗОВАЯ МОДЕЛЬ: СОВРЕМЕННАЯ КЕЙНСИАНСКАЯ ТЕОРИЯ РАЦИОНАЛЬНЫХ ДОГОВОРОВ

Зачем вообще ФРС проводить инфляционную денежно-кредитную политику, если она не стремится к высокому уровню инфляции? Чтобы понять это, рассмотрим приведенную ниже модель. Однако это не новая модель. Впервые мы встретились с этой моделью — современной кейнсианской моделью рациональных договоров — в главе 22.

Анализ кейнсианской модели рациональных договоров Вспомним из главы 22, что современная кейнсианская теория соединяет теорию рациональных ожиданий и модель с жесткой заработной платой. В этой модели номинальная заработная плата, которую работники и фирмы устанавливают путем заключения договоров, согласуется с рациональным поведением этих агентов. Таким образом, работники и фирмы соглашаются установить ставку заработной платы, которая отражает их предпочтения и является лучшим для них выбором из имеющейся на момент подписания договора информации.

Мы, как и в главе 22, сделаем облегчающее анализ предположение, что отрасли характеризуются совершенной конкуренцией и что все работники и фирмы синхронизируют договоры по заработной плате, т. е. мы предполагаем, что все работники и фирмы подписывают договоры одновременно и что все договоры заключаются на одинаковый срок.

Вспомним, что, согласно современной теории рациональных договоров, цель работников и фирм сводится к заключению договора о заработной плате, устанавливающего номинальную заработную плату, которая ожидается на конкурентном рынке труда в условиях полноты информации. Однако, когда работники и фирмы подписывают договоры, фиксирующие номинальную заработную плату, они не знают, какие экономические условия будут преобладать в течение срока действия договора. Следовательно, они сделают все от них зависящее для установления такого среднего уровня заработной платы, который бы имел место при отсутствии договора. Их целью является достижение уровня заработной платы, при котором не существует безработицы.

Поэтому, как показано на рис. 26-1А, работники и фирмы придут к соглашению об установлении уровня заработной платы (W^c), равной ожидаемой номинальной заработной плате в классической модели, при которой устанавливается равенство спроса и предложения на рынке труда, обозначаемой как W^{*e}. Тем не менее при обсуждении условий договоров о заработной плате работники и фирмы не знают реального уровня

цен, который установится в течение срока действия договоров. Однако, согласно теории, работники и фирмы исходят из рациональных ожиданий будущего уровня цен (P_0^e). Таким образом, и работники, и фирмы рассчитывают на то, что средний уровень спроса на труд со стороны фирм в течение срока действия договора будет задан графиком спроса на труд $MP_n \times P_0^e$. Это означает, что при ожидаемой заработной плате, при которой устанавливается равенство спроса и предложения на рынке труда, средний уровень безработицы будет равен нулю, так как при ожидаемой ставке заработной платы W^{*e} рынок труда будет находиться в равновесии.

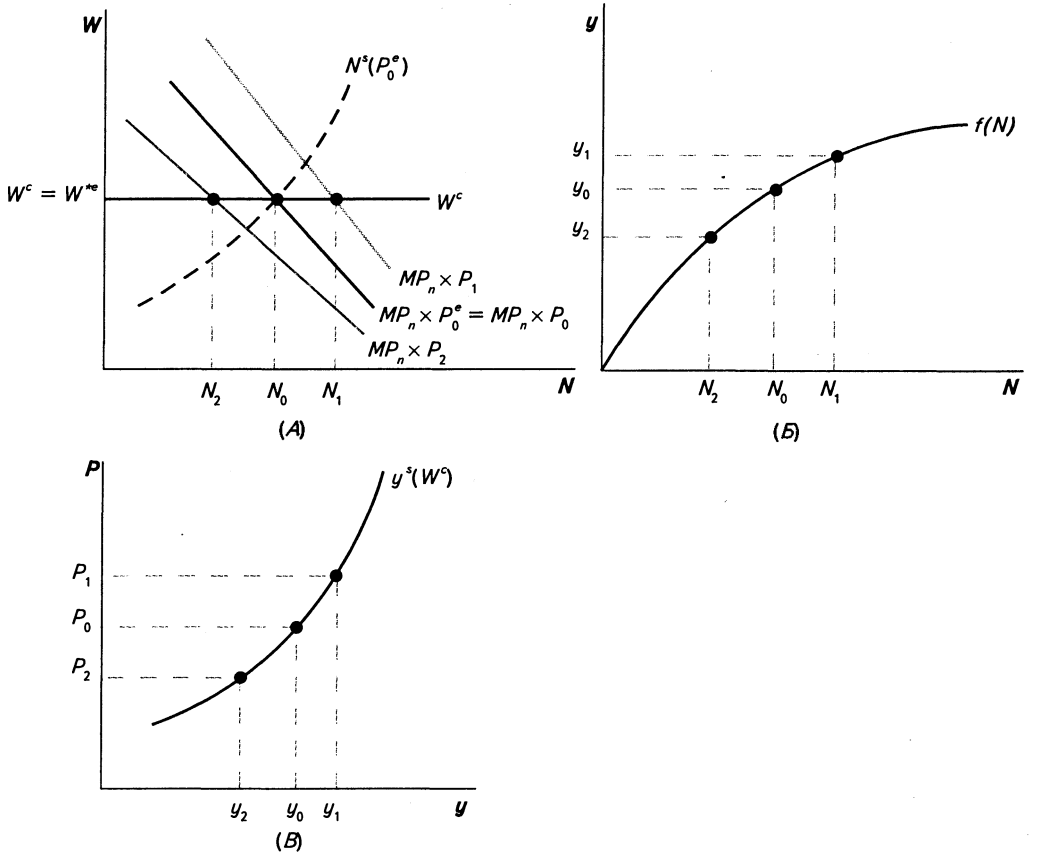


Рис. 26-1

Анализ совокупного предложения в современной кейнсианской теории рациональных договоров. Как мы обсуждали в главе 22, современная теория рациональных договоров предполагает, что работники и фирмы устанавливают номинальную договорную заработную плату (W^c), которая отражает ожидаемую заработную плату, при которой устанавливается равенство спроса и предложения на рынке труда (W^{*e}). Однажды определив эту договорную заработную плату, работники обязаны работать за эту заработную плату, основанную на спросе фирм на труд. Если уровень цен P_0 равен уровню цен, ожидаемому работниками и фирмами при обсуждении договорной заработной платы (P_0^e), то достигается естественный уровень безработицы (N_0 на рис. *А* и *Б*) и производства (y_0 на рис. *Б* и *В*). Однако если фактический уровень цен оказывается выше или ниже ожидаемого уровня, то равновесный уровень безработицы или производства будет выше или ниже естественного уровня. Поэтому график совокупного предложения на рис. *В* имеет положительный наклон.

Как только договорная заработная плата установлена в размере W^c, уровень цен может на самом деле оказаться равным ожидаемому работниками и фирмами уровню. На рис. 26-1 показаны три варианта. Первый: фактический уровень цен P_0 равен ожидаемому P_0^e. В таком случае уровень цен равен уровню цен, ожидаемому работниками и фирмами при установлении договорной заработной платы. Как показано на рис. 26-1*А*, в таком случае положение графика спроса на труд при данном уровне цен определяет уровень безработицы (N_0). При такой безработице обеспечивается уровень производства y_0, как показывает агрегатная производственная функция (рис. 26-1*Б*). Отсюда возникает комбинация цена—производство, соответствующая точкам P_0 и y_0 (рис. 26-1*В*). Ожидания работников и фирм реализуются в полной мере, поэтому N_0 — естественный уровень безработицы, а y_0 — естественный уровень производства.

Однако обычно ценовые ожидания работников и фирм оказываются не до конца верными. С одной стороны, уровень цен может, в действительности, оказаться выше ожидаемого ими уровня при рассмотрении условий договоров. Например, фактический уровень цен может оказаться равным P_1, что выше P_0^e. В таком случае спрос на труд будет больше ожидаемого работниками и фирмами, как видно из графика $MP_n \times P_1$ (рис. 26-1*А*). Работники должны соблюдать подписанные ими договоры, и поэтому они затрачивают больше труда, чем предполагали (N_1) (рис. 26-1*А*), и производят больше продукции (y_1) (рис. 26-1*Б*). Отсюда возникает комбинация P_1 и y_1 (рис. 26-1*В*).

С другой стороны, уровень цен может оказаться ниже ожидаемого работниками и фирмами уровня при рассмотрении условий договоров. Тогда, как показано на рис. 26-1*А*, спрос на труд опустится ниже ожидаемого уровня, до $MP_n \times P_2$, где P_2 — уровень цен, ниже ожидаемого уровня P_0^e. В результате фирмам потребуется меньше трудовых ресурсов (N_2), чем работники и фирмы ожидали, когда обсуждали условия договоров о заработной плате (рис. 26-1*А* и 26-1*Б*). Они произведут меньше продукции (y_2) (рис. 26-1*Б*). Отсюда возникает комбинация P_2 и y_2 (рис. 26-1*В*).

Как уже отмечалось в главе 22 — и в чем мы еще раз убедились, — график, заданный тремя определенными нами точками, есть график совокупного предложения в экономике при фиксированной договорной заработной плате. Мы получили график для договорной заработной платы W^c; поэтому мы использовали символ $y^s(W^c)$ для обозначения этого графика. Изменения договорной заработной платы приведут к смещению графика совокупного предложения. Точнее, при более высокой договорной заработной плате график совокупного предложения окажется выше и левее графика, представленного на рис. 26-1*В*. При более низкой договорной заработной плате график совокупного предложения окажется ниже и правее этого графика.

Макроэкономическое равновесие и основные цели ФРС Чтобы построить договорную модель равновесия на товарном рынке, мы должны состыковать график совокупного спроса с графиком совокупного предложения, представленным на рис. 26-1. Это сделано на рис. 26-2, который показывает равновесие товарного рынка, предполагаемое договорной моделью. График совокупного спроса обозначен как $y^d(M_0)$, чтобы показать, что положение этого графика зависит, в числе прочего, от денежной массы, например M_0. Наш интерес ограничивается денежно-кредитной политикой, поэтому мы примем все остальные факторы, которые могут влиять на положение графика совокупного спроса, неизменными.

На рис. 26-2 также представлен график долгосрочного совокупного предложения (y_{LR}^s), который имеет вид вертикальной прямой при естественном уровне производства y_0. Рисунок 26-2 описывает ситуацию, в которой долгосрочное равновесие совпадает с краткосрочным равновесием, а графики совокупного спроса, совокупного

предложения и долгосрочного совокупного предложения пересекаются при одном равновесном уровне цен (P_0).

Наконец, на рис. 26-2 также отмечен уровень производства y^*. Мы предполагаем, что этот уровень производства, обозначенный вертикальной пунктирной линией, есть основная цель ФРС для уровня производства. Другими словами, мы предполагаем, что одной из основных целей ФРС является достижение уровня производства, превышающего естественный уровень (y_0).

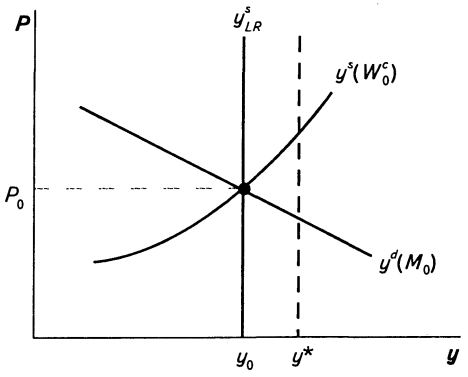


Рис. 26-2
Равновесие на товарном рынке в договорной модели. Долгосрочное равновесие на товарном рынке достигается в точке, в которой графики совокупного предложения и долгосрочного совокупного предложения пересекаются при естественном уровне производства, обозначенном y_0. В этой точке равновесия уровень цен равен P_0.

Уровень производства y^* есть уровень производства при полном использовании производственных мощностей. Это реальный объем производства, который в настоящее время не достигается из-за каких-то факторов, например подоходного налога и издержек регулирования (costs of regulation), которые опускают естественный уровень производства ниже уровня при полном использовании производственных мощностей.

Почему у ФРС должна быть такая цель? После всего сказанного возникает вопрос: не естественный ли уровень производства является максимальным в долгосрочном периоде? Ответ на этот вопрос положительный, но это не означает, что ФРС не должна пытаться поднять уровень производства выше естественного. Причиной является то, что естественный уровень производства не обязательно предполагает полное использование производственных мощностей в экономике. **Уровень производства при полном использовании производственных мощностей** (*full-capacity output level*) — это количество товаров и услуг, которое может быть произведено в экономике, если все ее ресурсы максимально используются.

Существует множество причин того, что естественный уровень производства обычно ниже уровня при полном использовании производственных мощностей. Одна из самых важных — налоги. Например, налоги на доходы в форме реальной заработной платы работников обычно заставляют их работать меньше, чем они склонны, имея в виду, что они производят меньше продукции, чем при отсутствии подоходного налога. Другая причина того, что естественный уровень производства обычно ниже уровня при полном использовании производственных мощностей, — это государственное регулирование. Например, государство обычно регулирует производство некоторых товаров и услуг, выпускаемых фирмами, с целью защиты окружающей среды от загрязнения побочными продуктами (такими, как оксид углерода и др.). Однако может оказаться, что загрязняющие окружающую среду производства выпускают самые дешевые товары и услуги. Поэтому такое государственное регулирование часто увеличивает издержки производства товаров и услуг, снижая тем самым объем производства по сравнению с его уровнем при отсутствии регулирования.

Экономисты ФРС придерживаются заведенного порядка при установлении уровня производства при полном использовании производственных мощностей. Мы при-

мем для последующего анализа следующую причину: ФРС намерена, если возможно, использовать денежно-кредитную политику для достижения данного уровня производства (y^*), превышающего естественный уровень (y_0).

Однако мы также предположим, что у ФРС есть еще одна основная цель: она стремится сохранить низкий уровень инфляции. Это означает, что, хотя ФРС и склонна увеличить совокупный спрос, чтобы он превышал реальный объем производства, она не хочет при этом перестараться, так как увеличение спроса поднимет цены выше P_0 (рис. 26-2), вызвав тем самым инфляцию.

ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ИГРА И ТЕОРИЯ ИНФЛЯЦИИ

Теперь у нас есть все необходимые элементы для описания того, что экономисты называют денежно-кредитной игрой (monetary policy game). При упоминании игры в воображении обычно возникают настольные игры типа монополии или карточные игры, например покер. Люди играют в эти игры, используя **стратегии** (*strategies*), которые являются подходами, призванными обеспечить победу в игре. Каждая из этих стратегий имеет свою особую структуру. Более того, стратегии, используемые людьми в таких играх, обычно в некотором роде принимают во внимание поведение их противников.

Точно так же макроэкономическая ситуация, представленная на рис. 26-3, побуждает работников и фирмы, с одной стороны, и ФРС — с другой, формировать стратегии для принятия экономических решений. Работники и фирмы должны формировать ценовые ожидания таким образом, чтобы правильно выбрать договорную заработную плату и при этом учитывать ожидаемые стратегии денежно-кредитной политики ФРС. ФРС в свою очередь должна принимать решения денежно-кредитной политики, учитывая способ, с помощью которого работники и фирмы формируют свои ожидания с целью установления договорной заработной платы. Действительно, тогда частные экономические агенты (работники и фирмы) и ФРС являются «противниками» в денежно-кредитной игре, в которой их экономическое поведение, вытекающее из их собственных стратегий, взаимодействует в процессе установления макроэкономического равновесия.

Потенциальные и возможные последствия денежно-кредитной игры Рисунок 26-3 отражает четыре возможных результата денежно-кредитной игры, которые мы можем рассмотреть, отмеченные точками A, B, C и D соответственно. Ниже мы раскроем значение всех этих точек. Мы также покажем, что только две из них — возможные точки равновесия экономики, которые согласуются как со стратегиями частных экономических агентов, так и со стратегиями ФРС. Давайте рассмотрим каждую из точек в отдельности.

Точка A есть исходная точка равновесия экономики, которая соответствует точке равновесия на рис. 26-2, где W_0^c обозначает изначальную договорную заработную плату, установленную работниками и фирмами. Согласно рисунку, равновесие экономики достигается на графике долгосрочного совокупного предложения при естественном уровне производства (y_0). Поэтому фактический уровень цен P_0 равен уровню цен, первоначально ожидаемому работниками и фирмами и обозначаемому P_0^e.

Так как ФРС предполагает увеличить производство товаров и услуг выше естественного уровня (y_0) до уровня полного использования производственных мощностей (y^*), то она может повысить совокупный спрос путем увеличения денежной массы с M_0 до M_1. Такая мера дискреционной политики ФРС сместит график совокупного спроса из положения $y^d(M_0)$ в $y^d(M_1)$.

Если ФРС необходимо увеличить совокупный спрос, то она обычно не сдвигает график совокупного спроса по графику совокупного предложения $y^s(W_0^c)$ до уровня

производства при полном использовании производственных мощностей (y^*). При этом ФРС не будет значительно увеличивать темпы инфляции. Следовательно, мы будем ожидать от ФРС меньшего увеличения совокупного спроса, чем показано на рис. 26-3. Насколько меньшим будет спрос, зависит от сравнительной оценки ФРС издержек, связанных с инфляцией, и выгод от роста производства до уровня полного использования производственных мощностей.

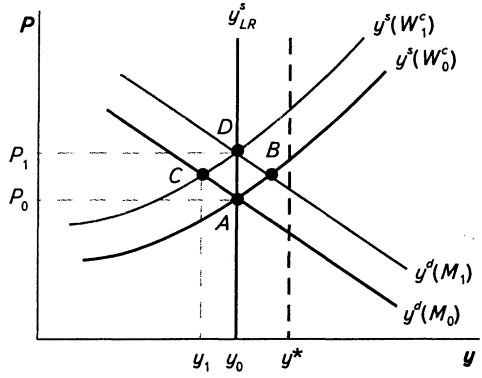


Рис. 26-3

Возможные результаты денежно-кредитной игры. Точка *A* есть изначальная точка равновесия, в которой экономика находится при естественном уровне производства (y_0). Дискреционная политика ФРС, направленная на поднятие уровня производства до уровня полного использования производственных мощностей (y^*), смещает график совокупного спроса из положения $y^d(M_0)$ в $y^d(M_1)$. Одним из возможных результатов будет смещение графика совокупного спроса вдоль графика совокупного предложения к новому краткосрочному равновесию в точке *B* при более высоком уровне производства и сравнительно низких темпах инфляции. Однако если работники и фирмы узнают о намерении ФРС сместить график совокупного спроса, точка *B* будет для них неприемлемой, и они увеличат свои ценовые ожидания. Это, в свою очередь, сместит график совокупного предложения влево до точки *D*. Точка *B* не будет возможным состоянием равновесия в экономике.

Точка *C* при уровне производства (y_1) может появиться, если ФРС не попытается превысить естественный уровень производства, но работники и фирмы, тем не менее, будут ожидать, что ФРС увеличит денежную массу. Однако точка *C* не устроит ФРС в качестве точки макроэкономического равновесия, поэтому это тоже не будет возможным результатом. Если ФРС не увеличит денежную массу и если работники и фирмы не считают возможным ее увеличение, то равновесие экономики сохранится в точке *A*. Точка *A* есть возможная, но маловероятная точка равновесия из-за проблемы временной несогласованности.

Если ФРС нужно увеличить совокупный спрос с $y^d(M_0)$ до $y^d(M_1)$, то существует два возможных результата. Один заключается в смещении графика совокупного спроса вдоль графика совокупного предложения, $y^s(W_0^c)$, к новому краткосрочному равновесию в точке *B*. Если точка *B* станет точкой равновесия экономики, то ФРС достигнет своих целей: уровень производства повысится при низких темпах инфляции.

Однако если работники и фирмы понимают цели ФРС, то их не устроит макроэкономическое равновесие в точке *B*. В этой точке уровень цен выше, чем ожидаемый работниками и фирмами при установлении договорной заработной платы W_0^c. Поэтому реальная заработная плата, полученная работниками, будет меньше реальной заработной платы при естественном уровне производства, к которой они стремятся, а уровень производства превысит естественный уровень, который работники и фирмы хотели бы обеспечить. Следовательно, точка *B* есть потенциальная точка краткосрочного равновесия, но она не согласуется с договорной стратегией работников и фирм.

На самом деле, пока работники и фирмы понимают основные цели ФРС, они узнают о намерениях ФРС сместить график совокупного спроса, как представлено на рис. 26-3. Действительно, если они ожидают, что ФРС увеличит денежную массу с M_0 до M_1, то они повысят свои ценовые ожидания, так как знают, что рост совокупного спроса увеличит равновесный уровень цен. Но если работники и фирмы ожидают более высокого уровня цен, то они будут ожидать увеличения спроса на труд, вызывая тем самым повышение ставки заработной платы W^* при естественном уровне производства. Это означает, что если работники и фирмы считают, что ФРС повысит совокупный спрос, то они увеличат договорную заработную плату с первоначального уровня W_0^c до более высокого уровня W_1^c. Это, в свою очередь, вызовет смещение графика совокупного предложения влево из положения $y^s(W_0^c)$ в $y^s(W_1^c)$, что приведет к достижению макроэкономического равновесия в точке D (рис. 26-3).

Равновесие в точке D согласуется со стратегией работников и фирм, так как эта точка соответствует их оптимальному выбору размера заработной платы с учетом ожидаемого поведения ФРС. К тому же точка D согласуется со стратегией ФРС, которая заключается в увеличении совокупного спроса в попытке увеличить объем производства при сохранении низких темпов инфляции (несмотря на то, что по прошествии времени ФРС терпит неудачу в своей попытке). Поэтому точка D есть возможная точка равновесия экономики в денежно-кредитной игре между ФРС и работниками и фирмами.

Однако в денежно-кредитной игре существуют еще две точки макроэкономического равновесия. Одной из них является точка C. Данная точка равновесия может появиться, если ФРС действительно решит, что она не намерена поднять уровень производства выше естественного уровня. Мы знаем, что ФРС хотела бы добиться этого, тогда почему она не будет стремиться к такому результату? Ответ состоит в том, что ФРС, вероятно, управляется компетентными политиками; если они понимают, как работает экономика, то для них ясно, что при попытке поднять уровень производства за счет увеличения денежной массы единственным возможным равновесием экономики в денежно-кредитной игре будет точка D (рис. 26-3). В силу данного обстоятельства ФРС разумно решит, что лучшее, что она может сделать, — это сохранить неизменным совокупный спрос на уровне $y^d(M_0)$. Отметим, что это фактически представляет собой правило политики ФРС, так как влечет за собой обязательство сохранения ФРС конкретной денежной массы M_0.

Тем не менее возможно появление равновесной точки C, если ФРС не увеличит денежную массу, но работники и фирмы, которые ожидают обратных намерений ФРС, считают, что ФРС увеличит денежную массу. Как отмечалось выше, если работники и фирмы ожидают, что ФРС увеличит денежную массу и поднимет уровень цен, то они увеличат договорную заработную плату, вызвав смещение графика совокупного предложения вверх и влево из положения $y^s(W_0^c)$ в $y^s(W_1^c)$ (рис. 26-3). В таком случае появится равновесная точка C при уровне производства y_1.

Хотя точка C является точкой потенциального макроэкономического равновесия, она не является возможным равновесием в денежно-кредитной игре. Причина состоит в том, что данная точка равновесия не согласуется со стратегией ФРС. Худшее для ФРС — это одновременная инфляция и падение объема производства ниже естественного уровня. Все-таки основные цели ФРС — это увеличение объема производства, если возможно, при низких темпах инфляции. Поэтому ФРС не примет точку C в качестве точки макроэкономического равновесия.

В денежно-кредитной игре существует еще одна возможная точка равновесия кроме D. Это точка A — исходная точка равновесия. Если ФРС не увеличит денежную

массу и если работники и фирмы не считают возможным ее увеличение, то равновесие экономики сохранится в точке A. Следовательно, точка A (вместе с точкой D) является возможной точкой макроэкономического равновесия в денежно-кредитной игре.

Проблема временной несогласованности и инфляционная тенденция денежно-кредитной политики Рисунок 26-4 является версией рис. 26-3, но отличается тем, что на нем показаны только возможные точки равновесия экономики в денежно-кредитной игре, рассмотренные нами. Как уже отмечалось, одной из этих точек является точка D. В точке D ФРС увеличивает совокупный спрос, осуществляя дискреционную политику, с целью роста объема производства при наименьшем возможном повышении темпов инфляции. В то же время частные экономические агенты узнают о намерении ФРС поступить так и увеличивают ценовые ожидания и, следовательно, договорную заработную плату. Следовательно, точка D есть точка равновесия экономики при дискреционной денежно-кредитной политике. Другая равновесная точка — точка A. В этой точке ФРС не увеличивает денежную массу для повышения совокупного спроса, следуя тем самым монетаристскому правилу. Работники и фирмы считают, что ФРС будет следовать этому правилу и не изменять денежную массу и совокупный спрос. Поэтому точка A есть точка равновесия экономики, которое соответствует правилу денежно-кредитной политики.

Какая из точек действительно возникнет в реальной жизни, предполагая, что описанная нами денежно-кредитная игра — реальность: дискреционное равновесие или равновесие при соблюдении монетаристского правила? Многие экономисты убежде-

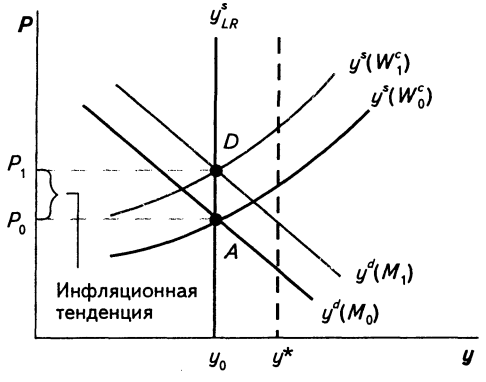


Рис. 26-4

Инфляционная тенденция дискреционной денежно-кредитной политики. Точки A и D, соответствующие аналогичным точкам на рис. 26-3, являются возможными конечными точками равновесия экономики в денежно-кредитной игре между работниками и фирмами и ФРС, потому что согласуются со стратегиями обеих сторон в игре. Точка A предпочтительнее точки D, так как в обеих точках достигается естественный уровень производства, но в точке D достигается более высокий уровень цен. Однако точка A может быть недостижима из-за проблемы временной несогласованности денежно-кредитной политики, которая состоит в том, что работники и фирмы знают, что ФРС может не выполнить обещание сохранить равновесие экономики в точке A. Зная это, они намереваются поднять договорную заработную плату, сместив график совокупного предложения влево, как показано на рисунке. Чтобы избежать падения уровня производства, ФРС будет вынуждена увеличить денежную массу и совокупный спрос. Таким образом, точка D — точка дискреционного равновесия экономики — появляется, если обещания ФРС придерживаться правила политики и сохранять равновесие экономики в точке A не находят доверия среди работников и фирм. Результатом служит инфляционная тенденция денежно-кредитной политики, $P_1 - P_0$.

ны, что фактической точкой равновесия в денежно-кредитной игре будет точка D, а не точка A. Таким образом, утверждают они, дискреционное равновесие будет обычным результатом денежно-кредитной игры.

Причиной таких выводов экономистов является существование в денежно-кредитной политике **проблемы временной несогласованности** (*time inconsistency problem*). Это причудливый термин для простой идеи, которую мы разобрали при рассмотрении возможных точек равновесия B и C при анализе рис. 26-4. Как мы объяснили, если ФРС пытается следовать монетаристскому правилу путем поддержания неизменной денежной массы в надежде сохранить равновесие экономики в точке A и предотвратить инфляцию, то не существует гарантии того, что работники и фирмы поверят ФРС. Обратимся еще раз к рис. 26-3. Если работники и фирмы считают, что ФРС будет следовать монетаристскому правилу и сохранять совокупный спрос неизменным, то ФРС может с успехом добиться установления равновесия экономики в точке B (рис. 26-3), что, как отмечалось ранее, не отвечает интересам работников и фирм.

Поэтому если работники и фирмы не считают, что ФРС действительно будет следовать монетаристскому правилу, то они поднимут договорную заработную плату в ожидании, что ФРС увеличит денежную массу. Так как частные экономические агенты и ФРС знают, что точка A предпочтительнее точки D, работники и фирмы понимают, что, как только они установят договорную заработную плату, у ФРС может появиться намерение увеличить денежную массу. Так как работники и фирмы не обязательно должны верить, что правило денежно-кредитной политики будет соблюдаться, возникает несогласованность во времени. Монетаристское правило, удерживающее равновесие экономики в точке A, согласуется с интересами и стратегиями частных экономических агентов и ФРС, но оно становится не согласующимся с такими стратегиями, если ФРС изменит денежную массу после установления договорной заработной платы. Если ФРС может так поступить, значит, денежно-кредитная политика подвержена проблеме временной несогласованности.

Как отмечалось при анализе рис. 26-3, неспособность ФРС увеличить спрос приведет к тому, что экономика достигнет равновесия в точке C, что совершенно неприемлемо для ФРС. Следовательно, если ФРС действительно намерена следовать монетаристскому правилу, но знает, что работники и фирмы не верят в соблюдение ею правила, то это для нее самый плохой вариант. Ее лучшим выбором при наличии проблемы временной несогласованности, которая толкает работников и фирмы на увеличение договорной заработной платы, будет подтверждение их ожиданий; таким образом, лучшее, что может сделать ФРС в такой ситуации, — это вызвать инфляцию, которую ожидают работники и фирмы!

Действительно, проблема временной несогласованности может направить ФРС на осуществление денежно-кредитной политики, основанной на свободе действий, а не соблюдении правил. Если это произойдет, то точка D — дискреционная точка равновесия — будет результатом денежно-кредитной игры, а равновесие экономики передвинется из исходной точки A в новую точку D. В итоге уровень цен поднимется с P_0 до P_1, даже если будет поддерживаться естественный уровень производства. Экономисты называют разницу между новым и первоначальным уровнем цен ($P_1 - P_0$) (рис. 26-4) **инфляционной тенденцией** (*inflation bias*), которая возникает при осуществлении дискреционной денежно-кредитной политики и вызвана проблемой временной несогласованности. Более того, экономисты приходят к выводу, что так как уровень производства в точке D не изменился, а темпы инфляции выросли, то общество в результате проиграло. Общество выиграет при соблюдении монетаристского правила, но проблема временной несогласованности приводит к свободе действий и более высокому уровню инфляции.

Это уже проблема теории инфляции. Согласно этой теории, проблема временной несогласованности денежно-кредитной политики связана с заключением договоров о заработной плате. Как только работники и фирмы устанавливают договорную заработную плату, у ФРС возникает намерение увеличить денежную массу, чтобы объем производства превысил естественный уровень. Чтобы предотвратить это, работники и фирмы в свою очередь намереваются увеличить договорную заработную плату, что приводит к прежнему уровню производства, но увеличивает темпы инфляции. В результате денежно-кредитная политика становится дискреционной, а не основанной на правилах, и появляется характерная инфляционная тенденция.

Можно ли избежать свободы действий?

Как видите, представленная выше теория объясняет две особенности, которые характеризуют проведение денежно-кредитной политики. Во-первых, эта теория объясняет причину возникновения дискреционной денежно-кредитной политики. Действительно, гласит теория, проблема временной несогласованности заставляет ФРС уважать ожидания работников и фирм и у нее появляется соблазн вызвать неожиданную инфляцию для увеличения объема производства.

Во-вторых, теория предлагает возможное объяснение продолжающейся инфляции, несмотря на заявления ФРС о ее неприятии. В течение последних десятилетий мы много раз сталкивались со значительными темпами инфляции, как показано на рис. 26-5. Более того, инфляция наблюдалась, несмотря на постоянные уверения ФРС в том, что ее целью является сокращение темпов или прекращение инфляции.

Если теория временной несогласованности, свободы действий и инфляционной тенденции верна, то неужели ФРС не может строго следовать правилам? Неужели проведение дискреционной политики и продолжающаяся инфляция неизбежны?

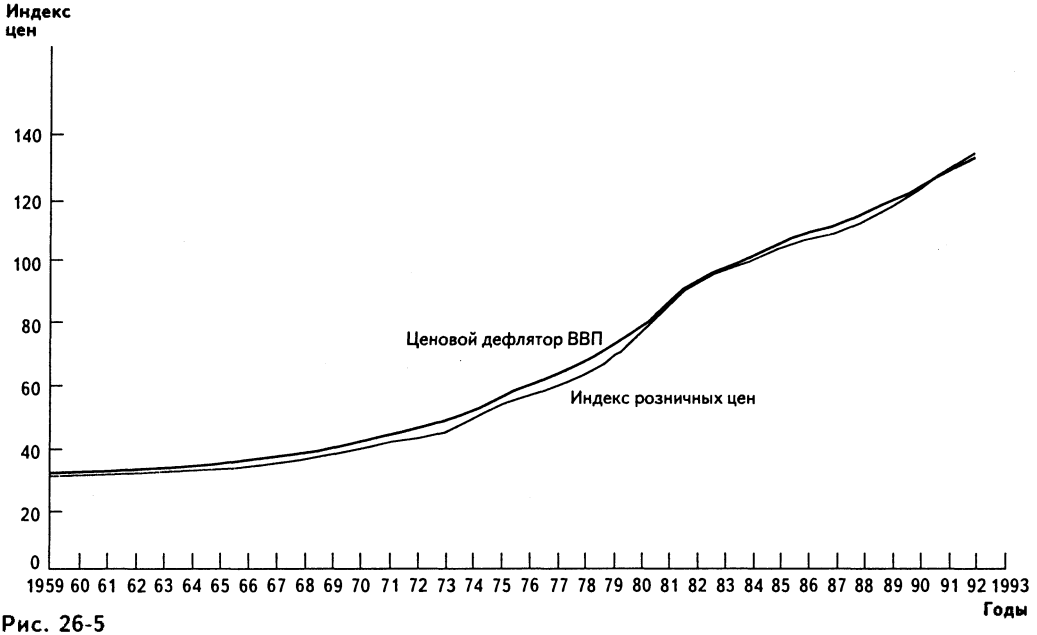


Рис. 26-5

Два показателя уровня цен: ценовой дефлятор ВВП (1983=100) и индекс розничных цен (1982—1984=100). (*Источник*: 1991 Economic Report of the President.)

У экономистов нет исчерпывающего ответа на эти вопросы. Однако у них, действительно, есть варианты ответа. Мы посвящаем оставшуюся часть этой главы рассмотрению этих проблем.

КАК СДЕЛАТЬ ПРАВИЛА ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ ЗАСЛУЖИВАЮЩИМИ ДОВЕРИЯ

Существует две причины, по которым проблема временной несогласованности ведет к свободе действий и инфляции. Во-первых, тот факт, что реальный объем производства при полном использовании производственных мощностей обычно превышает естественный уровень, позволяет ФРС попытаться повысить совокупный спрос путем неожиданного увеличения денежной массы. Во-вторых, обещанию ФРС не предпринимать никаких попыток увеличить денежную массу после подписания коллективных договоров работники и фирмы не обязательно поверят. **Доверие к денежно-кредитной политике** (*credibility of monetary policy*) ФРС находится под сомнением. Таким образом, заявлениям ФРС о том, что она не будет способствовать инфляции, могут не доверять.

Если ФРС сталкивается с проблемой доверия, то она может регулярно объявлять о намерениях следовать правилу, но работники и фирмы не поверят в серьезность этих намерений. Данная проблема может только усугубиться, если ФРС допустит развитие инфляционной тенденции. Все, включая ФРС, понимают, что правило лучше, но пока ФРС не сформирует правило, которому поверит общество, и не будет следовать этому правилу, свобода действий и инфляция неминуемы.

Индексация заработной платы, свобода действий и инфляция Видимо, никто не любит устойчивую и изменчивую инфляцию. Когда в прошлом инфляция выросла, она стала основной политической проблемой; кандидаты в президенты от республиканской и демократической партий выступали против высоких цен как «врага общества номер один».

Считая, что ФРС могут не доверять, есть ли какие-то средства, позволяющие предотвратить развитие инфляционной тенденции? На самом деле есть. Вспомним из главы 22, что если работники и фирмы полностью индексируют номинальную заработную плату в соответствии с непредвиденной инфляцией, то график совокупного предложения в экономике становится вертикальной прямой. Причина заключается в том, что, когда заработная плата полностью индексирована в соответствии с инфляцией, рост уровня цен автоматически приводит к росту номинальной заработной платы в равной пропорции. В результате реальная заработная плата остается неизменной, а в отсутствие изменения совокупного предложения реальный объем производства остается постоянным на естественном уровне.

Рассмотрим ситуацию полной индексации заработной платы, показанную на рис. 26-6. Так как заработная плата полностью индексирована в соответствии с непредвиденной инфляцией, график совокупного предложения вертикален при естественном уровне производства y_0. Тем не менее из-за подоходного налогообложения, регулирования и других факторов реальный объем производства при полном использовании производственных мощностей (y^*) выше естественного уровня.

Теперь рассмотрим равновесие в точке A (рис. 26-6), в которой график совокупного спроса в экономике, $y^d(M_0)$, пересекает график совокупного предложения при равновесном уровне цен P_0. ФРС захочет, по возможности, установить равновесие экономики на уровне производства при полном использовании производственных мощностей, сохранив при этом наименьший возможный уровень инфляции. Намеревается ли ФРС увеличить денежную массу для повышения совокупного спроса?

Ответ отрицательный. Причина заключается в том, что если график совокупного предложения вертикален, то ФРС знает, что не может (даже в краткосрочный период) увеличить равновесный реальный объем производства путем повышения совокупного спроса. Если бы ФРС должна была увеличить совокупный спрос, как показано на пунктирном графике $y^d(M_1)$, то единственным результатом был бы неприемлемый для ФРС более высокий уровень цен (рис. 26-6). Следовательно, ФРС не вызовет инфляционную тенденцию при полной индексации заработной платы. При прочих постоянных факторах равновесие экономики будет по-прежнему соответствовать точке A (рис. 26-6).

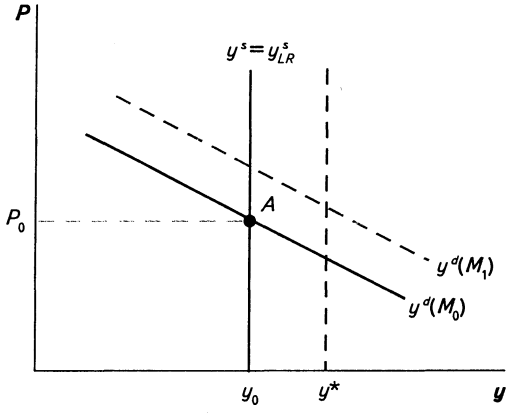


Рис. 26-6
Дискреционная политика при полной индексации заработной платы. Если работники и фирмы полностью индексируют номинальную заработную плату в соответствии с неожиданными изменениями уровня цен, то график совокупного предложения будет вертикальной прямой, как отмечалось в главе 22. Это означает, что, даже если ФРС действует дискреционными методами, у нее нет намерения увеличить денежную массу. Причина заключается в том, что, поступив так, ФРС не сможет вызвать рост реального объема производства выше его естественного уровня y_0 до уровня при полном использовании производственных мощностей (y^*). Следовательно, равновесное состояние экономики будет по-прежнему соответствовать точке A и не возникнет инфляционной тенденции.

На самом деле общий размер индексации заработной платы в США довольно низкий; меньше, чем во многих странах. Если полная индексация может решить проблему инфляционной тенденции, то почему заработная плата в экономике США полностью не индексируется? Существуют три возможных ответа.

Во-первых, индексация заработной платы — занятие не бесплатное. Работники должны договориться с фирмами об условиях индексации, им придется от чего-то отказаться, например от медицинского страхования или от дополнительных доходов нерегулярного характера, в обмен на полную индексацию заработной платы. Если прямые или альтернативные издержки от полной индексации заработной платы достаточно велики, то многие договоры не будут индексированы.

Во-вторых, как отмечалось в главе 22, полная индексация хороша, только если единственным источником изменчивости товарного рынка в экономике являются смещения графика совокупного спроса. Однако если совокупное предложение непостоянно, то реальный объем производства, а следовательно, и уровень занятости тоже могут быть нестабильными. Обычно ни работники, ни фирмы этого не хотят, поэтому по этой причине полная индексация заработной платы может не проводиться.

Наконец, наклон графика совокупного предложения определяется общим размером индексации заработной платы в экономике. Следовательно, на наклон графика совокупного предложения влияют совместные решения работников и фирм в экономике. Если работники и фирмы хотят, чтобы график совокупного предложения стал вертикальной прямой, и будут препятствовать намерению ФРС вызвать инфляционную тенденцию, то им придется делать это сообща. Однако обычно это трудно осуществимо, только если работники не организованы в несколько крупных профсоюзов. Таким образом, несмотря на то, что вместе работники и фирмы могут определить наклон графика совокупного предложения, они вряд ли будут это делать. Кроме того, если

несколько работников и фирм согласны полностью индексировать заработную плату (а все остальные — нет), то они в одиночку будут нести издержки и испытывать неблагоприятные воздействия изменчивости предложения, поскольку их индивидуальные действия не окажут никакого влияния на общий размер индексации заработной платы в экономике.

Денежно-кредитная конституция или денежно-кредитная политика на компьютере? Как еще граждане могут удержать ФРС от соблазна вызвать инфляцию? Один способ заключается в «прямом подходе»: общество может путем коллективных действий в рамках демократического процесса запретить ФРС увеличивать денежную массу «слишком быстро». Например, достичь конституционного соглашения, когда Конгресс и/или избиратели могут внести дополнение в Конституцию США, запрещающее ФРС увеличивать денежную массу больше чем, скажем, на 3% в год.

В действительности некоторые экономисты, например Милтон Фридмен, предложили такие конституционные ограничения. Некоторые даже пошли дальше, предложив упразднить ФРС и заменить ее компьютером. Компьютер будет запрограммирован на осуществление операций на открытом рынке так, чтобы обеспечить приверженность политике ограниченного роста денежной массы и нулевой инфляции.

Целью таких предложений, конечно, является принуждение политиков следовать правилам, а не свободе действий. Сторонники этой точки зрения утверждают, что единственным способом сделать монетаристские правила надежными является законодательное запрещение инфляционной денежно-кредитной политики и введение особых наказаний (например, увольнение членов Совета управляющих ФРС).

Важность хорошей репутации В настоящее время ни в одной стране нет конституционных запрещений избыточного роста денежной массы и инфляции. Однако большинство центральных банков, включая ФРС, хотят поддерживать низкий уровень инфляции. ФРС и другие центральные банки знают, что для достижения этой цели они должны каким-то образом завоевать доверие работников и фирм. Проблема заключается в наличии проблемы временной несогласованности.

Одним из возможных путей решения проблемы доверия к центральному банку, например ФРС, будет завоевание хорошей репутации. Чтобы ослабить или даже снять проблему доверия ФРС может просто провозгласить правило и следовать ему даже при возникновении соблазна вызвать инфляцию. Если работники и фирмы не верят ФРС, то они увеличивают номинальную заработную плату, что ведет к низкому уровню занятости и производства. Как отмечалось при анализе рис. 26-3, мы обычно отбрасываем такую вероятность (которая соответствует точке C на том рисунке). Тем не менее ФРС может посчитать возможным, чтобы общество понесло такие издержки в краткосрочный период, если ФРС таким образом достигнет доверия в долгосрочный период при неукоснительном соблюдении какого-либо правила. Многие считают, что ФРС как раз так и поступила в 1979 г., когда сменила тактические цели и провозгласила новую стратегию, тщательно придерживаясь монетаристских целей (см. главу 25). Результатом послужил спад в 1980—1981 гг., но темпы инфляции значительно снизились в последующий период. Таким образом, ФРС получила долгосрочное вознаграждение за следование антиинфляционному подходу.

Конечно, хорошая репутация — это еще не решение проблемы доверия к денежно-кредитной политике. С одной стороны, может возникнуть ситуация, в которой ФРС посчитает экономику настолько в плохом состоянии, что пожертвует своей репутацией для создания непредвиденной инфляции. Разумеется, если она так поступит, то работники и фирмы не будут верить ее обещаниям в будущем, а инфляционная тенденция в последующие годы обязательно усилится.

Кроме того, рост инфляции может произойти и без каких-либо действий со стороны ФРС. Например, спрос на деньги может упасть, что сместит графики *LM* и совокупного спроса вправо (см. главу 21), даже если ФРС ничего не предпринимает. Работники и фирмы могут приписать возникшую инфляцию усилиям ФРС, незаслуженно снизив ее репутацию и доверие к ней.

НЕЗАВИСИМОСТЬ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ И ИНФЛЯЦИЯ

Как отмечалось в главе 15, ФРС представляет собой квазигосударственный орган. С одной стороны, частные депозитные учреждения являются членами ФРС и избирают некоторых чиновников федеральных резервных банков соответствующих округов. Более того, бюджет ФРС не подвержен прямому контролю со стороны Конгресса. С другой стороны, президент США назначает (с последующим утверждением в сенате) членов Совета управляющих ФРС. К тому же Конгресс издал ряд законов, в которых ФРС предоставляются полномочия центрального банка.

Общая характеристика ФРС экономистами сводится к тому, что это независимый государственный орган. Таким образом, ФРС — это государственный орган, но структура ФРС, закрепленная в Законе о Федеральной резервной системе 1913 г. и в Законе о банках 1935 г. (см. главу 15), обособляет ФРС от остальных государственных органов. Следовательно, у нее есть реальная возможность использовать собственную власть независимо от других государственных органов.

Роль независимости центрального банка Теория свободы действий и инфляции, рассмотренная нами в этой главе, помогает объяснить необходимость известной самостоятельности центрального банка. Как уже отмечалось, эта теория показывает, что инфляционная тенденция связана с денежно-кредитной политикой, возникает из-за проблемы временной несогласованности и является результатом склонности ФРС к увеличению реального объема производства выше естественного уровня. Возможно, независимость центрального банка уменьшает значение обоих этих факторов, ослабляя тем самым инфляционную тенденцию денежно-кредитной политики.

Как отмечалось ранее, одним из способов снятия в известной мере проблемы временной несогласованности служит завоевание ФРС доверия, репутации органа, строго выполняющего свои обязательства. Однако необходимым фактором установления солидной репутации ФРС является вера общества в то, что она может независимо от правительства давать обещания и сдерживать их. Если бы официальные лица ФРС подчинялись правительству, то работники и фирмы почти наверняка усомнились бы в способности ФРС сохранить репутацию «борца с инфляцией». Следовательно, ФРС будет очень сложно завоевать доверие, если она является простым агентом правительства.

Более того, если бы ФРС была полностью свободна от политического давления, оказываемого правительством, то мало вероятно возникновение у нее намерения увеличивать реальный объем производства выше естественного уровня. Это, в свою очередь, автоматически уменьшило бы потенциальную инфляционную тенденцию денежно-кредитной политики независимо от репутации ФРС.

Консерватор центрального банка Существует еще один веский довод в пользу независимости ФРС: существование проблемы временной несогласованности подразумевает, что обществу может принести пользу наличие **консерватора центрального банка** (*conservative central banker*). Это управляющий центральным банком, который относится к инфляции более негативно, чем средний член общества, и который, таким образом, меньше склонен к дискреционному росту денежной массы и попыткам вызвать непредвиденную инфляцию.

Чтобы понять, почему общество может выгадать от наличия консерватора центрального банка, еще раз обратимся к рис. 26-4. Как уже отмечалось, инфляционная тенденция денежно-кредитной политики возникает из-за попыток центрального банка увеличить денежную массу и совокупный спрос для роста реального объема производства. Тем не менее работники и фирмы узнают о таком намерении ФРС и увеличивают номинальную заработную плату; в результате равновесный реальный объем производства остается на естественном уровне, а уровень цен повышается.

Однако объем, на который центральный банк пытается увеличить совокупный спрос, сдерживается стремлением его управляющего избежать инфляции. Чем сильнее это стремление, тем в меньшей степени центральный банк, например ФРС, будет пытаться увеличить совокупный спрос. Как уже отмечалось, рациональные договоры работников и фирм сдерживают рост производства выше его естественного уровня, даже если ФРС увеличивает совокупный спрос (рис. 26-4). Поэтому работники и фирмы — а значит, и общество в целом — выгадают, если будут уверены, что правление центрального банка страны не приемлет инфляцию. Это уменьшит рост совокупного спроса и инфляционную тенденцию денежно-кредитной политики.

Однако, по определению, у консерватора центрального банка есть свои пристрастия, как и у любого члена общества. Поэтому назначение консерватора центрального банка связано с политической напряженностью. Например, общепринятыми среди официальных лиц государства, таких, как министр финансов или даже иногда президент страны, являются жалобы на политику ФРС, которая поддерживает слишком высокие процентные ставки или обеспечивает слишком малый прирост денежной массы. Если консерваторы назначены в Совет управляющих ФРС, но уступают политическому давлению, то общество ничего не получит от их консерватизма. Поэтому общество выиграет, оградив их от такого давления.

Как этого можно добиться в нашем высокополитизированном обществе? Экономическая теория показывает, что решающим способом обеспечения независимости управляющих центральным банком является назначение их на длительный срок и ротация постов. Другие действия, ограждающие управляющих центральным банком от политического давления, заключаются в формальной независимости центрального банка от указаний государственных органов власти, законодательное запрещение прямых государственных займов у центрального банка и защита управляющих от смещения с должности.

В действительности Закон о Федеральной резервной системе 1913 г. и Закон о банках 1935 г. содержат положения, касающиеся этих проблем. Как отмечалось в главе 15, срок назначения члена Совета управляющих ФРС — 14 лет, гораздо больше обычного срока пребывания политика в должности, составляющего 2—4 года. К тому же сроки пребывания в должности членов Совета управляющих частично перекрываются, так что сразу может быть смещен только один член совета (одновременное увольнение нескольких членов совета не допускается). Бюджет ФРС не контролируется напрямую ни Конгрессом, ни президентом США, поэтому ФРС в достаточной мере ограждена от прямых указаний государственных органов власти. Хотя ФРС по закону может предоставлять ссуды правительству в случаях крайней необходимости, она не обязана делать это в обычных условиях. Более того, для смещения председателя Совета управляющих ФРС с должности в Конгрессе предусмотрена длительная юридическая процедура. Из этого можно сделать вывод, что в США многие факторы свидетельствуют о значительной независимости центрального банка.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Свобода действий, секретность и пустые обещания ФРС

В разделе «Современная дискуссия» в главе 15 мы коснулись проблемы секретности ФРС. Как мы тогда выяснили, ФРС хранит множество секретов, хотя по сравнению с прошлыми периодами сроки их сохранения несколько сократились. Тем не менее ФРС очень скрытная организация.

Хотя члены Конгресса выдвигали некоторые предложения по рассекречиванию деятельности ФРС, большинство из них не нашли поддержки. Действительно, многие из нас не возражают против скрытности ФРС, несмотря на то что мы живем в демократическом обществе. (Организовывал ли кто-нибудь из вас студенческие акции протеста в связи с этим?) Почему получается так, что общество хочет, чтобы поведение ФРС было скрытным?

Скрытность и свобода действий

Существуют две основные причины, по которым скрытность ФРС может если не быть желаемой для общества, то хотя бы приниматься им. С одной стороны, очень сложно выведать секреты от находчивых людей, работающих в центральном банке и не желающих раскрывать секреты. Например, во время судебного дела, когда возникла угроза, что FOMC заставят распространять протокол каждого заседания сразу после его завершения, FOMC нашел ответ на эту угрозу. Он решил, что если судебный процесс будет проигран им, то секретарь FOMC просто не будет протоколировать заседание. Если сказать коротко, то попытки снизить уровень секретности часто оборачиваются появлением новых методов сохранения секретов ФРС.

Во-вторых, общество может время от времени оставаться в выигрыше от секретности ФРС. Вспомните, что ФРС может минимизировать инфляционную тенденцию дискреционной денежно-кредитной политики путем поддержания репутации борца с инфляцией. Если все считают эту репутацию заслуженной, то работники и фирмы не будут существенно корректировать в сторону увеличения договорную номинальную заработную плату из года в год. Они станут по-настоящему доверять заявлениям ФРС о том, что она действительно стремится к низким темпам инфляции. Однако предположим, что в действительности ФРС не на 100% правдива по поводу борьбы с инфляцией. Обычно в таких случаях ФРС держит истину в тайне. С одной стороны, ФРС защищает свою репутацию, если сохраняет низкие темпы инфляции в долгосрочный период. Однако, кроме этого, ФРС знает, что может прийти время, когда произойдут серьезные экономические события; в такой ситуации она может вызвать неожиданную инфляцию для увеличения объема производства, чтобы избежать развития неблагоприятных событий. Действительно, обществу может пойти на пользу такой инфляционный сюрприз. Однако сюрприза не произойдет, если ФРС не хранит в секрете свои истинные цели. Следовательно, общество может позволить ФРС хранить секреты, по крайней мере в той степени, которая не слишком противоречит демократическим идеалам.

Пустые обещания и временная несогласованность

ФРС не только скрытна; иногда она делает заявления или объявляет прогнозы, кажущиеся невероятно благоприятными по сравнению с частными точками зрения на перспективы экономики. Они известны как «пустые обещания», т. е. официальные лица ФРС часто дают ложную информацию или информацию, в которую не верят.

Чтобы понять, почему ФРС так поступает, рассмотрим, что случится, если Алан Гринспен — председатель Совета управляющих ФРС — шокирует Конгресс заявлением об ожидающемся на следующий день обвале рынка ценных бумаг. Что тогда произойдет? Мы считаем, что после этого заявления многие держатели ценных бумаг как можно скорее станут продавать свои ценные бумаги. Все-таки Алан Гринспен не только уважаемый экономист; он ведущий политик ФРС, который в состоянии «сконструировать» обвал рынка ценных бумаг, даже если он не прав, что обвал произойдет сам по себе.

Данный пример наглядно иллюстрирует проблему временной несогласованности объявления информации и прогнозов ФРС.

Так как ФРС может сама напрямую влиять на многие прогнозируемые ею переменные (например, размер процентных ставок, денежную массу, уровень безработицы и т. д.), то любые прогнозы, объявляемые ею, общество может воспринять как показатели целей ФРС для этих переменных. Следовательно, если ФРС действительно считает, что уровень безработицы, скорее всего, значительно увеличится, но не приемлет такого увеличения, то меньше всего она склонна ознакомить всех со своей оценкой безработицы. Это может так всех напугать, что безработица увеличится еще больше, чем ожидает ФРС. Следовательно, существует проблема временной несогласованности между объявлением ФРС информации и прогнозов. ФРС, скорее всего, объявит более благоприятный прогноз уровня безработицы, чем есть на самом деле, т. е. она снова прибегнет к пустым обещаниям.

Наиболее опытные люди понимают, что ФРС (наряду с другими государственными органами, например органами исполнительной власти или Конгрессом) намеренно объявляет чрезмерно радужную информацию и прогнозы. Следовательно, они делают поправку на публичные заявления ФРС и других государственных учреждений. Пустые обещания, как и секретность, — это просто сторона жизни ФРС.

Источники: Lewis Karen K., Why Doesn't Society Minimize Central Bank Secrecy? — Economic Inquiry, 29 (3), July 1991, pp. 403—415; *Stein Jeremy*, Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Announcements. — American Economic Review, 79 (1), March 1989, pp. 32—42.

Ограничения независимости центрального банка Однако это не означает, что ФРС полностью независима от политического давления. Например, по закону, назначаемые в Совет управляющих ФРС лица представляют отдельные регионы государства, которые должны получить значительную политическую поддержку от конгрессменов из «родного» региона. В результате назначаемое лицо может испытывать соблазн проводить политику, благоприятную для данного региона либо из верности «землякам», либо в обмен на их поддержку. Тот факт, что члены Конгресса получают выгоду из такой особенности структуры Совета управляющих, стал очевидным в 1991 г., когда сенатор Терри Сэнфорд (Sanford) от Северной Каролины боролся с ставленником президента Дж. Буша Лоуренсом Линдси (Lindsey) за место в Совете управляющих ФРС. Л. Линдси — экономист из Белого дома — заявил о своем проживании в Вирджинии, где он находился всего несколько лет в связи с работой в Вашингтоне. Однако Т. Сэнфорд подверг сомнению заявление Л. Линдси о его возможности представлять этот штат после проживания в нем такого короткого периода. (В итоге сенат утвердил назначение Л. Линдси.)

Более важным является то, что поскольку ФРС была создана не в соответствии с Конституцией США, то Конгресс и президент страны могут ее ликвидировать при наличии достаточной политической поддержки такого решения, и официальные лица ФРС знают об этом. Это означает, что ФРС должна прислушиваться к репликам Конгресса и президента США, критикующим ее решения. Такие попытки принуждения ФРС обычно называются «битьем ФРС». В работе 1988 г. Томас Хаврилески (Havrilesky) из Дьюкского университета представил свидетельство тому, что «битье ФРС» сигнализирует о желании Конгресса и президента США смягчить или ужесточить денежно-кредитную политику[1]. Интересно, отмечает Т. Хаврилески, «битье ФРС» президентом США и членами его администрации более важно, чем попытки членов Конгресса повлиять на денежно-кредитную политику. Причина состоит в том, что член Конгресса меньше получает или теряет от политики ФРС, имея в виду

[1] *Harvilesky Thomas*, Monetary Policy Signaling from the Administration to the Federal Reserve. — Journal of Money, Credit, and Banking, 20 (1), February 1988, pp. 83—101.

Доказательства независимости центрального банка в различных странах мира

Теория очень занимательна, но насколько важна независимость центрального банка при объяснении поведения инфляции в различных странах? Последние экономические исследования показывают, что она может быть очень важна.

Например, в работе 1990 г. Ричард Бурдекин (Burdekin) и Марк Воар (Wohar) проверили поведение центральных банков восьми государств с 1960 г. до середины 1980-х годов. На основании проверки авторы пришли к выводу, что три страны, центральные банки которых авторы признали практически независимыми (Швейцария, США и Германия), были единственными странами, где центральные банки демонстрировали действительно независимое поведение. Авторы определили, что центральные банки остальных пяти изученных ими государств (Канада, Франция, Италия, Япония и Великобритания), вероятнее всего, финансировали за счет денежной эмиссии большой дефицит государственного бюджета. Центральные банки этих пяти стран также в меньшем объеме проводили антициклическую денежно-кредитную политику в ответ на изменение темпов инфляции.

В более претенциозной работе 1991 г. Витторио Грилли (Grilli), Донато Масциандро (Masciandaro) и Гвидо Табеллини (Tabellini) попытались точно определить, центральные банки каких стран на самом деле самые независимые и какие последствия связаны с разницей в банковской независимости. Авторы разработали два критерия независимости центрального банка. Один из них они назвали политической независимостью. Данный критерий представляет собой показатель степени политической независимости правления центрального банка, связанной с методом назначения членов правления центрального банка, взаимоотношениями между правлением центрального банка и правительством и законодательной ответственностью центрального банка. Другой критерий авторы назвали экономической независимостью. Он представляет собой показатель ограничения возможностей правительства брать кредиты у центрального банка или влиять на его денежно-кредитную политику.

В. Грилли, Д. Масциандро и Г. Табеллини при проверке 18 стран пришли к выводу, что только центральные банки пяти из них — Канады, Нидерландов, Швейцарии, США и Германии — обладают и политической, и экономической независимостью от своих правительств. Авторы сделали вывод, что в четырех странах — Греции, Новой Зеландии, Португалии и Испании — центральные банки полностью, и политически, и экономически, зависят от своих правительств. Центральные банки остальных девяти стран — Австралии, Австрии, Бельгии, Дании, Франции, Ирландии, Италии, Японии и Великобритании — зависят от своих правительств либо политически, либо экономически и не могут быть отнесены к полностью независимым центральным банкам.

В. Грилли, Д. Масциандро и Г. Табеллини также проверили, какое воздействие оказывают различия в независимости центральных банков на инфляцию и рост реального объема производства с 1950 по 1987 г. Они пришли к выводу, что большая экономическая независимость определенно вела к снижению темпов инфляции в стране в периоды высокой всемирной инфляции. Большая политическая независимость также, казалось, приводила к тому же самому, но в основном в периоды высокой инфляции в 1970-е годы. Эти выводы, конечно, подтверждают теории, рассмотренные нами в этой главе.

Дальнейшим подтверждением этих теорий стали выводы авторов, считающих, что степень экономической или политической независимости центральных банков не оказывает существенного влияния на реальный объем производства стран. Этот вывод согласуется с теорией о том, что экономика имеет тенденцию возвращаться к естественному уровню производства независимо от попыток центрального банка увеличить совокупный спрос для роста объема производства. Он также показывает, что страны ничего не потеряют, в смысле роста реального объема производства, сделав свои центральные банки более независимыми.

Источники: Burdekin Richard C. K.; Wohar Mark E., Monetary Institutions, Budget Deficits, and Inflation: Empirical Results for Eight Countries. — European Journal of Political Economy, 6 (4), 1990, pp. 531—551; *Grilli Vittorio, Masciandaro Donato, Tabellini Guido*, Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies of the Industrial Countries. — Working Paper, 1991.

заработанные или потерянные голоса избирателей, тогда как весь экономический план президентской администрации может зависеть от степени сотрудничества с ФРС. На самом деле Т. Хаврилески использовал список сигналов ФРС от администрации президента США и Конгресса, который был составлен на основании сообщений прессы о «битье ФРС» с 1979 по 1984 г., чтобы изучить влияние таких сигналов на денежно-кредитную политику ФРС. Он пришел к выводу, что «битье ФРС» президентом США оказывало существенное воздействие на политику ФРС, а попытки Конгресса управлять ФРС не принесли результатов.

К чему приводит «битье ФРС» президентской администрацией? В своей работе 1991 г. Кристофер Уоллер (Waller) из университета штата Индиана отмечал, что «битье ФРС» может быть выгодно администрации, если президент США уверен в своей правоте или если путем «битья» псевдонезависимого органа типа ФРС можно подать пример другим государственным органам[1]. Однако он также заявил, что «битье ФРС» политически сильной администрацией потенциально может привести к тому, что ФРС будет выглядеть игрушкой в руках президента США, значительно уменьшив тем самым кредит доверия ФРС. Следовательно, в то время как сильный президент может быть хорош для государства с различных точек зрения, он, постоянно пытаясь принудить к чему-либо ФРС, в действительности ухудшает социальную обстановку, увеличивая инфляционную тенденцию, связанную с дискреционной денежно-кредитной политикой.

Как отмечалось в разделе «Современная дискуссия» в главе 15, в последние годы было даже больше прямых попыток ограничения независимости ФРС. Некоторые законодательные инициативы в Конгрессе, например, возвращают министра финансов в Совет управляющих ФРС, отменяя положение Закона о банках 1935 г., который вывел министра финансов из состава совета. Такие меры усилят влияние администрации на денежно-кредитную политику и, если последние теории верны, скорее всего, увеличат темпы инфляции.

В итоге дискреционная денежно-кредитная политика ведет из-за проблемы временной несогласованности к возникновению инфляционной тенденции. Экономическая теория показывает, что инфляционная тенденция может быть уменьшена путем индексации заработной платы, прямого конституционного установления монетаристских правил, повышения доверия к центральному банку, приобретения им солидной репутации или назначения управляющих центральным банком, отличающихся крайне негативным отношением к инфляции. Важность устойчивой репутации центрального банка и консерватизм объясняет тот факт, что общество может желать оградить центральный банк от политического давления путем конструирования сложной структуры центрального банка для обеспечения независимости денежно-кредитной политики.

Краткое содержание

1. Правило денежно-кредитной политики — это стратегия политики, разрабатываемая и осуществляемая ФРС независимо от экономических событий. Свобода действий в денежно-кредитной политике есть неспособность следовать такому правилу или отклонение от него, когда ФРС планировала ему следовать.
2. Меры денежно-кредитной политики стабилизируют экономику, только если они носят антициклический характер. Это означает, что влияние мер политики на экономическую

[1] *Waller Christopher J.*, Bashing and Coercion in Monetary Policy. — Economic Policy, 29 (1), January 1991, pp. 1—13.

активность должно быть отрицательно коррелировано с влиянием экономической активности на стабилизационную политику.

3. Препятствием возможности ФРС осуществлять эффективную антициклическую денежно-кредитную политику служит наличие временных лагов. Они включают в себя задержку распознавания (между возникновением потребности в осуществлении политики и распознаванием этой потребности), задержку осуществления (между распознаванием потребности и осуществлением политики) и задержку передачи (между мерой политики и ее воздействием на экономику).

4. Сторонники дискреционной денежно-кредитной политики признают проблему временных лагов, но считают, что она может быть частично снята путем нахождения способов снижения длительности лагов. Приверженцы правил денежно-кредитной политики считают, что эта проблема непреодолима, и поэтому дискреционная политика больше дестабилизирует, а не стабилизирует экономику.

5. Реальный объем производства при полном использовании производственных мощностей обычно превышает естественный (предполагающий полноту информации) уровень. Тем не менее ФРС представляется возможным (в условиях рациональных договоров о заработной плате) вызвать краткосрочный рост реального объема производства, пытаясь достичь полного использования производственных мощностей путем увеличения денежной массы и вызывая неожиданный рост уровня цен. Это означает, что если ФРС намерена достичь уровня производства при полном использовании производственных мощностей, то существует соблазн увеличения денежной массы и возникновения инфляции в обмен на рост реального объема производства.

6. Если ФРС намеревается вызвать непредвиденную инфляцию путем дискреционного увеличения денежной массы, то рациональные работники и фирмы поймут это и поднимут договорную заработную плату на величину ожидаемого ими увеличения темпов инфляции в результате денежно-кредитной политики ФРС. Действительно, даже если ФРС не склонна на самом деле увеличивать денежную массу, то работники и фирмы будут от нее этого ждать; поэтому если ФРС так не поступит, то реальный объем производства может на самом деле снизиться. Следовательно, ФРС может почувствовать себя обязанной увеличить денежную массу, чего работники и фирмы от нее и ждут, просто чтобы предотвратить падение уровня производства, несмотря на то что это приведет к инфляции. Это является сутью проблемы временной несогласованности денежно-кредитной политики.

7. Инфляционная тенденция, вызванная дискреционной денежно-кредитной политикой, может быть уменьшена индексацией заработной платы. Но расходы на индексацию, принимая во внимание изменчивость совокупного предложения и неспособность отдельных работников и фирм координировать свои решения об общем уровне индексации, могут привести к незначительной индексации, чтобы удержать ФРС от намерения вызвать инфляцию.

8. Отход от дискреционной денежно-кредитной политики и инфляционной тенденции связан с осуществлением правил денежно-кредитной политики путем изменения конституции государства. Такое изменение конституции предполагает, что денежно-кредитная политика, действительно, может осуществляться компьютером, так как установленные монетаристские правила всегда будут соблюдаться.

9. Размер дискреционной инфляционной тенденции может быть ограничен, если ФРС поддерживает свою репутацию борца с инфляцией. Это сохраняет ожидания инфляционной политики ФРС на низком уровне, уменьшая тем самым размер, на который работники и фирмы увеличат договорную заработную плату.

10. Общество может снизить инфляционную тенденцию, возникающую из-за дискреционной денежно-кредитной политики, путем создания институциональной структуры, в которой в качестве управляющих центральным банком будут утверждаться лица, весьма негативно относящиеся к инфляции (консерваторы центрального банка).

11. Большее доверие центральному банку и больший консерватизм его управляющих наилучшим образом может быть поддержаны, если обеспечить независимость центрального банка от политического давления, испытываемого другими чиновниками правительства. Это помогает объяснить сложную структуру ФРС, которая ограждает ее от сильного внешнего давления.

Словарь терминов

Антициклическая денежно-кредитная политика (*countercyclical monetary policy*) — меры денежно-кредитной политики, устраняющие колебания экономических переменных (например, реального дохода) и тем самым обычно уменьшающие их изменчивость.

Временные лаги в политике (*policy time lags*) — временные интервалы между возникновением потребности в антициклической денежно-кредитной политике и воздействием этой политики на экономические показатели.

Доверие к денежно-кредитной политике (*credibility of monetary policy*) — вера обязательствам ФРС, что она будет следовать определенным правилам денежно-кредитной политики.

Задержка осуществления (реакции) (*implementation lag, response lag*) — интервал между осознанием необходимости антициклической политики и фактическим ее осуществлением.

Задержка передачи (*transmission lag*) — интервал, возникающий между осуществлением антициклической политики и ее воздействием на экономические показатели.

Задержка распознавания (*recognition lag*) — интервал между возникновением потребности в антициклической политике и распознаванием этой потребности политиком.

Инфляционная тенденция (*inflation bias*) — тенденция экономики испытывать продолжающуюся инфляцию как результат дискреционной денежно-кредитной политики, осуществление которой связано с проблемой временной несогласованности.

Консерватор центрального банка (*conservative central banker*) — лицо, назначенное управляющим центрального банка, который к инфляции относится более негативно, чем средний член общества и который, таким образом, меньше склонен к дискреционному увеличению денежной массы в попытке вызвать непредвиденную инфляцию.

Правило денежно-кредитной политики (*monetary policy rule*) — стратегия политики центрального банка, которой он призван следовать независимо от изменений экономических показателей.

Проблема временной несогласованности (*time inconsistency problem*) — проблема денежно-кредитной политики, которая может возникнуть из-за существования договоров о заработной плате. Хотя монетаристское правило, с помощью которого достигается нулевая инфляция, согласуется со стратегиями и частных экономических агентов, и ФРС, оно может стать несогласующимся с этими стратегиями, если ФРС может изменить денежную массу после заключения договоров о заработной плате.

Проциклическая денежно-кредитная политика (*procyclical monetary policy*) — меры денежно-кредитной политики, которые усиливают колебания экономических переменных (например, реального дохода) и тем самым повышают их изменчивость.

Свобода действий в денежно-кредитной политике (*monetary policy discretion*) — меры денежно-кредитной политики, которые ФРС предпринимает в ответ на происходящие экономические события по мере их возникновения, в отличие от мер, которые ФРС предварительно спланировала в отсутствие этих событий.

Стратегия (*strategy*) — подход, используемый индивидом для достижения цели, например победы в игре.

Уровень производства при полном использовании производственных мощностей (*full-capacity output level*) — количество товаров и услуг, которое может быть произведено в экономике, если все ее ресурсы максимально используются.

Вопросы для самопроверки

1. Перечислите и дайте определения трех видов временных лагов в политике. Какой из них, по вашему мнению, представляет наименьшую проблему для денежно-кредитной политики? Какой — наибольшую? Объясните ваш ответ.
2. Бюджетно-налоговая политика также подвержена временным лагам. Какой из временных лагов, по вашему мнению, будет самой большой проблемой для бюджетно-налоговой политики, имея в виду, что формулируют и осуществляют эту политику Конгресс и правительство? Объясните ваш ответ.
3. Объясните своими словами проблему временной несогласованности, которая затрудняет осуществление правил денежно-кредитной политики ФРС.
4. Предположим, что ФРС считает инфляцию весьма опасной. Более того, предположим, что работники и фирмы знают об этом. Используйте собственную версию рис. 26-4, чтобы объяснить, почему это снизит инфляционную тенденцию дискреционной денежно-кредитной политики.
5. Немецкий центральный банк (*Bundesbank*) обычно имел даже более устойчивую репутацию борца с инфляцией, чем ФРС. Однако при объединении Западной и Восточной Германии в начале 1990-х годов немецкое правительство провело денежную реформу, отвергнув некоторые значительные возражения правления *Bundesbank*, что привело к наиболее высоким темпам инфляции в Германии за последнее время. Исходя из теории дискреционной денежно-кредитной политики, считаете ли вы, что эта мера привела к большей инфляционной тенденции в немецкой денежно-кредитной политике? Объясните ваш ответ.
6. Объясните своими словами, почему полная индексация заработной платы не будет приемлемым решением проблемы временной несогласованности.

Задачи

26-1. Предположим, что графики совокупного предложения и совокупного спроса в экономике являются прямыми линиями, чьи уравнения в данный момент заданы следующим образом:

Совокупный спрос: $y = 2W - 5P$;

Совокупное предложение: $y = 2M + 5P$,

где M — денежная масса, равная в данный момент $M = 10$, а W — номинальная заработная плата, равная в данный момент $W = 5$. Предположим, что, кроме этого, текущий равновесный объем производства соответствует естественному уровню. Наконец, предположим, что уровень выпуска продукции при полном использовании производственных мощностей $y^* = 20$. Постройте примерный (и достаточно большого масштаба, чтобы осталось место для обозначений) график, чтобы объяснить ваш ответ. (*Подсказка*: Вам, видимо, следует обратиться к рис. 26-4, потому что построенный вами график будет очень похож на этот рисунок.)

а) Каков текущий уровень цен? Обозначьте этот уровень P_0 на графике.

б) Каков текущий равновесный объем производства, который, согласно предположению, также является и естественным уровнем производства? Обозначьте эту величину y_0 на графике и постройте график долгосрочного совокупного предложения.

в) Предположим, что целью ФРС является увеличение совокупного спроса настолько, чтобы достичь уровня производства при полном использовании производственных мощностей. Используйте уравнение совокупного предложения для объяснения нового уровня цен (P'), необходимого для достижения такого уровня производства, считая, что работники и фирмы не изменяют номинальной заработной платы.

г) Используйте ваш ответ на пункт (в) в уравнении совокупного спроса, чтобы определить, каким должно быть предложение денег со стороны ФРС для изменения совокупного спроса, достаточного для достижения определенного вами в задаче (в) уровня цен и равновесия в экономике. Отразите это изменение на графике.

26-2. Предположим, что работники и фирмы в описанных в задаче 26-1 условиях узнают, что ФРС хочет увеличить денежную массу настолько, чтобы достичь уровня производства при полном использовании производственных мощностей. В результате они приспосабливают уровни заработной платы для сохранения равновесного объема производства на естественном уровне, сместив тем самым график совокупного предложения вдоль нового графика совокупного спроса в точку равновесия (принимая во внимание изменение денежной массы, определенное в задаче 26-1(г)).

а) Используйте график совокупного спроса для определения нового равновесного уровня цен (P_1), который согласуется с новым уровнем производства.

б) Используйте уравнение совокупного предложения, чтобы определить новое значение номинальной заработной платы, которое сместит график совокупного предложения в точку равновесия при естественном уровне производства и уровне цен, определенном вами в задаче (а).

в) Какова инфляционная тенденция экономики (в процентах), определенная путем сравнения конечного уровня цен P_1 с их первоначальным уровнем P_0?

Рекомендуемая литература

Backus David, Driffill John, Inflation and Reputation. — American Economic Review, 75 (3), June 1985, pp. 530—538.

Ball Laurence, Is Equilibrium Indexation Efficient? — Quarterly Journal of Economics, 103 (2), May 1988, pp. 299—311.

Barro Robert J., Gordon David B., A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. — Journal of Political Economy, 91 (4), August 1983, pp. 598—610.

Barro Robert J., Gordon David B., Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. — Journal of Monetary Economics, 12 (1), July 1983, pp. 101—121.

Burdekin Richard C. K., Wohar Mark E., Monetary Institutions, Budget Deficits, and Inflation: Empirical Results for Eight Countries. — European Journal of Political Economy, 6 (4), 1990, pp. 531—551.

Canzoneri Matthew, Monetary Policy Games and the Role of Private Information. — American Economic Review, 75 (5), December 1985, pp. 1057—1070.

Carlson John B., Rules versus Discretion: Making a Monetary Rule Operational. — Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Review*, Quarter 3, 1988, pp. 2—13.

Devereux Michael, The Effect of Monetary Variability on Welfare in a Simple Macroeconomic Model. — Journal of Monetary Economics, 19 (3), May 1987, pp. 427—435.

Friedman Milton, The Effects of a Full-Employment Policy on Economic Stability: A Formal Analysis, in: Essays in Positive Economics. — Chicago: University of Chicago Press, 1953.

Friedman Milton, A Program for Monetary Stability. — New York: Fordham University Press, 1959.

Grilli Vittorio, Masciandaro Donato, Tabellini Guido, Political and Monetary Institutions and Public Financial Policies of the Industrial Countries. — Working Paper, 1991.

Havrilesky Thomas, Monetary Policy Signaling from the Administration to the Federal Reserve. — Journal of Money, Credit, and Banking, 20 (1), February 1988, pp. 83—101.

Kydland Finn, Prescott Edward, Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. — Journal of Political Economy, 85 (3), June 1977, pp. 473—492.

Lewis Karen K., Why Doesn't Society Minimize Central Bank Secrecy? — Economic Inquiry, 29 (3), July 1991, pp. 403—415.

Neumann Manfred, Precommitment by Central Bank Independence. — Open Economies Review, 2 (2), 1991, pp. 95—112.

Rogoff Kenneth, The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. — Quarterly Journal of Economics, 100 (4), November 1985, pp. 1169—1189.

Sibert Anne, Weiner Stuart E., Maintaining Central Bank Credibility. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 73 (8), September/October 1988, pp. 3—15.

Stein Jeremy C., Cheap Talk and the Fed: A Theory of Imprecise Policy Announcements. — American Economic Review, 79 (1), March 1989, pp. 32—42.

VanHoose David D., Waller Christopher J., Discretion, Wage Indexation, and Inflation. — Southern Economic Journal, 58 (2), October 1991, pp. 356—367.

Waller Christopher J., A Bargaining Model of Partisan Appointments to the Central Bank. — Journal of Monetary Economics, forthcoming.

Waller Christopher J., Bashing and Coercion in Monetary Policy. — Economic Inquiry, 29 (1), January 1991, pp. 1—13.

Waller Christopher J., Monetary Policy Games and Central Bank Politics. — Journal of Money, Credit, and Banking, 21 (4), November 1989, pp. 422—431.

Waller Christopher J., VanHoose David D., Discretionary Monetary Policy and Socially Efficient Wage Indexation. — Quarterly Journal of Economics, 107, 1992, forthcoming.

Часть VII

Международные валютно-финансовые отношения

Глава 27

Валютные рынки и международные валютно-финансовые отношения

Основные проблемы

1. Какие три основных вида экономических операций осуществляют друг с другом резиденты разных стран?
2. Какие сделки приводят к изменению спроса и предложения данной валюты?
3. Почему кривая предложения данной валюты имеет положительный наклон? Почему кривая спроса на данную валюту имеет отрицательный наклон?
4. Как определяется равновесный обменный курс? Как центральный банк может влиять на равновесный обменный курс?
5. В чем заключается разница между обменным курсом спот и форвардным обменным курсом?
6. Что представляют собой валютные свопы, фьючерсы и опционы?
7. Что такое валютный риск и как он возникает?
8. Какие выгоды получают домашние хозяйства и фирмы от диверсификации иностранных активов?
9. Какое место занимают международные банковские операции в мировой финансовой системе?

Многие граждане США имеют весьма небольшой опыт проведения валютных сделок (или вообще его не имеют). США — огромная страна с хорошо развитой торговой сетью, охватывающей все 50 штатов. Внутристрановые торговые потоки выражаются в одной национальной валюте (долларах). Поэтому большинство американцев никогда не переводили доллары в валюты других стран, а те, кто это делал, обычно осуществляли такой обмен для одного или двух заграничных путешествий. У многих из нас никогда не было особого желания разрабатывать международный подход к современным проблемам экономики.

Граждане многих других стран, наоборот, в силу жизненной необходимости должны постоянно следить за международными экономическими новостями. Например, в некоторых государствах Южной Америки доллар США может во многом заменять или даже быть предпочтительнее национальных валют при проведении многих рыночных сделок. Поэтому граждане этих государств постоянно должны следить за курсом доллара к их национальной валюте. Следовательно, у них есть естественный мотив для анализа международных экономических проблем; их личный риск от изменений в мировой экономике очевиден.

Более того, во многих других странах международная торговля занимает более важное место, чем традиционно в США. Это не означает, что с 1960-х годов экспорт и импорт товаров и услуг не увеличился по сравнению с общим объемом производства

в США. Например, доля экспорта американских товаров и услуг в валовом внутреннем продукте (ВВП) США (т. е. в стоимости товаров и услуг, фактически произведенных с использованием факторов производства, принадлежащих гражданам США) равнялась 5,2% в 1960 г.; к 1975 г. она выросла до 8,5%, а к 1992 г. превышала 10%. В 1960 г. доля импорта США в ВВП равнялась 4,4%; к 1975 г. она выросла до 7,6%, а в 1992 г. составляла почти 11%.

Тем не менее доля международной торговли в ВВП и национальном доходе в США гораздо менее значительна по сравнению со многими другими странами, например европейскими. К примеру, в 1991 г. в Германии доля экспорта в ВВП приблизительно равнялась 38,0%, а доля импорта в ВВП составляла 31,4%. В 1991 г. в Великобритании эти показатели равнялись 23,7 и 24,6% соответственно, в Нидерландах они составляли приблизительно 56,0 и 51,0%, тогда как в Бельгии они достигли уровня 70,9 и 68,1%. Естественно, представления о мировой экономике в Европе значительно отличаются от американских, учитывая размеры национальных экономик. По этой причине европейцы стремятся иметь гораздо более полное представление о международных экономических отношениях, чем граждане США.

Означает ли это, что американцы могут позволить себе не обращать внимания на международную экономику? Ответ сводится к тому, что такая политика будет приносить только вред. С одной стороны, как отмечалось во многих разделах «Международный обзор» в предыдущих главах, американцы могут многому научиться из опыта других стран. К тому же рост доли международной торговли в ВВП США неизбежен, при том что относительные показатели международной торговли США достаточно низки по сравнению с другими странами. Американцы, игнорирующие международные проблемы, могут ставить себя в заведомо невыгодное положение в будущем. Многие американские отрасли промышленности, например специализирующиеся на производстве автомобилей, бытовой техники и пассажирских самолетов, после нескольких серьезных провалов в конкурентной борьбе на мировом рынке осознали, что за отставание от разработок зарубежных конкурентов и непонимание экономических взаимосвязей между США и остальным миром придется платить.

Целью оставшихся глав является анализ основных фактов, теорий и современных проблем международных валютно-финансовых отношений. Именно в валютной и банковской сфере рост **международной интеграции** (*international integration*) — развитие прочных связей, контактов и взаимодействия — был самым значительным в мировой экономике. Следовательно, многое можно узнать, изучая данные проблемы, и в дальнейшем вы обязательно убедитесь в актуальности того, о чем вы прочтете в этих главах.

Некоторые современные международные проблемы

Несмотря на то что объем международной торговли США остается на достаточно невысоком уровне по сравнению с другими станами, американское общество в последние годы в общем стало больше интересоваться международными финансовыми операциями в целом и обменными курсами в частности. Это верно по крайней мере по четырем причинам: рекордный дефицит торгового баланса США, нестабильный курса доллара по отношению к иностранным валютам, интенсивная экономическая интеграция в Европе и продолжающаяся глобализация финансовых рынков. Прежде чем рассматривать в широком плане дискуссионные проблемы международных валютно-финансовых отношений, осветим некоторые наиболее характерные из них.

ЗНАЧИТЕЛЬНЫЙ ДЕФИЦИТ ТОРГОВОГО БАЛАНСА В КОНЦЕ 1980-х — НАЧАЛЕ 1990-х ГОДОВ

В газетах и выпусках телевизионных новостей отмечалось по разным поводам, что США «страдают» от огромного дефицита торгового баланса. Такой дефицит достиг рекордной для США величины в конце 1980-х и в 1990-е годы (рис. 27-1). Подробно мы будем анализировать дефицит торгового баланса в главе 28; здесь мы лишь отметим, что он является предметом серьезных дискуссий относительно того: 1) является ли такой дефицит реальным или это результат неправильной оценки; 2) связан ли этот дефицит с огромным дефицитом бюджета федерального правительства; 3) оправдывает ли такой дефицит торгового баланса политику протекционизма, которая характеризуется введением **тарифов** (*tariffs*), или налогов на импортируемые из других стран товары, и установлением **импортных квот** (*import quotas*), или количественных ограничений на импортируемые из других стран товары.

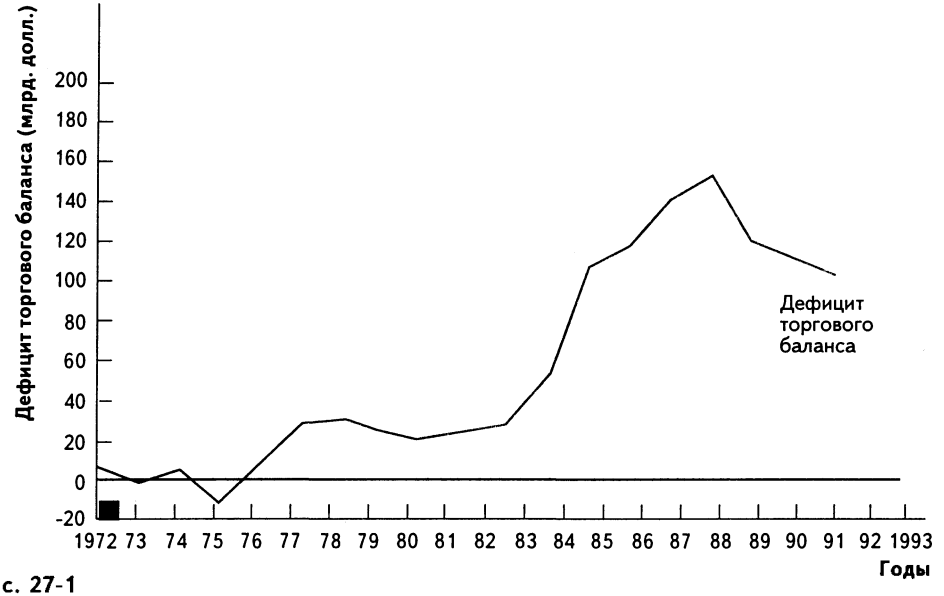


Рис. 27-1

Дефицит торгового баланса США. Дефицит торгового баланса США стремительно вырос в середине 1980-х годов и оставался на уровне свыше 100 млрд. долл. в начале 1990-х годов. (*Источник*: 1991 Economic Report of the President.)

КОЛЕБАНИЯ ОБМЕННОГО КУРСА

В последние годы **обменный курс** (*exchange rate*) — цена иностранной валюты, выраженная в национальной валюте, — сильно колебался. В особенности, как показано на рис. 27-2, с I квартала 1984 г. до I квартала 1985 г. курс доллара относительно валют 15 индустриально развитых стран значительно повысился — доллар вырос в цене. При **росте обменного курса** (*currency appreciation*) для покупки заданной суммы, выраженной в иностранной валюте, требуется меньшее количество долларов. Затем с I квартала 1985 г. и до конца 1987 г. курс доллара снизился, или доллар упал в цене еще более резко, чем до этого вырос. При **снижении обменного курса** (*currency depreciation*) требуется больше долларов, чтобы приобрести данный объем иностранной валюты. С 1989 г. курс доллара последовательно снижался. Граждане США, которые путешествовали в последние годы по зарубежным странам, заметили, что на

падающий в цене доллар можно купить все меньше и меньше иностранных товаров; а граждане, не покидавшие США отметили, что цены на импортные товары выросли.

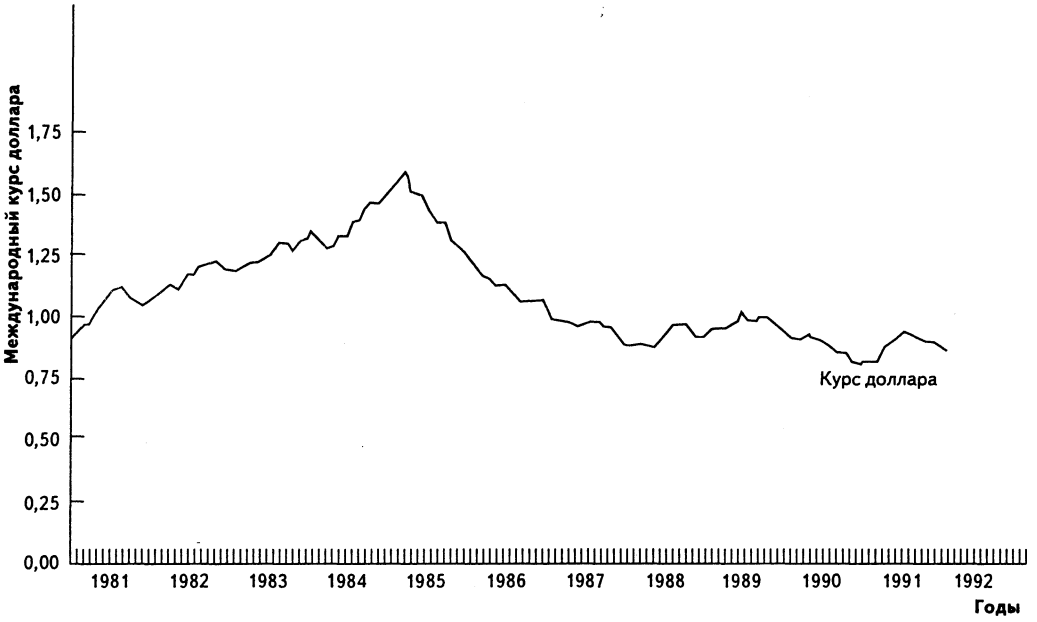


Рис. 27-2
Курс доллара. В последние годы международный курс доллара упал. Этот график показывает обменный курс доллара США (1970—1972 = 1,00 долл.) по отношению к валютной корзине 10 промышленно развитых стран. (*Источник*: Federal Reserve Bulletin.)

ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ИНТЕГРАЦИЯ В ЕВРОПЕ

Со времени подписания Римского договора 1957 г. западноевропейские страны значительно продвинулись в экономической и финансовой интеграции, что связано с образованием и развитием Европейского экономического сообщества (в настоящее время обычно используется термин «Европейское сообщество», или ЕС)[1]. ЕС начиналось как объединение шести стран (Бельгия, Германия, Италия, Люксембург, Нидерланды и Франция), но затем к нему присоединилось еще шесть стран (Великобритания, Дания, Греция, Ирландия, Испания и Португалия). Вероятно, другие западноевропейские страны присоединятся к ЕС в будущем, кроме того, некоторые страны Восточной Европы проявили интерес к членству в ЕС. В силу необходимости ряд стран—нечленов ЕС, таких, как Финляндия, Швеция и Швейцария, проводят во многом сходную со странами ЕС политику[2].

В течение 1992 г. в ЕС были сняты в принципе практически все официальные ограничения торговли между странами-членами, тем самым завершился 35-летний период реализации основных целей, сформулированных в Римском договоре. Для многих граждан стран ЕС основной задачей является построение системы, максимально сходной с федеральной системой США, что приведет к появлению экономического гиган-

[1] С 1 ноября 1993 г. официальное название этой международной организации — Европейский союз. Однако продолжает использоваться и ее традиционное название — Европейское сообщество. (*Прим. ред.*)

[2] В 1995 г. Финляндия и Швеция, а также Австрия присоединились к ЕС. (*Прим. ред.*)

та в Европе, имеющего равную мощь с США. Стремление к этой цели усилилось при попытках координировать европейскую валютно-финансовую политику. С 1979 г. ряд стран ЕС экспериментируют с координацией валютной политики через Европейскую валютную систему (ЕВС), целью которой является введение общей европейской валюты, эмитируемой Европейским центральным банком, или EuroFed.

Пока в 1990-е годы европейская интеграция получает дальнейшее развитие, американцы начинают задумываться об экономическом и геополитическом положении США в мировой экономике. Нельзя отрицать, что объединенная Европа будет представлять собой серьезного экономического конкурента. В конце 1980-х годов ЕС начало выпуск облигаций, стоимость которых выражена в новой европейской валюте, в качестве которой рассматривалась европейская валютная единица (ЭКЮ; European Currency Unit, ECU). Некоторые аналитики уже высказали предположение о том, что ЭКЮ может стать основной европейской валютой к началу XXI в. и составит значительную конкуренцию доллару США как основной мировой валюте (курс доллара к ЭКЮ был немного выше единицы, т. е. за одну ЭКЮ давали немного больше одного доллара)[1].

В свете динамичных изменений одного из самых развитых и индустриализированных регионов мира многие американцы начинают понимать, что они не могут больше самодовольно сидеть без дела, поступая так, как если бы мировая экономика была попрежнему ориентирована на экономику США и доллар. Действительно, многие начинают понимать, что нельзя и дальше оставаться в стороне от международного экономического развития. В 1990-е годы мир стал конкурентной сферой, и глобальная конкуренция за мировое господство обнаруживает некоторые признаки ослабления.

ГЛОБАЛИЗАЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Как отмечалось в главе 16, инновации в системах платежей расширили финансовые рынки до глобальных масштабов. Когда в октябре 1987 г. Нью-Йоркская фондовая биржа потерпела крах, рынки облигаций и фондовые рынки в остальных мировых финансовых центрах (Лондоне, Токио, Франкфурте и других) сразу же ощутили его воздействие. Точно так же, когда на рынках других стран происходят колебания, конъюнктура американских финансовых рынков меняется аналогичным образом.

Для страны проведение денежно-кредитной политики в глобальной финансовой системе может оказаться куда более сложным. Если доллар является мировой валютой, то действия ФРС, направленные на изменение темпов роста денежной массы, могут быть в большой степени компенсированы международными финансовыми операциями. По этим причинам (и по другим, с которыми мы познакомимся в дальнейшем) важен анализ мирового валютного рынка. В этой главе мы сначала обсудим, как страны осуществляют международные финансовые операции и как эти операции влияют на спрос и предложение иностранной валюты. Затем мы рассмотрим кривую спроса на иностранную валюту, показывающую зависимость между курсом доллара к другим валютам и соответствующим спросом на иностранную валюту (при прочих равных условиях). Мы продолжим анализ, построив график предложения иностранной валюты, показывающий зависимость между курсом доллара к другим валютам и соответствующим предложением иностранной валюты.

Нетрудно догадаться, что далее мы покажем, как определяется обменный валютный курс на пересечении кривых спроса и предложения иностранной валюты. После рассмотрения примеров того, как колебания спроса и предложения иностранной валюты изме-

[1] В последние годы в качестве единой европейской валюты стала рассматриваться новая денежная единица — евро, которая по решению Европейского парламента должна быть введена в обращение с 1 января 1999 г. (*Прим. ред.*)

няют обменный курс, мы обсудим, как правительства могут воздействовать на рыночный обменный курс. Затем мы остановим внимание на многообразие валютных инструментов, используемых на мировых финансовых рынках, и рассмотрим, какие последствия имеют изменения обменного курса для отдельных людей и фирм, стремящихся уменьшить риск с помощью таких финансовых инструментов и рынков.

Мы завершим главу анализом роли депозитных учреждений в мировой валютно-финансовой системе. В последующих главах мы проанализируем методы, которыми экономисты могут измерить валютные потоки между странами, теорию и историю регулирования обменного курса центральным банком и доводы «за» и «против» координации международной валютно-финансовой политики.

Международные экономические операции

Резиденты различных стран осуществляют экономические операции друг с другом, связанные с торговлей товарами и услугами, покупкой или продажей финансовых активов и дарением или получением подарков. Кроме того, правительства разных стран взаимодействуют друг с другом (и с резидентами иностранных государств) таким же образом, проводя аналогичные операции.

ТОРГОВЛЯ ТОВАРАМИ И УСЛУГАМИ

Резиденты страны осуществляют **импорт** (*import*) товаров и услуг, когда покупают их у резидентов других стран, и осуществляют **экспорт** (*export*) товаров и услуг, когда продают их жителям других стран. Эти операции осложнены использованием различных валют в разных странах. Экспортеры американских товаров, скажем в Японию, естественно, хотят получить доллары, а не иены. Японские резиденты, импортирующие американские товары, получают свой доход в иенах, которые нужно перевести в доллары, чтобы заплатить американским экспортерам. Подобным образом, когда резиденты США импортируют японские видеомагнитофоны и автомобили, они должны перевести доллары в иены для того, чтобы японские экспортеры получили прибыль от сделки в своей национальной валюте.

Более конкретно, когда резиденты США покупают иностранные товары, они обменивают банковские депозиты в долларах на банковские депозиты в иностранной валюте. Такие операции в конечном итоге совершаются на рынке иностранной валюты, на котором несколько сотен дилеров (в основном банки) готовы купить или продать банковские депозиты, выраженные в различных иностранных валютах. Общий объем валютных операций на основных мировых рынках превышает 1500 млрд. долл. в день.

Если вы хотите провести отпуск в Японии, то вам нужно пойти в местный банк, чтобы купить иены и перевести их на ваш валютный или текущий счет. В свою очередь ваш банк, очевидно, купит иены у других банков США (если только это не крупный банк, который купит иены прямо у японского банка).

Отметим, что когда резиденты США хотят импортировать больше японских товаров, это приводит к одновременному повышению спроса на японские иены и увеличению предложения долларов США на валютном рынке. Подобным образом, если японцы хотят импортировать больше американских товаров, то это приводит к одновременному увеличению спроса на доллары и предложения иен.

ПОКУПКА И ПРОДАЖА АКТИВОВ

Резиденты США могут принять решение об увеличении активов, покупая японские активы в виде обычных акций, облигаций, коммерческих бумаг и т. д. Конечно, их японские партнеры тоже могут принять решение о приобретении долларовых активов

США. Если американцы хотят приобрести больше японских активов, то они должны перевести доллары в иены. Это приводит к одновременному увеличению предложения долларов и спроса на иены. Подобное обоснование предполагает, что если японцы хотят приобрести больше долларовых активов, то они должны перевести иены в доллары. Это приводит к одновременному увеличению предложения иен и спроса на доллары.

ДАРЕНИЕ И ПРИНЯТИЕ ПОДАРКОВ

Если американцы хотят сделать больше подарков друзьям и родственникам в Японии, то они должны перевести доллары в иены. Это приводит к увеличению предложения долларов и спроса на иены. Если японцы хотят сделать больше подарков американцам, то тогда им придется конвертировать иены в доллары. Понятно, что операции такого рода ведут к увеличению предложения иен и спроса на доллары.

Процесс установления обменных курсов

Теперь, когда мы знаем, как операции на международном рынке приводят к изменению предложения и спроса на валюту, можно перейти к изучению процесса установления обменных курсов. Поскольку обменный курс является ценой одной валюты, выраженной в единицах другой валюты, то именно соотношение предложения и спроса оказывает влияние на установление обменных курсов.

ПОСТРОЕНИЕ ГРАФИКА СПРОСА НА ИЕНЫ

В качестве примера мы построим кривую спроса на иены. Естественно, используя ту же методику, можно построить кривую спроса на доллары США или любую другую валюту.

Кривая спроса соотносит различные значения курса с величиной спроса в единицу времени (при прочих равных условиях). В приводимом примере цена иены как раз и будет обменным курсом. В частности, на оси, по которой откладываются значения цены (рис. 27-3) иена выражена в долларах. К примеру, курс «0,010 долл. (1 цент) = 1 иена» можно также выразить как «100 иен = 1,00 долл.». Таким образом, обменный курс 0,008 долл. за 1 иену означает, что 1 иена = 0,8 цента; другими словами, 125 иен равны 1 доллару (1,00 долл./0,008 долл. = 125). Отметим, что по мере движения вверх по оси ординат для покупки иены требуется все больше центов, т. е. цена доллара падает, а иены соответственно растет.

Рис. 27-3
График спроса на иены. С падением цены иены при прочих равных условиях американцы склонны покупать больше товаров, сделанных в Японии, выдавать больше ссуд в иенах, дарить больше подарков друзьям и родственникам в Японии. Для этого им придется конвертировать в иены большее количество долларов, в результате чего предложение долларов на валютном рынке возрастет вместе со спросом на иены. Поэтому график спроса на иены имеет отрицательный наклон.

Отметим, что кривая спроса на иены имеет отрицательный наклон; по мере уменьшения курса доллар/иена (при прочих равных условиях) спрос на иены растет. Почему же спрос на иены подчиняется общему закону спроса? По тем же причинам: вследствие эффекта замещения и эффекта реального дохода.

Эффект замещения Когда цена иены падает (т. е. для приобретения одной иены потребуется меньшее количество центов, что соответствует движению вниз по оси ординат на рис. 27-3), такое падение курса иены (или повышение курса доллара) уменьшает относительную цену японских товаров для американцев (при прочих равных условиях). При данных ценах внутреннего рынка США американцы будут отдавать предпочтение японским товарам. К примеру, предположим, что цена произведенного в Японии автомобиля составляет 1 млн. иен. Если 0,010 долл. = 1 иена, тогда цена этой машины в долларах равна (0,010 долл./1 иена) × 1 000 000 иен = 10 000 долл.

Предположим теперь, что цена доллара падает, так что 0,008 долл. = 1 иена. Та же самая машина теперь стоит 8000 долл. для американцев. При меньшей долларовой цене японских товаров и услуг их приобретаемое количество возрастет. Это увеличит спрос на иены (и предложение долларов) на валютном рынке.

Отметим также, что меньшая стоимость иены позволит американцам покупать больше таких японских активов, как обычные акции, облигации и т. д. Поскольку относительная цена японских активов упала, резиденты США будут склонны покупать японские активы вместо аналогичных долларовых активов. Это сразу же увеличит общий объем ссуд японским резидентам, предоставленных американцами, вследствие чего возрастет спрос на иены и предложение долларов.

Эффект реального дохода Если при прочих равных условиях цена иены упадет, то американцы станут богаче, так как при данном уровне дохода и цен в США они смогут приобрести больше японских товаров, чем раньше. Такое увеличение реального дохода может побудить их покупать больше японских (впрочем, как и американских) товаров и услуг. К тому же, поскольку американцы чувствуют себя богаче, у них может возникнуть желание покупать больше японских (и долларовых) активов. Более того, при этом количество подарков (в виде различных финансовых активов) друзьям и родственникам в Японии также может возрасти.

Сделаем вывод, что эффект реального дохода, который побуждает американцев импортировать больше товаров и услуг из Японии, предоставлять больший объем ссуд и делать больше подарков японским резидентам, увеличивает спрос на иены.

Таким образом, отрицательный наклон графика спроса на иены (или на любую другую валюту) связан с эффектом замещения и эффектом реального дохода.

ПОСТРОЕНИЕ ГРАФИКА ПРЕДЛОЖЕНИЯ ИЕН

Для построения графика предложения иен, соотносящего цену иены в долларах и предложение иен со стороны главным образом японских резидентов, необходимо рассмотреть логику их поведения. Давайте посмотрим, какова наиболее вероятная реакция японцев на рост цены иены в долларах, скажем, с 0,010 долл. = 1 иена до 0,012 долл. = = 1 иена. Отметим, что теперь для покупки одной иены потребуется больше долларов (точнее, центов).

Допустим, что в США персональный компьютер стоит 2000 долл. При обменном курсе 0,010 долл. = 1 иена произведенный в США компьютер в Японии стоит (1 иена/ 0,010 долл.) × 2000 долл. = 200 000 иен (для упрощения не будем принимать в расчет транспортные расходы). В соответствии с нашим предположением цена иены повысилась до 0,012 долл. = 1 иена, при этом цена компьютера будет (1 иена/ 0,012 долл.) × 2,000 долл. = 166 667 иен. Поскольку этот компьютер и другие

американские товары в иенах теперь стали относительно дешевле, то в соответствии с законом спроса японцы будут склонны покупать их больше. Можно с уверенностью сказать, что японцы будут склонны вместо Японии отдыхать в США и отдавать предпочтение долларовым активам. К тому же более богатые японцы теперь будут делать больше подарков своим друзьям и родственникам в США.

В общем, эффект замещения и эффект реального дохода будет иметь в Японии подобное действие, как и в США. Следовательно, если цена иены в долларах увеличивается, то можно сказать, что предложение иен возрастет вместе со спросом на доллары на валютном рынке. Как показано на рис. 27-4, кривая предложения иен имеет положительный наклон.

ВОЗДЕЙСТВИЕ СООТНОШЕНИЯ СПРОСА И ПРЕДЛОЖЕНИЯ НА УСТАНОВЛЕНИЕ ОБМЕННОГО КУРСА

Рассмотрим рис. 27-5, на котором представлены графики спроса и предложения иен, в точке пересечения которых равновесный обменный курс равен 0,010 долл. = 1 иена. При любом другом обменном курсе будет либо избыточное, либо недостаточное предложение иен.

Избыточное предложение иен Допустим, что обменный курс теперь 0,012 долл. = = 1 иена. На рис. 27-5 ясно видно, что предложение иен превышает спрос. Это означает, что при более высоком обменном курсе японцы склонны покупать больше американских товаров, предоставлять ссуды американцам и делать подарки друзьям и родственникам в США. Их конкуренция на валютных рынках при покупке долларов за иены приведет к снижению цены иены до 0,010 долл. = 1 иена.

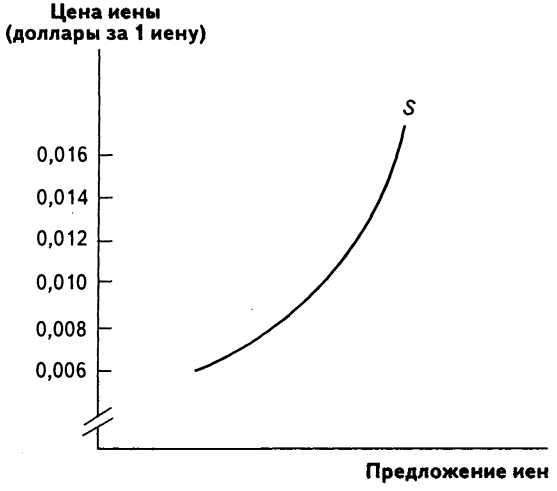


Рис. 27-4
График предложения иен. По мере роста цены иены (при неизменности других условий) у японцев существует стимул для приобретения большего количества американских товаров, увеличения объема кредитования и количества подарков жителям США. Для этого им придется увеличить предложение иен в обмен на доллары. Поэтому график предложения иен имеет положительный наклон.

Недостаточное предложение иен Рассмотрим обменный курс 0,008 долл. = 1 иена (рис. 27-5). Такой курс относительно ниже равновесного, поэтому спрос на иены со стороны американцев, склонных приобретать японские товары и услуги, выдавать ссуды и делать подарки японцам, очень высок. Следовательно, спрос на иены для осуществления таких операций будет соответственно высоким. Напротив, при относительно низкой цене иены японцы не будут склонны покупать американские товары и услуги, предоставлять ссуды и делать подарки американцам. Следовательно, их спрос на доллары при возможном предложении иен уже не будет так высок.

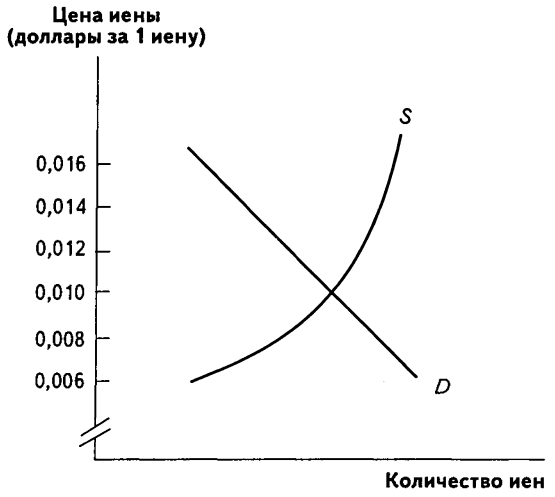


Рис. 27-5
Равновесный обменный курс. Для данных графиков равновесный обменный курс будет равен 0,010 долл. = 1 иена. При более высоком курсе, скажем 0,012 долл. = 1 иена, будет иметь место избыточное предложение иен (недостаточное предложение долларов). Конкуренция между потенциальными покупателями долларов приведет к снижению курса до 0,010 долл. за 1 иену. При более низком курсе, например 0,008 долл. = 1 иена, существует недостаточное предложение иен (избыточное предложение долларов); покупатели иен будут конкурировать между собой, что приведет к росту курса до уровня 0,010 долл. = 1 иена.

В общем, спрос американцев на иены превысит предложение иен. Следовательно, при этом будет иметь место недостаточное предложение иен (т. е. избыточное предложение долларов) на валютном рынке. Конкуренция между покупателями иен приведет к росту курса до уровня 0,010 долл. = 1 иена.

Таким образом, для данных графиков спроса и предложения (рис. 27-5) равновесный обменный курс на валютном рынке будет равен 0,010 долл. за 1 иену. При данной цене иены предложение будет равно спросу на иены.

Воздействие колебаний спроса и предложения на равновесный обменный курс

Продолжим наш пример. Спрос на иены возрастет, если (при прочих равных условиях):

1. Реальный доход в США увеличится по сравнению с Японией.
2. Вкусы в США изменятся в пользу японских товаров и услуг.
3. Скорректированная с учетом риска реальная процентная ставка после уплаты налогов в США упадет по сравнению с процентной ставкой в Японии.
4. Уровень инфляции в США будет выше, чем в Японии. Это увеличит спрос на иены, поскольку (при прочих равных условиях) цены американских товаров относительно японских возрастут.
5. Изменятся ожидаемые темпы инфляции в США по сравнению с Японией. Спрос на иены в данной ситуации возрастет, так как прибыльность инвестиций в Японии включает в себя ожидаемое повышение курса иены (так же, как фактического дохода в виде процентов), которое произойдет, если фактические темпы инфляции в США превышают фактические темпы инфляции в Японии.

Отметим, что эти пять факторов приведут к росту спроса на иены со стороны американцев, которые захотят купить больше иен при любом данном обменном курсе. Таким образом, это неценовые детерминанты спроса на иены. Увеличение спроса на иены можно представить как смещение графика спроса вправо.

Если немного поразмыслить, то можно прийти к выводу, что эти пять ситуаций автоматически приведут к увеличению предложения долларов. Отметим, что мы мо-

жем также провести анализ с точки зрения японцев. В таком случае японцы будут склонны покупать меньше американских товаров, предоставлять меньший объем ссуд и дарить меньше подарков жителям США. В любом случае цена иены в долларах возрастет; т. е. произойдет повышение курса иены по отношению к доллару.

Теперь рассмотрим повышение спроса на иены, а затем увеличение их предложения, чтобы показать, как меняется равновесный обменный курс.

ИЗМЕНЕНИЕ ВКУСОВ АМЕРИКАНЦЕВ В ПОЛЬЗУ ЯПОНСКИХ ТОВАРОВ

Рассмотрим рис. 27-6, на котором показано увеличение спроса на иены, т. е. смещение кривой спроса из положения D в D', вследствие того, что резиденты США стали отдавать предпочтение японским товарам и услугам.

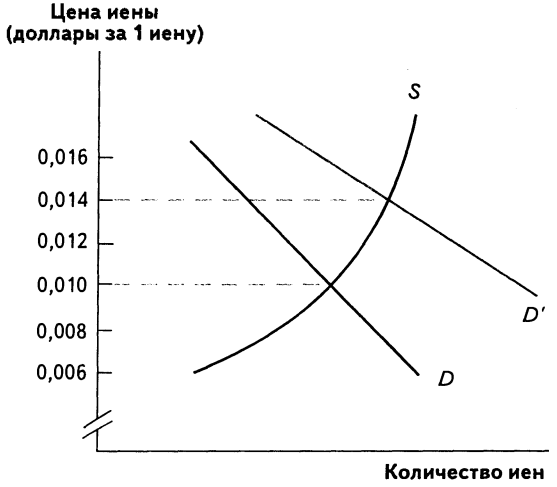


Рис. 27-6
Рост спроса на иены. Если вкусы американцев меняются в пользу японских товаров, то спрос на иены возрастет с D до D'. При этом возникнет недостаточное предложение иен (избыточное предложение долларов) на валютном рынке. Конкуренция между американцами за возможность приобретения иен при их недостаточном предложении приведет к повышению долларовой цены и новому равновесному обменному курсу 0,014 долл. = = 1 иена. При любом более низком курсе будет наблюдаться недостаточное предложение иен, а при более высоком — их избыточное предложение.

При предыдущем равновесном обменном курсе 0,010 долл. = 1 иена существовало недостаточное предложение иен (т. е. избыточное предложение долларов). При этом конкуренция между американцами за возможность приобретения иен при их недостаточном предложении повлечет собой установление нового, более высокого обменного курса 0,014 долл. =1 иена. При любом курсе ниже этого уровня будет наблюдаться недостаточное предложение иен, если курс будет выше — то их избыточное предложение.

РОСТ СКОРРЕКТИРОВАННОЙ С УЧЕТОМ РИСКА РЕАЛЬНОЙ ПРОЦЕНТНОЙ СТАВКИ ПОСЛЕ УПЛАТЫ НАЛОГОВ В США ПО СРАВНЕНИЮ С ЯПОНИЕЙ

Рассмотрим теперь ситуацию, когда реальная процентная ставка возрастает в США по сравнению с Японией. Некоторые американцы, до этого купившие японские активы, захотят теперь продать эти активы и купить взамен подобные (но приносящие больший доход) американские активы. Эти американцы продадут японские активы за иены и затем купят доллары для последующего приобретения долларовых активов. Это увеличит предложение иены. К тому же можно ожидать, что многие японские инвесторы захотят вместо японских инвестиционных проектов переключиться на американские. Для этого им придется конвертировать иены в доллары; предложение иен возрастет.

Рис. 27-7 показывает, что увеличение предложения иен произойдет при любом данном обменном курсе; предложение иен возрастет с S до S'. При предыдущем равновесном обменном курсе сейчас существовало бы избыточное предложение иен; американцам и японцам, конкурирующим между собой за возможность конвертации

иен в доллары, пришлось бы довольствоваться меньшим количеством долларов за 1 иену, т. е. равновесный обменный курс иены упадет, произойдет снижение ее курса относительно доллара.

Важно понять, что в рамках данного анализа обменный курс устанавливается под влиянием соотношения спроса и предложения на рынке. Однако нередко центральный банк допускает установление обменного курса, воздействуя на величину предложения и спроса.

ФИКСИРОВАННЫЙ И ПЛАВАЮЩИЙ ОБМЕННЫЕ КУРСЫ

До сих пор наш анализ затрагивал рыночное установление обменных курсов без вмешательства центрального банка. Однако на практике центральный банк довольно часто проводит определенные операции для предотвращения слишком высокого или слишком низкого обменного курса. В главе 28 мы расскажем подробнее об истории операций государства по воздействию на обменный курс. Здесь мы попытаемся объяснить еще один возможный способ установления обменного курса.

Плавающий обменный курс Хотя обычно центральный банк принимает меры для оказания воздействия на обменный курс, были периоды, как, например, последние 20 лет, когда **плавающий обменный курс** (*floating exchange rate*) был скорее правилом, чем исключением. Плавающий обменный курс — это цена валюты, которая определяется соотношением спроса и предложения на валютном рынке при минимальном вмешательстве государства или отсутствии такого вмешательства. Наш анализ до сих пор касался именно таких курсов.

Фиксированный обменный курс Если центральный банк предпринимает определенные действия для поддержания обменных курсов на определенном уровне, то это называется системой **фиксированных обменных курсов** (*fixed exchange rates*). Чтобы понять процесс фиксации обменного курса центральным банком, рассмотрим рис. 27-8, на котором снова представлено равновесие на рынке иен.

Здесь равновесный обменный курс равен 0,010 долл. за 1 иену в точке пересечения графиков предложения (S) и спроса (D) на иены. Предположим теперь, что это именно тот курс, в поддержании которого заинтересована ФРС. Тогда до тех пор, пока конъюнктура рынка остается неизменной, у ФРС не будет необходимости предпринимать какие-то действия для поддержания данного обменного курса.

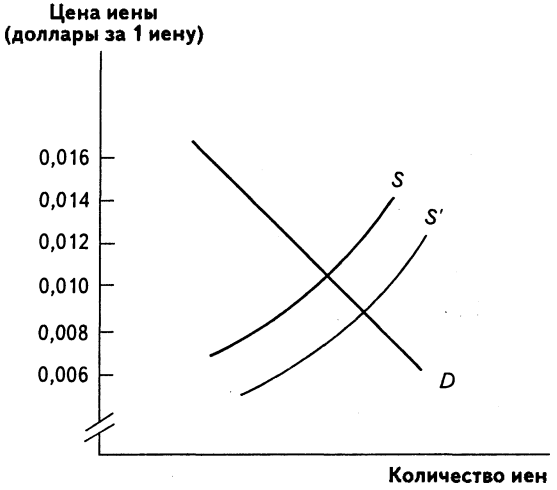


Рис. 27-7

Рост предложения иен. Если скорректированная с учетом риска реальная процентная ставка после уплаты налогов в США увеличивается относительно процентной ставки в Японии, тогда предложение иен возрастет с S до S'. При предыдущем равновесном обменном курсе теперь существует избыточное предложение иен. Японские (и американские) продавцы иен, которые желают приобрести долларовые активы, будут конкурировать между собой и будут готовы купить меньшую сумму иен за доллары. Произойдет снижение курса иены относительно доллара.

На самом деле условия валютного рынка могут быть очень изменчивыми. Например, спрос на иены может упасть из D до D' в результате сокращения покупок японских автомобилей в США. В отсутствие каких-либо действий со стороны ФРС равновесный обменный курс упал бы до 0,008 долл. за одну иену. Если же ФРС считает, что наилучшим курсом был именно 0,010 долл. = 1 иена, то тогда она постарается предотвратить дальнейшее повышение курса доллара относительно иены.

Отметим, что при первоначальном равновесном обменном курсе 0,010 долл. = 1 иена (рис. 27-8) объем валютных операций был 40 млрд. иен. После падения спроса на иены уже 38 млрд. иен требуется при первоначальном обменном курсе. Таким образом, после падения спроса на иены существует избыточное предложение иен в размере 2 млрд. (40 млрд. иен – 38 млрд. иен). Именно наличие избыточного предложения иен привело бы к уменьшению курса доллар/иена при невмешательстве ФРС.

Если же ФРС намерена оставить обменный курс на уровне 0,010 долл. = 1 иена, то ей придется сделать что-нибудь для устранения избыточного предложения иен. Напрашивается прямое решение этой проблемы: ФРС необходимо купить это избыточное количество иен в обмен на доллары. Другими словами, для фиксации обменного курса на данном уровне ФРС придется приобрести избыточные 2 млрд. иен по курсу 0,010 долл. = 1 иена, так что она потратит на это (0,010 долл./1 иена) × 2 млрд. иен = 200 млн. долл.

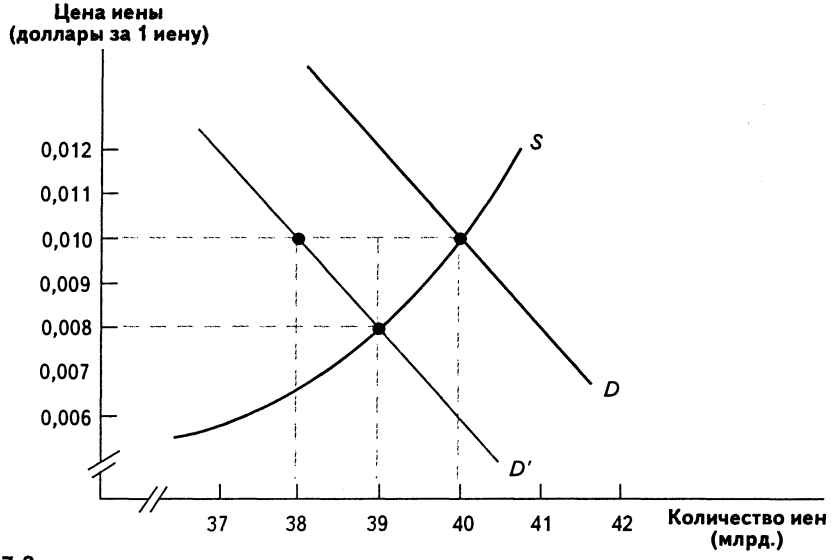


Рис. 27-8

Фиксация обменного курса доллар/иена при падении спроса на иены. Если ожидаемый уровень расходов американцев на японскую продукцию падает с D до D', то при первоначальном равновесном обменном курсе 0,010 долл. = 1 иена будет наблюдаться избыточное предложение иен в размере 2 млрд. В отсутствие официальных ограничений обменного курса спрос на иены уменьшится, и равновесный обменный курс доллар/иена снизится до уровня 0,008 долл. за 1 иену. В отсутствие каких-либо действий со стороны центрального банка курс доллара к иене будет расти.

Для сохранения первоначального курса 0,010 долл. = 1 иена ФРС может использовать сумму в 200 млн. долл. для приобретения избыточного количества иен в размере 2 млрд. При этом график спроса на иены сместится в обратном направлении в свою первоначальную позицию D.

Посредством приобретения такого количества иен ФРС может увеличить совокупный спрос на иены. Следовательно, она может способствовать смещению влево графика совокупного спроса из D' в первоначальное положение D. Такие действия,

следовательно, будут поддерживать обменный курс на желательном для ФРС уровне 0,010 долл. = 1 иена.

Надеемся, что данный пример помог вам понять, что фиксированный обменный курс не остается таковым по стечению обстоятельств. Центральному банку придется принимать активное участие в торговле иностранной валютой для предотвращения изменения курса. Эта основная причина того, что центральные банки большинства развитых стран обладают соответствующими портфелями активов (валютными резервами). Такие активы могут оказаться полезными, если центральный банк считает необходимым не допустить «завышенного» или «заниженного» курса национальной валюты.

Регулирование капитала Что может сделать правительство государства, центральный банк которого не обладает необходимыми валютными резервами для поддержания фиксированного обменного курса? Существует два выбора. Первый, очевидно, заключается в прекращении попыток фиксации обменного курса. Однако правительства некоторых стран прибегали вместо этого к официальному регулированию обменного курса национальной валюты, когда их центральные банки были неспособны поддерживать обменный курс на нужном уровне. При таком подходе государство может рассматривать обмен валюты ее гражданами по любому (кроме официального) курсу как противозаконное действие, даже если рыночный валютный курс отличается от официального.

Чтобы увидеть проблемы, к которым приводят такие официальные ограничения, давайте снова вернемся к рис. 27-8 и представим себе следующий пример, не совсем реалистичный, если учитывать то положение, которое в мире занимает Япония. Предположим, что японский парламент принял закон, в соответствии с которым официальный курс доллара к иене равен 0,010 долл. = 1 иена. Более того, представим, что центральный банк Японии обладает недостаточными долларовыми резервами для оказания воздействия на равновесный обменный курс доллар/иена. Пока графики спроса и предложения находятся в положениях D и S соответственно (рис. 27-8), официальный курс будет равен рыночному. Если же спрос на иены уменьшится до D', то курс доллар/иена упадет до 0,008 долл. = 1 иена; произойдет повышение курса доллара к иене.

Закон, однако, не разрешает домашним хозяйствам и фирмам в Японии покупать доллары по новому рыночному валютному курсу, даже если этого потребуют продавцы долларов. Участникам торговли долларами и иенами вне Японии также придется осуществлять сделки по официальному курсу 0,010 долл. = 1 иена, даже при падении спроса на иены до D'. Так что (при прочих равных условиях) образуется избыточное предложение иен или, другими словами, недостаточное предложение долларов в обмен на иены.

Естественно, в этой ситуации японские индивиды и фирмы, желающие прибрести доллары даже по официальному курсу, будут в безвыходном положении. В результате у многих возникнет соблазн обойти закон путем покупки долларов по рыночному курсу. То есть они будут совершать сделки на *черном рынке*, заниматься нелегальной торговлей долларами и иенами. Чтобы устранить стимулы к таким операциям, японское правительство может ввести еще одно официальное ограничение, называемое **регулированием капитала** (*capital controls*). В общем, это относится к ограничению на иностранные активы или обязательства в собственности резидентов либо на способность нерезидентов приобретать активы или обязательства данной страны. В частности, правительство могло объявить незаконным хранение долларовых активов или обязательств, таким образом сокращая возможный объем операций на черном рынке.

Несомненным покажется, что фиксация обменного курса — слишком жесткая мера. И естественно, ни США, ни Япония в последнее время к таким мерам не прибегали. В других странах, например во Франции, Южной Корее, бывшем Советском Союзе

и странах Восточной Европы, регулирование капитала в последние годы использовалось достаточно часто. Для правительств этих стран издержки ее граждан при искусственно фиксированном обменном курсе, очевидно, меньше ожидаемой выгоды.

В последующих главах мы еще вернемся к фиксированному и плавающему обменным курсам, когда будем обсуждать потоки международных платежей и практический опыт многих стран в этом отношении. Однако, как видно из наших упрощенных примеров, между системой фиксированных обменных курсов и системой плавающих курсов есть одно важное различие. В первой системе центральным банкам обычно приходится торговать огромным количеством валюты для поддержания обменного курса при обычных рыночных условиях. Либо правительству придется осуществлять комплексный контроль над хранением и торговлей иностранной валютой. В системе плавающих обменных курсов, наоборот, необходимость активного вмешательства центрального банка или правительства намного меньше или вовсе отсутствует.

ФОРВАРДНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ ОПЕРАЦИИ, СВОПЫ И ФЬЮЧЕРСЫ[1]

До сих пор мы обсуждали только обменный курс валют двух стран. На самом деле существует несколько курсов, на которые участникам торговли стоит обращать внимание. Мы же пока рассматривали только **курс спот** (*spot exchange rate*), т. е. обменный курс при немедленной оплате и поставке валюты на **валютном рынке спот** (*spot exchange market*). С валютного рынка спот лучше всего было начинать анализ, однако кроме него существуют и другие валютные рынки.

Форвардные валютные рынки Распространенным видом валютных сделок служат операции на **форвардных валютных рынках** (*forward exchange markets*). Это рынки, на которых поставка валюты производится через определенный период. Чтобы понять механизм форвардной валютной сделки, рассмотрим реальную проблему, встающую перед американскими импортерами японских компьютерных чипов. Компания-импортер планирует продать чипы американскому производителю компьютеров через месяц в соответствии с заключенным контрактом. Следовательно, японские чипы поставят в США через четыре недели, когда импортеру придется заплатить за них в иенах. Вопрос в том, когда же компании-импортеру купить иены для оплаты поставки по контракту. Эта компания могла осуществить немедленную покупку чипов посредством приобретения иен на валютном рынке спот. Тогда она могла пока хранить эти иены на депозите в банке для последующей оплаты. Ей также придется оплатить поставку валюты в долларах в день поставки.

Или же эта компания могла подождать месяц и затем приобрести необходимую сумму иен. Преимущество такой покупки в том, что компания-импортер сможет иметь в своем распоряжении те доллары, которые иначе пришлось бы отдать четырьмя неделями раньше. Недостаток заключается в том, что через месяц курс мог измениться; курс доллара к иене мог упасть.

Вместо всего этого американская компания могла заключить *форвардный* валютный контракт. Она могла предложить *будущую* поставку долларов через четыре недели в обмен на иены, которые будут поставлены также через четыре недели. Компании придется заплатить за иены по *текущему* равновесному **форвардному курсу** (*forward exchange rate*) по этой сделке, т. е. компания в настоящий момент будет знать курс, по которому она приобретет необходимую сумму иен через четыре недели. При этом ей не придется искать наилучший способ хранения активов, деноминированных

[1] В данном разделе использованы материалы дискуссии из книги: *Melvin Michael*, International Money and Finance, 2 ed. — New York: Harper & Row, 1989.

в иенах, в течение четырех недель, если она купит иены сразу, что также может предотвратить убытки от возможного падения курса доллара к иене.

Может быть, компании придется заплатить по более высокому форвардному курсу, чем текущий курс спот. В этом случае компании-импортеру придется выплачивать **форвардную премию** (*forward premium*) за приобретение иен за доллары по форвардной сделке. Возможно, что форвардный курс окажется ниже текущего курса спот, в этом случае она приобретет иены с **форвардной скидкой** (*forward discount*).

Валютные свопы Мы еще не перечислили все виды сделок с валютой, посредством которых американский импортер может приобрести японские чипы. Предположим, что у этой компании уже есть определенный запас иен. Но ей необходимы дополнительные валютные средства именно *в данный момент* для других целей. В то же время она может предоставить гарантии, что через четыре недели у нее будет необходимая сумма в иенах. Конечно, можно взять долларовый кредит в депозитном учреждении прямо сейчас или продать часть иен на валютном рынке спот в настоящий момент, а через месяц купить иены на этом рынке. Однако импортер может воспользоваться валютным **свопом** (*swap*) — сделкой, в которой присутствуют элементы и форвардной сделки, и сделки спот. При этом компания-импортер может обменять иены на доллары сегодня на валютном рынке спот и также доллары на иены на форвардном валютном рынке. Тогда эта компания решит проблему с долларами, необходимыми в данный момент, и с иенами, которые понадобятся через четыре недели, осуществив одну сделку.

Обычно большое число такого рода сделок могут проводить только компании с большими запасами валюты. Эти сделки более обычны среди депозитных учреждений, которые хранят значительный объем депозитов в иностранной валюте и которым необходима национальная валюта для осуществления ежедневных операций с клиентами. Более того, депозитные учреждения и другие кредитно-финансовые институты иногда заключают валютные свопы регулярно, что может являться частью спекулятивной стратегии, цель которой — получение прибыли от свопов. Другие осуществляют такие сделки в качестве брокеров между сторонами сделки — зарабатывают комиссионные.

Валютные фьючерсы и опционы Напомним из главы 5, что использование фьючерсов и опционов в США постепенно растет. *Фьючерсный рынок*, как вы помните, — это высокоорганизованный рынок для обмена определенных товаров по установленной цене в обусловленный срок в будущем. *Опцион* — это финансовый контракт, который дает право выбора покупать и/или продавать заранее определенные ценные бумаги или товары в установленных количествах по определенным ценам и в обусловленный срок. Использование фьючерсов и опционов в валютных операциях значительно возросло и в США, и в мире в целом.

Фьючерсный валютный контракт схож с форвардным контрактом в том, что поставка валюты осуществляется в будущем. Экономисты и участники торговли используют термин **«валютный фьючерс»** (*foreign exchange futures*) в более узком смысле, чем «форвардный валютный контракт». Валютный фьючерс — это *стандартный* форвардный контракт, применяемый для нескольких широко распространенных валют, т. е. условия обмена двух валют такого рода, скажем фунта и иены, будут установлены заранее в соответствии с объемом и сроком поставки. Основной признак фьючерсов, который отличает их от форвардных сделок, заключается в том, что денежные потоки между участниками торговли образуются ежедневно, что связано с выплатой гарантийных взносов (маржи) для нейтрализации отклонений обменного курса от цены, установленной в контракте. Фактическая поставка валюты по фью-

черсному контракту произойдет, только если контрактные позиции не будут закрыты до истечения его срока. В форвардном же контракте никаких денежных потоков не возникает вплоть до фактического истечения срока контракта.

Фирмы и индивиды также участвуют в торговле валютными фьючерсами в определенных местах, например на крупнейшем рынке валютных фьючерсов — Международном валютном рынке при Чикагской товарной бирже. Обычно такие рынки регулируются государством. Форвардные же контракты свободно обращаются, часто заключаются на менее распространенные валюты, получают широкое распространение во многих регионах и обычно менее подвержены государственному надзору.

Валютные опционы (*foreign exchange options*) представляют собой контракты, которые дают право купить или продать фиксированную сумму валюты по заранее установленному курсу. Если сторона может исполнить опцион в любой момент до истечения его срока, тогда это *американский опцион*. Если же опцион может быть исполнен только по истечении его срока, то это *европейский опцион*. Валютные опционы, как и валютные фьючерсы, обычно являются стандартизованными контрактами, охватывающими широко распространенные валюты, сделки по которым проводятся на нескольких централизованных рынках.

ВАЛЮТНЫЙ РИСК, ХЕДЖИРОВАНИЕ И МЕЖДУНАРОДНАЯ ДИВЕРСИФИКАЦИЯ

Почему существует столько видов валютных рынков? Причина в том, что фирмы и индивиды используют разнообразные валютные операции — сделки спот, форвардные сделки, свопы, фьючерсы и опционы — для хеджирования **валютного риска** (*foreign exchange risk*). Это риск, который несут фирмы или индивиды от хранения или торговли валютой.

Виды валютных рисков Существует три основных вида валютных рисков.

1. *Трансляционный валютный риск.* **Трансляционный валютный риск** (*accounting risk*) — это риск от владения валютными активами или обязательствами. Напомним, что разница между общими активами и пассивами — это собственный капитал. Если обменный курс меняется, то же происходит и с долларовой стоимостью активов и пассивов в иностранной валюте. В результате долларовая стоимость собственного капитала фирмы или индивида может измениться. Следовательно, долларовая стоимость собственного капитала может уменьшиться в связи с изменением обменного курса.

   К примеру, предположим, что американская компания-импортер в нашем примере имеет 500 000 долл. в долларовых активах, 10 млн. иен в активах, деноминированных в иенах, и ее пассивы равны 50 млн. иен. Если обменный курс первоначально был 0,010 долл. = 1 иена, тогда активы компании в долларах будут равны 500 000 долл. + [(0,010 долл./1 иена) × 10 млн. иен] = 500 000 долл. + + 100 000 долл. = 600 000 долл., а пассивы компании в долларах составят (0,010 долл./1 иена) × 50 млн. иен = 500 000 долл. Следовательно, при обменном курсе 0,010 долл. = 1 иена собственный капитал компании будет равен 100 000 долл.

   Теперь предположим, что обменный курс изменился и равен 0,015 долл. = = 1 иена, так что курс доллара к иене снизился. Тогда стоимость общих активов компании в долларах будет 500 000 долл. + [(0,015 долл./1 иена) × 10 млн. иен] = = 500 000 долл. + 150 000 долл. = 650 000 долл. Стоимость же пассивов в долларах равна (0,015 долл./1 иена) × 50 млн. иен = 750 000 долл. Следовательно, в данном примере собственный капитал компании уменьшится до отрицательного значения в −100 000 долл. просто в результате падения курса доллара.

2. *Операционный валютный риск.* Когда индивид или фирма заключают импортный или экспортный контракт, который предусматривает предоставление долгосрочного кредита, такие соглашения обычно влекут за собой предоставление кредита в одной валюте. По своей природе, однако, экспорт или импорт также включает в себя валютные операции одной из сторон, которая подвергается риску потерь от колебаний обменного курса в течение срока действия кредитного соглашения. Например, предположим, что японский производитель чипов в нашем примере осуществляет их поставку американскому импортеру по соглашению, в соответствии с которым *долларовый* платеж будет производиться, скажем, через две недели, и берет на себя ответственность за конвертацию долларов в иены. В течение этих двух недель, т. е. срока предоставления кредита американской компании, японская фирма подвергается **операционному валютному риску** (*transaction risk*), так как курс доллара к иене за это время может повыситься; японская фирма может получить меньше иен при оплате поставки.
3. *Риск изменения прибыльности.* Основным способом измерения финансового положения фирмы является использование дисконтированной стоимости суммы текущих и всех будущих ожидаемых прибылей фирмы. Фирма, принимающая участие во многих валютных операциях, должна принимать во внимание **риск изменения прибыльности** (*profitability risk*) — риск того, что на ожидаемую прибыльность могут повлиять ее валютные операции. Фирма (или депозитное учреждение), которая особенно склонна использовать свопы, форвардные сделки, фьючерсы или опционы, может увеличить прибыльность, осуществляя валютные операции. Другими словами, сами по себе валютные операции (независимо от основной деятельности фирмы — международной торговли, с которой они связаны) могут увеличить или уменьшить прибыльность фирмы в долгосрочном периоде.

Хеджирование валютного риска Существование форвардных, фьючерсных и опционных рынков в экономике США позволяет индивидам и фирмам, участвующим в торговле, страховаться от риска; такие же возможности предоставляют валютные рынки. Индивиды или фирмы могут хеджировать валютный курс, совершая сделки спот вместе с другими видами сделок, например форвардными контрактами, свопами, фьючерсами или опционами.

Рассмотрим следующий, специально упрощенный пример. Предположим, что итальянский банк дает ссуду в лирах американской строительной компании по соглашению, в соответствии с которым последняя вернет кредит банку в долларах по форвардному курсу доллар/лира через месяц. Итальянский банк подвергается трансляционному валютному риску, так как у него появился долларовый актив (долларовые выплаты по ссуде, предоставленной в лирах). К тому же он подвергается операционному валютному риску, так как курс доллара к лире может повыситься на валютных рынках спот. И последнее, итальянский банк, как всякое депозитное учреждение, осуществляющее торговлю на валютных рынках, подвергается риску изменения прибыльности.

Для хеджирования этих рисков все, что нужно сделать итальянскому банку, — это иметь соответствующее долларовое обязательство, срок погашения которого будет совпадать со сроком погашения ссуды, выданной американской строительной компании. Он может сделать это путем получения кредита в американском банке, вернуть который нужно будет в лирах, и заключения форвардного контракта по тому же рыночному форвардному курсу, что и в соглашении со строительной фирмой, т. е. он может заключить *своп* путем комбинирования форвардной сделки с выдачей ссуды и форвардной сделки с получением кредита.

Следовательно, любые колебания обменного курса в период между подписанием контрактов и одновременным наступлением срока их погашения окажут одинаковое воздействие на банковские активы и пассивы, так что собственный капитал банка в лирах останется неизменным. Более того, операционный валютный риск, которому банк подвергается при выдаче ссуды в лирах и погашении ее в долларах, будет возмещен за счет потенциальной прибыли от кредита в долларах, выплаты по которому предусмотрены в лирах. И последнее, поскольку банк застраховал себя от риска убытков посредством свопа, его кредитные операции не могут подвергаться риску изменения прибыльности, поэтому доход банка будет состоять только из процентов по ссуде, выданной в лирах. Таким образом, банк *полностью хеджировал риск* по форвардному контракту, связанному с предоставлением ссуды строительной фирме.

Вышеприведенный пример был упрощенным, поскольку в нем показана только одна сделка хеджирования путем заключения валютного свопа. На практике индивиды имеют дело с рисками, возникающими вследствие *несоответствия* сроков погашения активов и обязательств. Поэтому опытные участники торговли на международных рынках должны использовать все разнообразие финансовых инструментов, им доступных, включая валютные фьючерсы и опционы, для хеджирования валютных рисков.

Это не значит, что форвардные, фьючерсные, опционные сделки или свопы не могут использоваться для получения *спекулятивной* прибыли от изменения обменных курсов. Конечно, фирмы и индивиды могут заключать фьючерсные контракты, так как их можно рассматривать как своего рода «ставки» на будущие изменения обменных курсов. Если ставка неудачна, то одна сторона фьючерсного контракта несет убытки, связанные с уменьшением потока доходов или стоимости активов по завершении контракта, но если ставка сделана верно, то гарантирован спекулятивный доход.

Собирается ли индивид или фирма использовать различные виды сделок и инструментов для хеджирования рисков или для спекуляции — это зависит от их отношения к риску. Как уже отмечалось, обменные курсы бывают очень изменчивыми. Не расположенные к риску инвесторы будут хеджировать потенциальный риск потерь от колебаний курсов, а готовые рисковать будут использовать такие колебания, неожиданные для других участников торговли, для извлечения спекулятивных прибылей.

Диверсификация иностранных финансовых активов и международные банковские операции

Как мы обсудим в главе 28, межстрановые потоки товаров и услуг обычно влекут за собой обратные потоки платежей в иностранной валюте (если эти операции не являются трансфертами или дарами). Конечно, наш пример с компанией-импортером чипов из Японии предполагал потоки товаров или услуг и обратные потоки платежей между США и Японией. Другими словами, в этом примере имеют место валютные операции, относящиеся к международной торговле товарами и услугами.

Резиденты одной страны часто приобретают финансовые активы других государств, таким образом создавая потоки платежей между странами и стимулируя валютные операции. Как уже отмечалось, многие покупки или продажи иностранных финансовых активов предпринимаются для хеджирования валютных рисков, однако не все из них непосредственно связаны с хеджированием риска. Эти операции совершаются, так как многие индивиды и фирмы приходят к решению хранить активы в соответствии с общей стратегией диверсификации портфелей. Депозитные учреждения относятся к

числу тех фирм, которые диверсифицируют свои портфели за счет покупок или продаж иностранных активов, что мы обсудим в дальнейшем. Но прежде всего давайте посмотрим, почему же стратегия диверсификации иностранных активов действительно имеет смысл для многих инвесторов как в США, так и во всем мире.

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ИНОСТРАННЫХ ФИНАНСОВЫХ АКТИВОВ

В США частные лица и фирмы покупают большую часть акций и облигаций американских корпораций и государственных агентств. Иностранцы, естественно, тоже принимают участие в этом. Частные лица и фирмы США к тому же приобретают акции и облигации иностранных компаний и правительств. Почему же они покупают ценные бумаги, выпущенные в других государствах?

Во-первых, большинство финансовых рынков открыты для резидентов других стран. Более того, хотя размеры рынков акций и облигаций США очень велики, нельзя не учитывать торговлю на фондовых рынках других стран. К примеру, объем операций с акциями на фондовых рынках США теперь составляет менее половины мирового, $^1/_4$ часть его приходится на фондовые рынки Дальнего Востока и $^1/_4$ — на Европу. Объем операций с облигациями распределен примерно в такой же пропорции. В общем, во всех регионах мира функционируют хорошо развитые фондовые рынки.

Доходность активов и международные арбитражные операции Естественно, резиденты США обладают иностранными финансовыми активами не потому, что просто существуют фондовые рынки других стран. Скорее это делается в надежде на получение прибыли от покупки иностранных ценных бумаг. Например, американский инвестор может считать, что доходность ценных бумаг в другой части света в среднем выше, чем в США. Вследствие этого он и другие американцы могут прийти к решению хранить определенное количество иностранных акций или облигаций.

Такая разница в средней доходности в разных странах, возможно, и является ответом на вопрос, почему индивиды могут держать в своем портфеле иностранные активы. Однако такая разница не будет существовать в течение продолжительного времени, так как рыночные **арбитражные операции** (*arbitrage*) — приобретение активов по рыночной цене на зарубежных финансовых рынках и последующая их продажа (или продажа их эквивалентов) по более высокой цене на финансовых рынках других государств — должны привести к устранению со временем этой разницы. Раньше, когда информация о доходности активов и их ценах распространялась довольно медленно, арбитражные операции требовали много времени, но в современных условиях при наличии взаимосвязанных финансовых информационных систем аналитики постоянно отслеживают разницу в доходности активов и ценах на рынках различных стран. Следовательно, разница в доходности обычно существует только в течение непродолжительного времени, что существенно ограничивает привлекательность ценных бумаг, выпущенных в других странах.

Диверсификация риска посредством хранения иностранных активов Основной аргумент (кроме сокращения валютного риска, который мы уже обсудили) для хранения иностранных активов заключается в том, что при этом уменьшается риск потерь богатства индивидов или фирм. Другими словами, диверсификация иностранных финансовых активов может уменьшить общий риск убытков, которому подвергаются индивиды и фирмы.

Чтобы убедиться в справедливости этих выводов, рассмотрим несколько нереалистичный пример. Предположим, что гражданин Кувейта вплоть до 1990 г. хранил все свои средства в облигациях, эмитентами которых были кувейтские фирмы и прави-

тельство страны. Как выяснилось, в 1990—1991 гг. финансовое положение последних сильно ухудшилось вследствие вторжения Ирака и последующих военных действий. Даже если портфель этого индивида был хорошо диверсифицирован и состоял из акций и облигаций различных фирм и правительственных агентств, доходность этих финансовых активов будет падать в результате военного конфликта. Таким образом, даже диверсифицированный надлежащим образом портфель ценных бумаг принесет значительные убытки.

Предположим, что этот индивид вместо этого хранил финансовые инструменты, выпущенные *в разных* странах, скажем в Кувейте, США, Японии, Италии и Франции. Иракский конфликт и последующий экономический спад в 1991 г., несомненно, привел к уменьшению стоимости портфеля активов. Тем не менее общие убытки будут намного меньше, чем в случае, если бы портфель состоял из ценных бумаг одного Кувейта. В этом упрощенном примере становится очевидной необходимость хранения иностранных финансовых активов.

В общем основная идея диверсификации иностранных активов заключается в том, что доходность ценных бумаг в отдельно взятой стране может быть подвержена отрицательному влиянию событий, которые оказали небольшой или вовсе нулевой эффект на доходность активов в другом государстве. В качестве другого примера предположим, что неожиданно высокий уровень дефицита государственного бюджета США привел к увеличению процентных ставок по большинству финансовых инструментов, так что цены последних стали падать. Эффект этого неожиданного события будет ограничиваться американскими рамками. Следовательно, американские инвесторы могли уменьшить риск убытков от падения стоимости активов посредством наличия в портфеле наряду с американскими и иностранных ценных бумаг.

Чтобы сбалансировать риск в разных странах, многие инвесторы стараются держать ценные бумаги тех стран, корреляция доходности которых не слишком высока. Следовательно, если доходность ценной бумаги, выпущенной в одной стране, падает, то вероятность уменьшения доходности ценной бумаги другой страны будет меньше. Именно поэтому некоторые инвесторы разработали **мировые индексные фонды** (*world index funds*), т. е. группировку активов разных стран, колебания доходности которых обычно взаимно погашаются. Естественно, эти инвесторы пытаются включать высокодоходные инструменты в свои мировые индексные фонды, т. е. диверсификация риска не является их единственной целью. Тем не менее подобная диверсификация представляет собой один из основных мотивов хранения портфелей ценных бумаг различных стран.

МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Депозитные учреждения играют очень важную роль в процессе международной финансовой диверсификации и сокращения валютных рисков, причем действовать они могут как от своего имени, так и от имени клиентов. Они осуществляют операции на **евровалютном рынке** (*Eurocurrency market*), т. е. на рынке финансовых активов, где банки принимают депозиты и выдают ссуды в валютах разных стран, но *вне пределов* страны-эмитента.

Основной причиной возникновения евровалютного рынка является «холодная война», как отмечается ниже в разделе «Международный обзор». Большинство аналитиков, однако, считают, что рост евровалютного рынка в основном происходил в результате попыток правительств регулировать банковскую систему своих стран. Действительно, первая значительная волна расширения этого рынка была в 1960-е годы вследствие введения банковских и денежно-кредитных ограничений в США. К началу

Развитие евровалютного рынка

Сначала этот рынок был известен как *рынок евродолларов* (*Eurodollar market*), поскольку большая часть торговли имела отношение к долларовым депозитам и ссудам банков, филиалы которых находились в европейских странах. Только начиная с 1980-х годов стал использоваться термин «евровалютный рынок» по мере уменьшения роли доллара и усиления позиций других валют, к примеру японской иены и немецкой марки.

Интересно, что возникновение евровалютного рынка связано с финансовыми операциями двух послевоенных оплотов антикапитализма — Советского Союза и Китая. После второй мировой войны этим двум государствам были необходимы доллары для осуществления внешней торговли, поскольку доллар был основной валютой внешнеторговых сделок. Эти страны боялись держать долларовые депозиты в американской банковской системе, так как опасались, что вследствие «холодной войны» правительство может принять решение об изъятии этих депозитов в качестве ответной меры. Некоторые банкиры в Европе — в основном в Лондоне — были совсем не прочь выступать в качестве посредников долларовых операций СССР и Китая, если за это хорошо платили. Таким образом, правительства этих стран хранили долларовые депозиты в британских банках, а последние получали прибыль.

Вскоре евродолларовый рынок значительно расширился. Поскольку кредитование в евродолларах было делом выгодным для лондонских банков, рыночная процентная ставка стала привлекательной для различных индивидов и фирм в конце 1950-х — начале 1960-х годов. Многонациональные американские корпорации также нашли эти ставки привлекательными. Их дочерние компании могли хранить долларовые депозиты в лондонских банках или в банках других стран, когда география рынка расширилась, вместо поставки долларов в США для депонирования в американские банки.

К тому времени в демократических странах Западной Европы, США и Японии забыли тех, кто в действительности способствовал формированию евровалютного рынка. По иронии судьбы ими были противники негосударственных рынков, капитализма и рыночной экономики в лице СССР и Китая, которые ускорили развитие одного из крупнейших негосударственных финансовых рынков в мире.

Источник: Frieden Jeffrey A., Banking on the World: The Politics of International Finance. — Oxford: Basil Blackwell, 1987.

1960-х годов доллар стал играть настолько важную роль в обслуживании международной торговли во всем мире, что Нью-Йорк практически стал центром международных финансов, потеснив Лондон. Он также стал финансовым центром, откуда направлялись основные долларовые потоки в другие страны.

В 1963 г., беспокоясь, что отток долларов из США повредит развитию экономики страны, правительство обложило налогом большую часть приобретаемых американцами иностранных облигаций. Вскоре были введены ограничения и на размер кредитов, которые американские банки могли выдавать нерезидентам и которые могли использовать американские корпорации для заграничных инвестиций, т. е. правительство США стало практиковать ограниченное *регулирование капитала* (*capital controls*).

Такая ситуация продолжалась до 1974 г., и большая часть долларовых кредитных операций была перенесена из Нью-Йорка в другие финансовые центры вне США. Кроме бума деятельности британских банков, которые участвовали в торговле долларовыми активами или *евродолларами* (*Eurodollars*), такое регулирование побудило *американские* банки увеличить число своих филиалов в Лондоне и других зарубежных финансовых центрах. Несмотря на официальные ограничения на перевод средств из

американских банков в их заграничные филиалы, долларовые депозиты последних значительно возросли по мере привлечения долларовых вкладов иностранных клиентов. В период лишь между 1970 и 1973 г. объем операций на евровалютном рынке увеличился более чем вдвое по мере того, как американские, европейские и дальневосточные банки конкурировали на новом офшорном рынке. Банки начали осуществлять сделки с депозитами и ссудами в других валютах; таким образом, возник евровалютный рынок.

Сравнение процентных ставок на национальных и евровалютном рынках С рождением евровалютного рынка и одновременным развитием сложнейших коммуникационных технологий денежные потоки стали перемещаться по всему миру в таком объеме и с такой скоростью, о которых ранее не могли и думать. Поэтому корпорации и депозитные учреждения стали реагировать на малейшие изменения процентных ставок в других странах путем соответственного перемещения средств. Это происходит, поскольку перемещаемые суммы были настолько велики, что даже небольшая разница в процентных ставках могла привести к значительной прибыли, что оправдывало издержки перевода средств.

Торговля евродолларами продолжала оставаться доминирующей на евровалютном рынке. Тем не менее существование множества финансовых активов, выраженных в разных валютах, и разнообразие процентных ставок значительно усложнили сравнение процентных ставок в различных странах. Поэтому участники торговли пришли к соглашению (которое действует до сих пор) об установлении процентных ставок по ссудам на евровалютном рынке на основе **ставки предложения на лондонском межбанковском рынке депозитов** (*London Interbank Offer Rate, LIBOR*) плюс определенный процент. LIBOR — это процентная ставка, по которой шесть крупнейших лондонских банков выдают ссуды или принимают депозиты и которая устанавливается каждое утро при открытии рыночных операций. Процентная ставка *по депозитам* на евровалютном рынке обычно объявляется со ссылкой либо на LIBOR, либо на рыночную процентную ставку по крупным, находящимся в свободном обращении депозитным сертификатам США. Такое соглашение намного упростило процесс соизмерения процентных ставок.

Экономические функции евровалютного рынка Евровалютный рынок — это обычное «место встречи» индивидов и фирм, занимающихся финансовой деятельностью, и депозитных учреждений со всего мира. В этом качестве рынок выполняет несколько экономических функций.

1. *Центр мировых арбитражных операций.* Разница в доходности ценных бумаг очень быстро устраняется на евровалютном рынке посредством арбитражных операций. В сущности, этот рынок связывает внутренние рынки стран во всем мире. К примеру, если доходность долларовых активов, которыми торгуют в США, падает, то средства быстро переводятся в долларовые активы в Лондоне или каком-либо другом финансовом центре, таким образом уменьшая их доходность. Это может побудить участников торговли перевести свои средства в активы, выраженные в других валютах, что также будет корректировать ставки по ним, пока не установится новая мировая равновесная процентная ставка.
2. *Центр мирового кредитования.* К началу 1980-х годов стало очевидно, что официальные ограничения на предоставление ссуд иностранным резидентам и на открытие депозитов американских банков перестали быть эффективными. К тому времени фактически большинство американских банков обходили эти ограничения посредством создания офшорных филиалов, расположенных вне территории США,

обычно на островах Карибского бассейна, следовательно, вне действия ограничений правительства. Банки использовали эти близко расположенные и не требующие значительных расходов филиалы для осуществления евровалютных сделок.

ФРС в конце концов прекратила развитие такой ситуации в конце 1981 г., когда она разрешила американским банкам осуществлять операции в евровалюте внутри США через механизм **международных банковских услуг** (*International Banking Facilities, IBFs*). Несмотря на свое название, эта система означает не реальные услуги, а скорее официальный механизм ведения банками специального учета международных кредитов и депозитов.

Введение международных банковских услуг плюс действия правительства США, направленные на увеличение объема кредитов развивающимся государствам, ускорили рост вмешательства американских банков в кредитование других стран через евровалютный рынок. Большинство из этих кредитов являются **синдицированными банковскими кредитами** (*syndicated loans*), т. е. ссудами, выдаваемыми небольшой группой банков, которые затем продают часть ссуды другим банкам, как бы приглашаемым в банковский консорциум.

Как уже отмечалось в главе 6, американские банки имели не очень большой опыт работы с множеством международных кредитов, выданных ими на евровалютном рынке в 1980-е годы. Многие банки так и не стали, вопреки предположениям, активными кредиторами на евровалютном рынке. Большинство этих банков ожидали высокой доходности таких ссуд. Более того, они не ожидали падения цен на нефть в начале 1980-х годов, что отрицательно повлияло на большинство развивающихся стран, означая, что эти ссуды стали меньшим вкладом в диверсификацию риска портфеля банка, чем ожидалось.

3. *Возможность диверсификации риска для вкладчиков.* В то время как многие банки, к своему сожалению, обнаружили, что евровалютный рынок *ссудного* капитала не позволил им диверсифицировать риск вопреки их ожиданиям, многие *вкладчики* посчитали участие в операциях на евровалютном рынке большой удачей. Многонациональным корпорациям это было в особенности выгодно, так как они использовали евровалютный рынок для размещения капиталов в банковские депозиты либо в долларах, которые открывали многие банки, либо в других валютах, хотя такие услуги предоставляло ограниченное число банков.
4. *Возможность снижения валютного риска.* Как уже отмечалось в начале этой главы, банки часто страховались от валютного риска посредством участия в валютных свопах. Такие сделки обычно осуществлялись в виде форвардных покупок активов в иностранной валюте, которым соответствовали форвардные продажи обязательств также в иностранной валюте.

Высокий уровень развития евровалютного рынка способствует заключению свопов. Поскольку банки всего мира связаны через евровалютный рынок, большое число сторон участвует в свопах практически в любой данный момент. В результате конкуренция на рынках свопов была высока. Банкам, берущим кредиты и выдающим ссуды, и их клиентам выгодно участвовать в операциях на евровалютном рынке, предоставляющем возможность снижения риска.

В общем, евровалютный рынок является центром международных финансов. Он повышает эффективность национальных финансовых рынков стран всего мира посредством соединения участников торговли на этих рынках и представляет возможность для индивидов, фирм и финансовых учреждений диверсифицировать риск. И по-

следнее, с помощью операций на евровалютном рынке депозитные учреждения могут хеджировать валютный риск.

Крупные денежные потоки между странами проходят именно через евровалютный рынок. Эти денежные потоки, как мы увидим в следующей главе, отражают основные тонкости международной торговли и финансовых отношений. В дальнейшем мы попытаемся помочь вам понять природу этих потоков.

Краткое содержание

1. Резиденты разных стран осуществляют экономические операции, связанные с торговлей товарами и услугами (экспорт—импорт), покупкой и продажей финансовых активов, дарением и получением подарков.
2. Обменный курс — это цена одной валюты, выраженная в другой валюте. Поэтому соотношение спроса и предложения определяет равновесный обменный курс.
3. Кривая спроса на валюту имеет отрицательный наклон. Когда цена иены в долларах падает (т. е. для покупки 1 иены потребуется меньше долларов), то такое падение курса иены побуждает американских резидентов покупать больше японских товаров и финансовых активов, деноминированных в иенах, дарить больше подарков друзьям и родственникам в Японии.
4. Кривая предложения валюты имеет положительный наклон. С ростом цены иены в долларах (при прочих равных условиях) японцы будут склонны продавать больше иен в обмен на доллары, чтобы приобрести больше американских товаров и долларовых активов, дарить больше подарков друзьям и родственникам в США.
5. Равновесная процентная ставка устанавливается в точке пересечения графиков спроса и предложения валюты. При обменном курсе выше равновесного существует избыточное предложение валюты, и конкуренция продавцов валюты приведет к снижению обменного курса. При обменном курсе ниже равновесного существует недостаточное предложение валюты, поэтому конкуренция покупателей приведет к повышению обменного курса.
6. Спрос на валюту данной страны растет, если (при прочих равных условиях): а) реальный доход в других странах повышается; б) скорректированная с учетом риска реальная процентная ставка после уплаты налогов растет в стране; в) вкусы покупателей меняются в пользу товаров, экспортируемых из страны; г) темпы инфляции в стране ниже, чем в других странах; д) ожидаемый уровень инфляции в стране ниже, чем в других странах.
7. Если вкусы американцев меняются в сторону японских товаров и услуг, то спрос на иены возрастет, что приведет к повышению курса иены к доллару.
8. Если скорректированная с учетом риска реальная процентная ставка после уплаты налогов в США увеличивается, то предложение иен будет возрастать; это повлечет за собой уменьшение курса иены к доллару.
9. Если страна намерена сохранить фиксированный обменный курс национальной валюты к иностранной валюте, то ее центральному банку придется быть готовым проводить валютные операции в достаточном объеме для устранения недостаточного или избыточного предложения валюты, которое может возникать вследствие колебаний спроса или предложения на валютном рынке. В противном случае государству придется отказаться от фиксированного обменного курса или прибегнуть к регулированию капитала, что ограничит возможности граждан обменивать национальную валюту на иностранную.
10. Существует множество видов валютных операций. Они включают в себя сделки спот, форвардные контракты, свопы, фьючерсы и опционы. Индивиды или фирмы могут использовать различные типы сделок в зависимости от возможных издержек и дохода, а также от ожиданий валютного риска, которому они подвергаются.

11. Существует три вида валютного риска: а) трансляционный риск — риск потери стоимости собственного капитала, выраженного в одной валюте, вследствие изменений обменного курса; б) операционный риск, связанный с колебаниями обменных курсов и соответствующими изменениями дохода, полученного от валютных операций; в) риск изменения прибыльности, возникающий в связи с валютными сделками, осуществляемыми в ходе международных экономических операций.

12. Индивиды и фирмы хранят иностранные финансовые активы в основном для диверсификации портфелей активов. Доходность акций и облигаций в одной стране часто может оказаться под воздействием факторов, характерных только для данной страны, так что хранение иностранных ценных бумаг позволяет индивидам и фирмам защитить себя от негативных последствий воздействия таких факторов.

13. Евровалютный рынок предоставляет возможность для диверсификации международных активов и валютного риска. Депозитные учреждения являются основными участниками этого рынка. Они выдают ссуды и привлекают депозиты в разных валютах, хотя доллар США остается основной валютой, которой торгуют на евровалютном рынке. Евровалютный рынок также способствует международным арбитражным операциям, посредством которых, таким образом, осуществляется перевод капитала в активы с более высокой доходностью и уравнивается норма доходности однородных активов на мировых финансовых рынках.

Словарь терминов

Арбитражные операции (*arbitrage*) — приобретение активов по рыночной цене на зарубежных финансовых рынках и последующая их продажа (или продажа их эквивалентов) по более высокой цене на финансовых рынках других государств.

Валютный опцион (*foreign exchange option*) — контракт, который предоставляет право купить или продать фиксированную сумму валюты по заранее установленному курсу.

Валютный риск (*foreign exchange risk*) — риск, которому подвергаются фирмы или индивиды, связанный с владением или торговлей валютой.

Валютный рынок спот (*spot exchange market*) — рынок немедленной оплаты и поставки валюты.

Валютный фьючерс (*foreign exchange futures*) — стандартный форвардный контракт, применяемый для нескольких широко используемых валют.

Евровалютный рынок (*Eurocurrency market*) — рынок активов, где банки принимают депозиты и выдают ссуды в валютах разных стран, но вне пределов страны-эмитента.

Импорт (*import*) — покупка товаров (услуг), ввозимых из других стран.

Импортные квоты (*import quotas*) — количественные ограничения на импорт.

Курс спот (*spot exchange rate*) — обменный курс при немедленной оплате и поставке валюты.

Международная интеграция (*international integration*) — развитие прочных связей между индивидами, фирмами, рынками и правительствами разных стран.

Международные банковские услуги (*International Banking Facilities, IBFs*) — официальный механизм, в соответствии с которым банки ведут специальный учет иностранных кредитов и депозитов.

Мировые индексные фонды (*world index funds*) — группировка активов разных стран, колебания доходности которых обычно взаимно погашаются.

Обменный курс (*exchange rate*) — цена иностранной валюты, выраженная в национальной валюте.

Операционный валютный риск (*transaction risk*) — риск, которому подвергается сторона долгосрочного кредитного контракта вследствие возможного изменения обменного курса.

Плавающий обменный курс (*floating exchange rate*) — цена валюты, которая определяется соотношением спроса и предложения на валютном рынке при минимальном вмешательстве государства или отсутствии такого вмешательства.

Регулирование капитала (*capital cotrols*) — официальные ограничения на хранение иностранных активов или обязательств резидентами либо на хранение активов или обязательств данной страны нерезидентами.

Риск изменения прибыльности (*profitability risk*) — риск того, что прибыльность фирмы может оказаться в зависимости от ее валютных операций.

Рост обменного курса (*currency appreciation*) — ситуация, в которой для покупки единицы национальной валюты требуется большее количество иностранной валюты.

Своп (*swap*) — сделка с иностранной валютой, которая сочетает элементы форвардной сделки и сделки спот.

Синдицированные банковские кредиты (*syndicated loans*) — ссуды, выдаваемые небольшой группой банков, которые затем продают часть ссуды другим банкам, как бы приглашаемым в банковский консорциум.

Снижение обменного курса (*currency depreciation*) — ситуация, в которой для покупки единицы национальной валюты требуется меньшее количество иностранной валюты.

Ставка предложения на лондонском межбанковском рынке депозитов (*London Interbank Offer Rate, LIBOR*) — процентная ставка, по которой шесть крупнейших банков Лондона предоставляют ссуды или принимают депозиты, устанавливаемая каждое утро при открытии рыночных операций.

Тарифы (*tariffs*) — налоги на импортируемые из других стран товары.

Трансляционный валютный риск (*accounting risk*) — риск потери стоимости собственного капитала вследствие изменения разницы между валютными активами и обязательствами.

Фиксированный обменный курс (*fixed exchange rate*) — цена валюты, которую центральный банк устанавливает на определенном уровне в течение определенного периода.

Форвардная премия (*forward premium*) — величина, на которую текущий форвардный курс превышает курс спот.

Форвардная скидка (*forward discount*) — величина, на которую текущий форвардный курс превышает текущий курс спот.

Форвардный валютный рынок (*forward exchange market*) — рынок, на котором поставка валюты производится через определенный период в соответствии с установленным заранее курсом.

Форвардный курс (*forward exchange rate*) — текущая цена валюты, поставка которой будет производиться через определенный период времени.

Экспорт (*export*) — продажа товаров (услуг), вывозимых в другие страны.

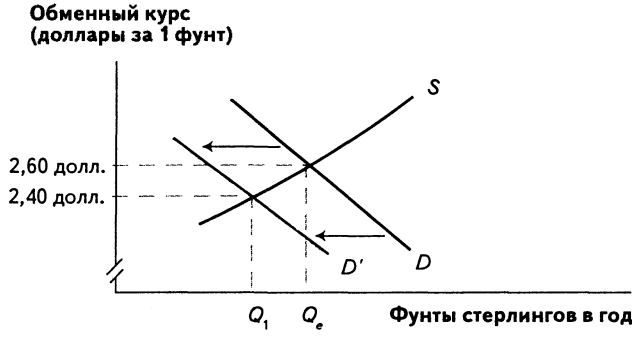
Вопросы для самопроверки

1. Объясните своими словами, почему спрос на французские франки обратно пропорционален цене франка в долларах.
2. Объясните своими словами, почему предложение французских франков прямо пропорционально цене франка в долларах.
3. Предположим, что японские граждане продолжают испытывать значительное увеличение реального дохода, в то время как реальный доход в США остается неизменным. В результате японские потребители желают приобретать больше товаров из других стран, в том числе и из США. Понизится или повысится курс доллара к иене? Используйте график равновесия на рынке иены для объяснения своих доводов.

4. Предположим, что правительство Дании, чьей валютой является датская крона, принимает решение поддерживать фиксированный обменный курс крона/доллар США на уровне 0,10 долл. = 1 крона. Первоначально графики предложения и спроса на датскую крону пересекаются при данном обменном курсе. Происходит увеличение спроса на датские кроны в результате роста американского импорта датских товаров. Что будет происходить при первоначальном ожидаемом обменном курсе: возникает избыточное или недостаточное предложение датских крон после указанных событий? Какой политики стоит придерживаться датскому центральному банку для сохранения фиксированного обменного курса на желаемом уровне? Будет ли мешать проведению такой политики недостаточное количество долларовых резервов? Объясните свой ответ.
5. Перечислите различия между форвардным и фьючерсным валютными контрактами.
6. Объясните, почему введение в США ограничений на кредитование других стран в 1960—70-е годы представляло собой вид регулирования капитала.
7. Перечислите основные экономические функции евровалютного рынка.

Задачи

27-1. На приведенном ниже графике представлены спрос и предложение британских фунтов как функция обменного курса доллара США к фунту. Допустим, что в мире существуют только два государства — Великобритания и США.



а) Вследствие чего может произойти смещение графика D в положение D'?

б) Что будет происходить при курсе 2,60 долл. = 1 фунт при условии смещения графика D в положение D'?

в) Возрастет или уменьшится курс фунта?

г) Что может привести к смещению вправо (увеличению значений функции) кривой предложения фунтов?

27-2. Какие из нижеперечисленных факторов приведут к повышению курса иены? Объясните свой ответ.

а) Реальный доход в США растет быстрее, чем в Японии.

б) В будущем ожидается снижение курса иены к доллару.

в) Темпы инфляции в США растут быстрее, чем в Японии.

г) Скорректированная с учетом риска реальная процентная ставка после уплаты налогов в США растет более высокими темпами, чем в Японии.

д) Вкусы американцев меняются в пользу японских товаров.

27-3. Предположим, что спрос и предложение немецких марок заданы функциями $P_m = 100/q_d$ и $P_m = 2q_s$, где P_m — цена марки в долларах, q_d — величина спроса, q_s — величина предложения.

а) Определите равновесное количество марок и цену марки.

б) Каково равновесное количество долларов и цена доллара в марках?

в) Если спрос на марки изменяется, так что $P_m = 120/q_d$, какова будет новая цена марки?

Рекомендуемая литература

Dornbusch Rudiger, Fischer Stanley, Macroeconomics. — New York: McGraw-Hill, 1987.

Frankel Allen B., Montgomery John D., Financial Structure: An International Perspective. — Brookings Papers on Economic Activity, 1, 1991, pp. 257—297.

Frieden Jeffrey A., Banking on the World: The Politics of International Finance. — Oxford: Basil Blackwell, 1987.

Grabbe J. Orlin, International Financial Markets. — New York: Elsevier, 1986.

Krugman Paul, The Age of Diminished Expectations. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1990.

Madura Jeff, International Financial Management. — St. Paul (Minn.): West Publishing Co., 1986.

Markusen James R., Melvin James R., The Theory of International Trade. — New York: Harper & Row, 1988.

Melvin Michael, International Money and Finance, 2 ed. — New York: Harper & Row, 1989.

Miller Roger L., Economics Today, 7 ed. — New York: Harper & Row, 1991.

Solnik Bruno, International Investments. — Reading (Mass.): Addison-Wesley Publishing Company, 1988.

Yarbrough Beth V., Yarbrough Robert M., The World Economy: Trade and Finance. — New York: The Dryden Press, 1988.

Глава 28

Международная валютная система

Основные проблемы

1. Что такое неравновесие платежного баланса?
2. Какие экономические механизмы гарантируют обеспечение равновесия платежного баланса?
3. Каким образом система фиксированных обменных курсов гарантирует обеспечение равновесия платежного баланса?
4. Каким образом система плавающих обменных курсов гарантирует обеспечение равновесия платежного баланса?
5. Какую роль играет государство для обеспечения равновесия платежного баланса при альтернативных системах обменных курсов?
6. Какие типы систем обменных курсов существовали в прошлом?
7. Какая система обменных курсов доминирует в настоящее время?

В главе 27 мы рассмотрели, как резиденты разных стран проводят международные экономические операции: они покупают и продают товары и услуги, активы, осуществляют дарение. Поскольку в разных странах используются различные валюты, то между ними устанавливаются обменные курсы. В главе 27 мы показали, как под воздействием спроса и предложения устанавливаются равновесные обменные курсы.

В данной главе рассматриваются источники финансирования экономических операций между разными странами. Главное то, что общие расходы государства на покупку импортных товаров и услуг, приобретение иностранных активов и дары иностранцам ограничены бюджетом страны, рамки которого заданы национальным доходом и национальным богатством. Как и домашним хозяйствам, государствам приходится испытывать дефицит бюджета, связанный с несением расходов, предоставлением займов и помощи. Когда общая сумма платежей по международным операциям страны соответствует бюджету, то такое состояние называется **равновесием платежного баланса** (*balance-of-payments equilibrium*). Когда государство не может поддерживать общий уровень расходов в соответствии с бюджетом, то наблюдается **неравновесие платежного баланса** (*balance-of-payments disequilibrium*).

В данной главе мы проанализируем различные валютные системы, которые способствуют достижению равновесия платежного баланса. Мы также выясним важную разницу между *балансом счетов* по международным операциям и *равновесием* платежных балансов различных стран.

Баланс счетов

Как вы знаете, балансы счетов существуют для финансовых учреждений и других компаний. В данном разделе мы начнем с упрощенных типов балансов счетов, которые используются домашними хозяйствами, а затем перейдем к описанию баланса международных счетов.

Если расходы домашнего хозяйства превышают его текущий доход, то в этом случае данной семье придется выбирать из следующих альтернатив:

1. Уменьшить богатство семьи. Домашнему хозяйству придется сократить денежные сбережения либо продать акции, облигации или другие активы.
2. Взять ссуду.
3. Получить дары от друзей или родственников.
4. Получить трансферт от государства, которое аккумулировало средства от сбора налогов. (Трансферт — это выплата в виде денег, товаров или услуг, не предполагающая получение взамен товаров или услуг.)

В сущности, мы используем вышеприведенную информацию для получения тождества; если расходы домашнего хозяйства в данный момент больше, чем доходы, то ему придется уменьшить ранее приобретенное богатство, взять ссуду или получить частные или государственные дотации. Похожая схема существует, если расходы домашнего хозяйства меньше, чем доходы: оно увеличит свое богатство в виде денег либо при выдаче ссуд, либо при приобретении финансовых активов; либо оно платит налоги, либо осуществляет дарение.

Если рассматривать все домашние хозяйства вместе, то появится новый вид баланса. Например, при данной денежной массе сумма, на которую часть домашних хозяйств сократит свои денежные сбережения, должна равняться их приросту у других домашних хозяйств. Что касается фирм и государства, то они также имеют свои балансы или ограничения. К примеру, чистый объем ссудного капитала домашних хозяйств должен равняться ссудам фирм и государства.

Даже если счета отдельно взятого домашнего хозяйства сбалансированы, иногда факторы, способствующие такому балансу, не могут существовать долго. *Если расходы семьи превышают ее доход и дополнительное финансирование осуществляется за счет займов, то можно считать, что бюджет этого домашнего хозяйства находится в состоянии несбалансированности, поскольку такая ситуация не может продолжаться все время.* Или если дефицит баланса данной семьи финансируется за счет ранее накопленных активов, то семейный бюджет также не может считаться сбалансированным, поскольку семья не может до бесконечности использовать свое богатство; постепенно она не сможет поддерживать такой уровень жизни. (Конечно, если семья состоит из пенсионеров, то ее расходы могут быть сбалансированы, когда они используют ранее накопленное богатство для финансирования текущего дефицита. Этот пример показывает, что необходимо рассмотреть все обстоятельства, прежде чем сделать вывод о несбалансированности бюджета семьи.)

Балансы домашних хозяйств, фирм и государства в случае нарушения равновесия должны со временем его достигнуть. Существуют определенные механизмы, которые способствуют достижению равновесия баланса. Домашние хозяйства, испытывающие дефицит бюджета, должны будут увеличить свои доходы либо уменьшить расходы; они увидят, что им придется платить более высокую процентную ставку по ссудам для финансирования расходов. Постепенно их источники кредитования иссякнут и им придется сократить расходы для восстановления равновесия баланса. Фирмам в этом случае для достижения равновесия баланса придется сократить издержки и/или цены (либо обанкротиться).

Когда страны осуществляют международные экономические операции, то должен существовать их определенный баланс или ограничения. Страны покупают товары у других стран; они также ссужают средства и предоставляют их в виде дотаций. Если государство осуществляет экономические операции с другими странами, то будет су-

ществовать баланс этих операций (но не равновесие); этот вопрос мы обсудим в дальнейшем.

Поскольку это справедливо для отдельной страны, то экономические механизмы регулирования гарантируют достижение равновесия между платежными балансами данной страны и других государств. Процентные ставки, цены и уровни дохода будут меняться до тех пор, пока не восстановится равновесие платежных балансов стран. Далее, мы рассмотрим баланс международных счетов; затем проанализируем механизмы регулирования (экономические факторы), необходимые для достижения равновесия платежных балансов стран.

Баланс международных счетов

Любое государство, как и домашнее хозяйство, должно иметь баланс счетов. Страна отличается от домашнего хозяйства тем, что: 1) в счета государства должны включаться счета центрального банка; 2) в разных странах используется разная валюта для ведения счетов.

Отражение всех операций между домашними хозяйствами, фирмами и правительствами разных государств называется **платежным балансом** (*balance of payments*). Любая операция, которая приводит к платежу, производимому гражданами данной страны (или правительством), является расходной статьей баланса, она будет обозначаться знаком «минус» (–), когда мы используем фактические данные. Эта статья баланса включает в себя следующие типы операций: импорт товаров и услуг, дары за границу, использование транспорта других государств, расходы на туризм за рубежом, военные расходы за рубежом, выплачиваемые нерезидентам проценты и дивиденды, приобретение иностранных активов (например, акций, облигаций и недвижимости), депозиты в иностранных депозитных учреждениях, приобретение золота за границей и иностранной валюты. Отметим, что расходные статьи баланса приводят к увеличению спроса на иностранную валюту и увеличению предложения национальной валюты на международном валютном рынке.

ТАБЛИЦА 28-1

Доходные (+) и расходные статьи (–) баланса международных счетов

Доходные статьи (+)	Расходные статьи (–)
Экспорт товаров и услуг	Импорт товаров и услуг
Частные и государственные дары за границу	Дары за границу
Транспортные услуги, оказываемые нерезидентам	Использование транспорта других государств
Расходы иностранных туристов в данной стране	Расходы на туризм за рубежом
Военные расходы других государств	Военные расходы за рубежом
Проценты и дивиденды, получаемые из-за границы	Проценты и дивиденды, выплачиваемые нерезидентам
Продажа активов данной страны нерезидентам	Приобретение иностранных активов (например, акций, облигаций и недвижимости)
Депозиты нерезидентов в депозитных учреждениях данной страны	Депозиты в иностранных депозитных учреждениях
Продажа золота нерезидентам	Приобретение золота за границей
Продажа национальной валюты нерезидентам	Покупка иностранной валюты

Любая операция, которая ведет к *получению* гражданами страны (или правительством) средств, является доходной статьей баланса и обозначается знаком «плюс» (+) при использовании данных. Эти статьи баланса включают в себя экспорт товаров и услуг, расходы иностранных туристов в данной стране, транспортные услуги, оказываемые нерезидентам, проценты и дивиденды, получаемые из-за границы, дары из-за рубежа, военные расходы других стран и покупка активов данной страны (например, ценных бумаг) нерезидентами, увеличение объема кредитов иностранных банков, предоставленных национальным компаниям, и прирост резервов национальной валюты у нерезидентов. Сюда же можно отнести и продажу золота нерезидентам. Отметим, что операции такого рода ведут к увеличению спроса на национальную валюту и предложения иностранной валюты (табл. 28-1).

ТЕКУЩИЙ ПЛАТЕЖНЫЙ БАЛАНС

Счет текущих операций (*current account*), иногда называемый *открытым счетом* (*open account*), отражает динамику международной торговли и межстрановые потоки товаров и услуг. Следовательно, счет текущих операций включает:

1. Экспорт и импорт товаров и услуг. Если для данной страны стоимость экспортируемых товаров и услуг превышает величину импорта, то существует **положительное сальдо торгового баланса** (*merchandise trade surplus*), если же стоимость импорта больше стоимости экспорта, то наблюдается **дефицит торгового баланса** (*merchandise trade deficit*).
2. Расходы на товары и услуги других государств (например, услуги по морской перевозке, на страхование и брокерские услуги).
3. Трансферты (например, иностранная помощь или частные субсидии).

Текущий платежный баланс (*current account balance*) показывает соотношение между стоимостью экспорта товаров и услуг (включая военные расходы других стран и доход от инвестиций за рубежом) и трансфертов (частных и государственных) из других стран и стоимостью импортируемых товаров и услуг (включая военные расходы за рубежом) и трансфертов (частных и государственных) в другие страны. Для упрощения мы будем рассматривать текущий платежный баланс как превышение экспорта над импортом. Это не повредит анализу, если иметь в виду, что данные понятия на самом деле включают в себя статьи, которые обычно не рассматриваются как экспорт или импорт.

Если стоимость экспорта превышает стоимость импорта, то существует **положительное сальдо текущего платежного баланса** (*current account surplus*); если стоимость импорта превышает стоимость экспорта, то существует **дефицит текущего платежного баланса** (*current account deficit*) (отрицательная величина). Последний финансируется за счет роста обязательств другим странам либо посредством продажи активов (уменьшение чистой суммы требований к другим государствам). Положительное сальдо текущего платежного баланса обычно приводит к приобретению иностранных активов (рост чистой суммы требований к другим странам) или сокращению чистых обязательств (выплата внешнего долга).

БАЛАНС ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛОВ

Счет операций с капиталом (*capital account*) отражает динамику всех операций с активами между данной страной и остальным миром. **Баланс движения капиталов** (*capital account balance*) — соотношение между стоимостью активов данной страны (например, акций, облигаций и недвижимости), проданных нерезидентам, и стоимостью активов, приобретенных за границей. Если стоимость проданных активов больше приобретенных, то имеет место **положительное сальдо баланса движения капиталов** (*capital*

account surplus); если стоимость проданных активов меньше стоимости приобретенных активов, то существует **дефицит баланса движения капиталов** (*capital account deficit*). Первое подразумевает чистый приток капитала, последнее — его чистый отток.

Тождество соотносит текущий платежный баланс и баланс движения капиталов при условии невмешательства центральных банков. Таким образом,

$$\text{Текущий платежный баланс} + \text{Баланс движения капиталов} = 0 \qquad (28\text{-}1)$$

Иначе говоря,

$$\begin{gathered}\text{Положительное сальдо текущего платежного баланса} = \\ = \text{Дефицит баланса движения капиталов} = \\ = \text{Прирост чистых иностранных активов}\end{gathered} \qquad (28\text{-}2)$$

Уравнение (28-2) показывает, что если страна имеет положительное сальдо текущего платежного баланса, то при этом должен существовать дефицит баланса движения капиталов; в данном году это государство должно быть чистым международным кредитором, и стоимость приобретаемых у нерезидентов активов должна превышать стоимость активов, которые приобретают нерезиденты. В течение последнего десятилетия Япония имела положительное сальдо текущего платежного баланса и, следовательно, получала прибыль от экспорта, приобретая активы ее торговых партнеров.

Уравнение (28-1) также подразумевает, что

$$\begin{gathered}\text{Дефицит текущего платежного баланса} = \\ = \text{Положительное сальдо баланса движения капиталов} = \\ = \text{Уменьшение чистых иностранных активов}\end{gathered} \qquad (28\text{-}3)$$

Уравнение (28-3) показывает, что если в данной стране существует дефицит текущего платежного баланса, то должно иметь место положительное сальдо баланса движения капиталов; в данном году, соответственно, это государство будет чистым международным должником. Оно финансирует дефицит текущего платежного баланса, в сущности, за счет продажи нерезидентам активов, стоимость которых будет превышать приобретенные активы. С 1983 г. США переживали дефицит текущего платежного баланса и в результате стали самым крупным международным должником. Хотя существуют различные точки зрения относительно методики измерения дефицита текущего платежного баланса в США, этот факт признается всеми. (См. раздел «Современная дискуссия» в данной главе.)

РАСЧЕТНЫЙ БАЛАНС

Расчетный баланс (*official settlements balance*) — это сумма текущего платежного баланса и баланса движения капиталов. Поскольку существует институт центрального банка, то эта сумма необязательно должна равняться нулю. Если имеет место дефицит этих двух балансов, то расчетный баланс будет отрицательным. Расчетный баланс должен отдельно финансироваться за счет официальных операций с использованием резервов, как, например:

1. Увеличение обязательств данной страны иностранным государствам.
2. Продажа золота.
3. Использование специальных прав заимствования (СДР; special drawing rights, SDR) Международного валютного фонда. Как отмечалось в главе 16, СДР представляют собой особый тип эмитируемой МВФ валюты.
4. Продажа иностранной валюты.
5. Использование резервов МВФ.

По определению, расчетный баланс должен равняться объему официальных операций с резервами. На практике же эти цифры не соответствуют друг другу в полной мере вследствие существования определенных частных международных операций, которые не фиксируются. Поскольку мы знаем, что сумма статей текущего платежного баланса и

баланса движения капиталов должна равняться объему официальных операций с резервами (данную цифру мы можем точно определить), то для выравнивания этой разницы используется термин «ошибки и пропуски» (статистические расхождения).

В табл. 28-2 приводятся статьи текущего платежного баланса, баланса движения капиталов, ошибки и пропуски и официальные операции с резервами в США в указанные годы. Если бы не существовало центральных банков, то дефицит текущего платежного баланса пришлось бы финансировать за счет положительного сальдо баланса движения капиталов: если расходы резидентов США были бы больше, чем их доходы, то дефицит баланса возмещался бы за счет получения кредитов у других стран. Наличие дефицита или положительного сальдо расчетного баланса США показывает, что в этот процесс вмешивался центральный банк.

ТАБЛИЦА 28-2

Платежный баланс США (млрд. долл.)

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1989	1990
Текущий платежный баланс	2,8	5,4	2,3	18,1	0,4	−116,4	−106,3	−92,1
Плюс								
Баланс движения капиталов	−5,4	−6,3	−12,4	−30,2	−38,5	103,5	104,6	−1,7
Плюс								
Ошибки и пропуски	−1,0	−0,5	−0,2	5,9	29,5	17,9	18,4	63,5
Итого								
Расчетный баланс	−3,6	−1,4	−10,3	−6,2	−8,6	5,0	16,7	−30,3
Официальные операции с резервами	3,6	1,4	9,4	6,2	8,6	−5,9	−17,0	28,6

Примечание: Расхождения итоговых цифр связаны с их округлением. Знак «минус» означает дефицит.

Источники: Economic Report of the President (various editions); Economic Indicators; Federal Reserve Bulletin.

Положительное сальдо или дефицит расчетного баланса должны погашаться официальными операциями с резервами центрального банка. Таблица 28-3 показывает, как в США положительное сальдо или дефицит расчетного баланса уравновешивались за счет официальных операций с резервами в указанные годы с 1975 по 1990 г. В общем, дефицит расчетного баланса финансируется путем сокращения обязательств иностранных центральных банков США или путем увеличения иностранных займов. Таблица 28-3 показывает, что в большей части дефицит расчетного баланса имел место вследствие получения займов от иностранных центральных банков — иностранные официальные резервные активы имеют положительные значения во все указанные годы, кроме 1985 и 1989 г., когда наблюдалось положительное сальдо расчетного баланса. В действительности табл. 28-3 показывает, что в основном изменения официальных резервных активов были *отрицательными*: США наращивали свои официальные резервные активы вместо их сокращения. Вследствие этого приходилось финансировать эти операции за счет кредитов центральных банков иностранных государств.

Механизмы регулирования

Мы выяснили, что в настоящее время в США имеет место неравновесие платежного баланса. Обычно это был дефицит расчетного баланса, поскольку дефицит текущего платежного баланса США не финансируется полностью за счет положительного сальдо баланса движения капиталов, в основном источником финансирования являются креди-

ты иностранных центральных банков. Если у отдельных домашних хозяйств или фирм бывают «дефициты платежей», то со временем им придется сделать одно из двух: увеличить доходы или уменьшить расходы. Здесь мы обсудим механизмы регулирования (без участия центрального банка), которые будут способствовать достижению равновесия платежного баланса данного государства. Они включают в себя изменение дохода, уровня цен и процентных ставок. Эти три экономические переменные будут корректироваться до тех пор, пока не наступит равновесие платежных балансов разных стран.

ТАБЛИЦА 28-3

Операции с официальными резервными активами между ФРС и другими центральными банками (млрд. долл.)

	1975	1976	1977	1980	1982	1985	1989	1990
Расчетный баланс	−6,2	−15,1	−36,4	−8,6	−1,8	5,0	16,7	−30,3
Финансируемый за счет:								
Официальные резервные активы США	−0,8	−2,6	−0,4	−8,1	−0,5	−3,9	−25,3	−2,2
Плюс								
Иностранные официальные резервные активы	7,0	17,7	36,8	15,6	3,1	−2,0	8,3	30,7
Плюс								
Ассигнование специальных прав заимствования	0,0	0,0	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Итого	6,2	15,1	36,4	8,7	−1,9	−5,9	−17,0	28,6

Примечание: Расхождения итоговых цифр связаны с округлением.

Источники: Economic Indicators, Council of Economic Advisers; Federal Reserve Bulletin.

Существует две основные международные валютные системы, которые позволяют этим механизмам регулирования функционировать: **система фиксированных обменных курсов** (*fixed-exchange-rate system*), которая предполагает наличие определенного валютного коридора, где допускаются лишь незначительные колебания обменных курсов, и **система плавающих обменных курсов** (*floating-exchange-rate system*), где обменные курсы корректируются в соответствии с колебаниями спроса и предложения валюты. Напомним, что мы уже частично затрагивали теорию таких альтернативных систем в главе 27. Теперь мы проанализируем применение этих систем на практике.

СИСТЕМА ФИКСИРОВАННЫХ ОБМЕННЫХ КУРСОВ

Начиная с 1821 и вплоть до 1971 г. в мире использовались системы обменных курсов, известные как классический золотой стандарт (1821—1914 гг.), золотовалютный стандарт (1925—1931 гг.) и Бреттон-Вудская система (1946—1971 гг.). Мы обсудим каждую из этих систем. Сначала рассмотрим чистый золотой стандарт, или золотомонетный стандарт.

Золотомонетный стандарт[1] Сначала рассмотрим золотомонетный стандарт в отдельной стране (см. также главу 2), где мы не будем принимать в расчет международные операции. В основе системы золотомонетного стандарта лежат три фактора:

[1] Более подробно тема данного и последующих разделов освещается в работе: *Bordo Michael*, The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 63 (5), May 1981, pp. 2—17.

1. В качестве денег используются только золотые монеты, официально отчеканенные государством.
2. Государство обязуется покупать золото у населения по требованию по фиксированной цене и конвертировать его в золотые монеты. Например, если вы нашли золото, вы можете продать его государству и получить заранее определенную сумму золотых монет.
3. Государство продает золото населению по фиксированной цене. Если вас не устраивает цена золотых монет, то можно их продать государству за заранее определенное количество золота (уже не в виде монет, следовательно, не за деньги).

В такой системе в долгосрочный период предложение золота определяется альтернативными издержками добычи золота. Предложение золотых монет (денег) определяется общим предложением золота и количеством золота, используемого не в качестве денег (драгоценности и т. д.). Предложение золота, идущего не на изготовление денег, зависит от покупательной способности золотых монет. Если уровень цен поднимется, то покупательная способность золотых монет уменьшится; при этом у людей появится больше стимулов использовать золото не в качестве денег. Падение уровня цен увеличивает относительную цену золотых монет, и большая часть золотых запасов будет конвертирована в золотые монеты — деньги. В краткосрочный период запас золота ограничен вследствие высоких издержек добычи золота. Спрос на золотые монеты определяется благосостоянием общества, зависит от вкусов и альтернативных издержек хранения денег (процентная ставка). Уровень цен будет определен спросом и предложением золотых монет.

Международный золотомонетный стандарт предполагает, что значительное число стран придерживаются золотого стандарта. При этой системе каждое государство соглашается покупать и продавать свои монеты (в Америке их могут называть «доллары», в Великобритании — «фунты стерлингов»). Естественно, монеты могут различаться по весу, форме и стоимости. При международном золотомонетном стандарте обменные курсы между странами должны быть фиксированными. Как вы помните, обменный курс — это цена одной валюты, выраженная в другой валюте. Если США устанавливает цену 1 тройской унции золота в 20 долларов, а Великобритания — в 4 фунта стерлингов, тогда обменный курс будет составлять 1 фунт = 5 долл., либо 1 долл. = $^1/_5$ фунта.

Механизм регулирования в системе международного золотомонетного стандарта Предположим, что в нашей модели, состоящей из двух стран — США и Великобритании, каждая из которых придерживается золотомонетного стандарта, наблюдается равновесие платежного баланса. Такое равновесие может существовать, если стоимость экспорта в каждой из стран равняется стоимости импорта. Теперь допустим, что резиденты США увеличивают спрос на британские товары при прочих равных условиях. Это приведет к дефициту текущего платежного баланса США и к положительному сальдо текущего платежного баланса Великобритании.

В результате будет происходить отток золота из США в Великобританию, поскольку возросший спрос на британские товары уменьшит цену доллара в фунтах. При снижении цены долларовой золотой монеты до определенного уровня (при достижении золотой точки) американские импортеры будут переплавлять золотые доллары в слитки и перевозить их в Великобританию, где их можно будет продать за фунты для покупки британских товаров. Поскольку золото может быть конвертировано в деньги, денежная масса в Великобритании возрастет; в США произойдет соответственное сокращение денежной массы. Уровень цен в США упадет, а в Великобритании повысится. Британские товары будут относительно дороже, а американские — относительно дешевле.

Вследствие этого США будет экспортировать больше товаров и меньше импортировать, Великобритания — наоборот, импортировать больше товаров и меньше экспортировать. Это и приведет к установлению равновесия платежного баланса.

Сокращение денежной массы в США к тому же вызовет спад производства, увеличение денежной массы в Великобритании — его рост. Следовательно, в США реальный доход уменьшится, а в Великобритании — возрастет. Такое относительное изменение дохода приведет к увеличению импорта в Великобританию (увеличению американского экспорта) и сокращению американского импорта (британского экспорта). Изменение дохода также будет способствовать установлению равновесия платежного баланса.

И последнее, при золотомонетном стандарте центральным банкам приходится «играть по правилам», что оставляет им мало свободы действий. Центральному банку придется допустить спад экономической активности в стране при дефиците платежного баланса и экономический рост или инфляцию при положительном сальдо платежного баланса. Центральному банку следовало бы увеличить учетную ставку (процентную ставку по своим кредитам), когда страна имеет дефицит платежного баланса, и уменьшить ее при положительном сальдо. В нашем примере это привело бы росту процентных ставок в США по сравнению с Великобританией. Такая динамика процентных ставок приведет к притоку краткосрочных капиталов из Великобритании в США, таким образом уменьшая отток золота из США в Великобританию.

Короче говоря, при международном золотомонетном стандарте равновесие международных платежей устанавливается за счет изменений относительного уровня цен, процентных ставок и уровня дохода. Более того, центральные банки не вмешиваются в действие таких механизмов регулирования.

КЛАССИЧЕСКИЙ ЗОЛОТОЙ СТАНДАРТ (1821—1914 гг.)

Золотомонетный стандарт, или чистый золотой стандарт, описанный выше, на самом деле никогда не существовал. Он имел слишком много недостатков. Во-первых, функционирование такой системы связано с большими расходами. Открытие месторождений золота, добыча и чеканка монет — довольно дорогостоящий процесс. Экономист Милтон Фридмен подсчитал, что стоимость поддержания золотомонетного стандарта в США в 1959 г. оценивалась на уровне свыше 2,5% ВНП![1] Неудивительно, что государства пытались найти способы экономии золота при системе золотого стандарта. Наиболее очевидным путем было нахождение каких-то заменителей золота в роли денег. Такими заменителями стали бумажные деньги, выпускаемые государством, банкноты частных банков и банковские депозиты. Следовательно, на практике, в эпоху классического золотого стандарта страны придерживались *модифицированного* золотого стандарта. Они сохраняли *фиксированное отношение бумажных денег к золоту* и требовали от коммерческих банков также придерживаться фиксированного отношения банковских обязательств к золоту или (опять же для экономии золота) фиксированного отношения банковских обязательств к государственным банкнотам и золоту (см. главу 2).

В эпоху классического золотого стандарта золото экономили также и при международных операциях. Международная торговля финансировалась за счет кредитования; путем получения краткосрочных займов дефицит текущего платежного баланса страны мог финансироваться за счет положительного сальдо платежного баланса другой страны, и использование золота могло быть уменьшено. Или долгосрочные займы (например, инвестиции развитых стран в менее развитые) также представляли способ, посредством которого развивающиеся страны могли финансировать дефицит баланса движения капи-

[1] *Friedman Milton*, A Program for Monetary Stability. — New York: Fordham University Press, 1959.

талов в течение продолжительных периодов. В этом случае длительный дефицит текущего платежного баланса не обязательно является признаком неравновесия платежного баланса. К тому же страны могли экономить золото, используя валюту некоторых ведущих государств в качестве резервов; эти ключевые валюты использовались в качестве заменителя золота как международные резервы. Таким образом, достижение равновесия платежного баланса не обязательно требовало потоков золота; во многих случаях на денежных рынках финансовых центров (Лондон, Нью-Йорк, Париж и Берлин) осуществлялись сделки на поставку фунтов стерлингов или других базовых валют.

В общем, классический золотой стандарт существовал в период с 1821 до 1914 г., и на его основе был введен модифицированный золотой стандарт, при котором бумажные деньги и банковские депозиты заменяли золото для внутренних нужд, а базовые валюты применялись для замены золота в качестве международных резервов. К тому же дефицит текущего платежного баланса временно финансировался за счет положительного сальдо баланса движения краткосрочных капиталов, а для более продолжительных периодов — за счет долгосрочных займов, которые приводили к положительному сальдо баланса движения капиталов. Это также способствовало экономии золота.

Еще одно отличие классического золотого стандарта от международного золотомонетного стандарта заключалось в том, что страны не всегда были готовы следовать правилам игры. Некоторые государства попросту не желали допускать спад производства в стране или рост инфляции для устранения неравновесия платежного баланса. Центральные банки могли прибегнуть к **стерилизации** (*sterilization*) потоков золота (т. е. не допускать воздействия оттока и притока золота на цены внутреннего рынка) посредством операций на открытом рынке. Например, государство, испытывающее дефицит платежного баланса, могло стерилизовать отток золота путем покупки государственных ценных бумаг на открытом рынке; при положительном сальдо платежного баланса стерилизация золота осуществлялась с помощью продаж ценных бумаг. Такие операции, естественно, поддерживали неравновесие платежного баланса. Со временем проводить политику стерилизации золота становилось все труднее, и странам приходилось либо следовать правилам, либо полностью отказываться от золотого стандарта.

ЗОЛОТОВАЛЮТНЫЙ СТАНДАРТ (1925—1931 гг.)

Классический золотой стандарт стал давать сбои во время первой мировой войны. Лишь США придерживались золотого стандарта, ФРС часто приходилось заниматься стерилизацией золота. Другие страны не брали на себя обязательств поддерживать фиксированную цену на золото.

С 1925 по 1931 г. международный золотой стандарт был восстановлен по мере того, как ведущие торговые державы стали придерживаться золотого стандарта. При этом большинство стран в качестве резервов хранили золото, доллары или фунты стерлингов; США и Великобритания хранили только золотые резервы. Многие страны стерилизовали золото для изолирования национальной экономики от последствий неравновесия платежных балансов.

В 1931 г. Великобритания, не справившись с значительным притоком золота и капитала в страну, прекратила поддерживать золотой стандарт, и золотовалютный стандарт перестал существовать.

БРЕТТОН-ВУДСКАЯ СИСТЕМА (1946—1971 гг.)

В 1944 г. представители ведущих торговых держав провели конференцию в Бреттон-Вудсе (штат Нью-Хэмпшир) для основания новой системы платежей вместо золотого стандарта, прекратившего свое существование в начале 1930-х годов. Данная конференция имела две основные задачи:

1. Создать валютную систему, которая будет способствовать восстановлению экономики стран, разрушенной во время второй мировой войны.
2. Создать систему фиксированных обменных курсов и разработать методы корректировки неравновесия платежных балансов различных стран.

В конце концов был достигнут компромисс, и 31 июля 1945 г. президент США Г. Трумэн (*Truman*) подписал Бреттон-Вудское соглашение. В соответствии с этим соглашением был создан **Международный валютный фонд (МВФ)** (*International Monetary Fund, IMF*). Основная задача МВФ состояла в предоставлении кредитов в иностранной валюте странам—членам фонда, испытывающим дефицит платежного баланса. Каждый член фонда, за исключением США, должен был установить номинальный курс национальной валюты в долларах или золоте.

Таким образом, страны—члены МВФ взяли на себя обязательства осуществлять интервенции на валютных рынках для поддержания курса национальной валюты в пределах объявленного номинального курса ±1%. США, которые к тому времени владели большей частью добытого золота, также обязались поддерживать цену на золото в пределах 35 долл. за тройскую унцию золота ±1%. С этого момента страны—члены фонда могли изменять номинальные обменные курсы только с одобрения МВФ, за исключением переходных мероприятий для одноразовой корректировки номинальных курсов в размере до ±10% от их уровня. В соответствии с этим положением такое одобрение могло быть дано только при «фундаментальном неравновесии» платежного баланса. Однако этот термин так и не был официально определен.

Гибкая система фиксации обменных курсов Именно на этой концепции основывалась Бреттон-Вудская система. Номинальный, или фиксированный, курс каждой валюты был установлен в долларах США или золоте в 1944 г. Термин «номинальный курс» означал «адекватный» курс иностранных валют для того периода. Обменные курсы были фиксированы в соответствии с этом номинальным курсом. Например, если номинальный курс французского франка устанавливался на уровне 5 франков за 1 доллар, или 20 центов за 1 франк, то обменный курс был бы зафиксирован на этом уровне. Обменные курсы могли колебаться под воздействием спроса и предложения в узком диапазоне. С 1944 до 1971 г. этот коридор составлял ±1% от номинального обменного курса. В период с 1971 по 1973 г. этот диапазон увеличился до ±2,25%.

В соответствии с правилами, установленными в Бреттон-Вудсе, государствам предписывалось проводить интервенции на валютных рынках для предотвращения падения курсов национальных валют ниже минимального уровня. При избыточном предложении данной валюты, т. е. когда достигалась нижняя курсовая граница, правительству страны, испытывающей дефицит платежного баланса, пришлось бы покупать национальную валюту за доллары США для поддержания ее обменного курса.

Другие обязанности МВФ МВФ также кредитовал страны—члены фонда, испытывающие дефицит платежного баланса. Такие займы предоставлялись золотом и валютой, полученной от членов МВФ в соответствии с системой квот. Квота каждого члена МВФ определялась с помощью формулы, которая учитывала значимость страны в мировой экономике.

Краткая история Бреттон-Вудской системы Сразу после основания Бреттон-Вудской системы зарубежные страны использовали около 6 млрд. долл. резервов золота и серебра для финансирования дефицита платежного баланса с США. Испытывая угрозу сокращения импорта, европейские страны оказались перед перспективой ухудшения уровня жизни, нулевого экономического роста, дефляции и девальвации национальных валют. США решили проблему дефицита платежного баланса европейских стран путем предо-

ставления им кредитов на миллиарды долларов в соответствии с планом Маршалла (официально называемым Программой восстановления Европы). С середины 1948 г. и до середины 1952 г. США предоставили европейским странам 11,6 млрд. долл. в виде субсидий и 1,8 млрд. долл. в виде кредитов. Эти ссуды предотвратили долларовый «голод» и позволили европейским странам избежать вышеперечисленных проблем.

От долларового «голода» к избыточному предложению долларов В конце 1950-х — начале 1960-х годов зарубежные страны пытались увеличить свои долларовые резервы. Тот факт, что зарубежные страны не желали конвертировать доллары в золото, показывал, что они не хотели, чтобы США преодолели дефицит платежного баланса путем сокращения темпов инфляции, в результате чего экспортные товары США стали бы более конкурентоспособными на мировом рынке; импорт в США к тому же сократился бы. К середине 1960-х годов дефицит платежного баланса США уже не был связан со стремлениями других стран увеличивать долларовые резервы. Такой выброс долларов в другие страны в основном был обусловлен финансированием США войны во Вьетнаме.

Если бы не существовало интервенций государства на валютных рынках, то курс доллара по отношению к фунту и другим валютам вследствие избыточного предложения долларов упал бы. Однако при системе фиксированных обменных курсов МВФ центральным банкам других стран приходилось покупать избыток долларов (см. раздел, посвященный теории фиксированных обменных курсов, в главе 27). Для предотвращения повышения курса фунта, к примеру, Банку Англии приходилось продавать фунты для приобретения избытка долларов.

Если бы центральные банки зарубежных стран допустили рост внутренней денежной массы вследствие приобретения долларов, то инфляция из США была бы перенесена в другие страны. Если этот механизм регулирования (увеличение денежной массы при положительном сальдо платежного баланса и сокращение денежной массы в странах с дефицитом платежного баланса) был задействован, то дефицит торгового баланса США стал бы меньше, поскольку темпы инфляции в других странах соответствовали бы американским. Но для этого другим странам пришлось бы разрешить ФРС определять их денежно-кредитную политику. Ни одна из стран не имела бы независимой денежно-кредитной политики; темпы инфляции любого государства определялись бы уровнем инфляции в США.

Некоторые центральные банки, особенно в Германии, Франции и Японии, не допустили увеличения темпов роста денежной массы. Вместо этого они *стерилизовали* последствия покупки долларов на валютном рынке посредством продажи облигаций на открытом рынке. Инфляция не была импортирована в эти страны, и дефицит торгового баланса США с этими государствами имел место в дальнейшем.

Приобретение государственных облигаций США Поскольку большая часть долларов, приобретенных зарубежными странами (для стабилизации обменных курсов), использовалась для покупки государственных облигаций США, то правительства других стран фактически занимали средства у своих граждан через рыночную продажу облигаций. Это делалось для приобретения государственных облигаций США, выпущенных для финансирования бюджетного дефицита, образовавшегося в результате вьетнамской войны. (В действительности в период 1966—1979 гг. весь возросший федеральный долг входил в портфели органов денежно-кредитного регулирования. ФРС выплатила 43 млрд. долл., центральные банки других стран — 51 млрд. долл.) Хотя при этом в соответствии с Бреттон-Вудским соглашением иностранные центральные банки могли покупать у США золото по цене 35 долл. за тройскую унцию.

Ликвидация Бреттон-Вудской системы США предприняли меры для изолирования своего золотого запаса. Хотя гражданам США запрещалось владеть золотом, частные

иностранные инвесторы могли покупать золото по фиксированной цене 35 долл. за тройскую унцию на мировых рынках золота; США гарантировали проведение интервенций на рынках золота (т. е. продажу золота) в случае роста цены сверх 35 долл. за тройскую унцию. Это создавало потенциальную угрозу золотым запасам США. Кроме того, что золотой запас использовался для погашения обязательств центральным банкам стран МВФ, игра частных спекулянтов на росте долларовой цены золота также налагала дополнительные обязательства на США. Рынок золота был разделен на два яруса: золото, владельцами которого выступали центральные банки (и министерства финансов) других стран, и золото в частном владении. США продолжали выполнять свои обязательства по покупке и продаже золота перед центральными банками других государств, но цена на золото в частном владении уже не фиксировалась. С 1968 по август 1971 г. США «потеряли» очень небольшую часть своего золотого запаса. США продолжали продавать золото по 35 долл. за тройскую унцию иностранным центральным банкам *при условии, чтобы они об этом не просили!*

Чтобы гарантировать себя в дальнейшем от дефляции и экономического спада и сохранить свои золотые резервы, США поддержали внесение поправки в устав МВФ, положившей начало созданию **специальных прав заимствования (СДР)** (*special drawing rights, SDR*) — резервных активов, которые можно было использовать для международных платежей. Это превратило МВФ в мировой центральный банк с потенциалом создания международных резервов.

В добавление к угрозе конвертации долларов в золото переоцененный доллар (т. е. доллар с завышенным курсом) поставил американские экспортные отрасли в очень невыгодное положение. Стоимость труда росла по мере увеличения заработной платы вместе с инфляцией. В то время как отрасли, ориентированные на внутренний рынок, могли ответить на рост стоимости труда установлением более высоких цен, экспортеры этого сделать не могли. Если бы они подняли цены, то объем экспортных продаж резко бы сократился. Производители экспортируемых товаров и товаров, конкурирующих с иностранным импортом, стали оказывать политическое давление на администрацию Р. Никсона (Nixon) с целью воспрепятствовать сокращению экспорта.

Правительства европейских стран и Японии не хотели чересчур повышать курс национальных валют по отношению к американскому доллару. Экспортеры этих государств пользовались преимуществами на мировом рынке (отчасти в результате повышения курса доллара), и они мобилизовали все свое влияние для противодействия повышению курса национальных валют. Данные государства отказывались повышать обменный курс, и США ничего не могли с этим поделать. Ведь в соответствии с уставом МВФ ответственность за фиксацию обменных курсов лежала на иностранных центральных банках. Ответственность США сводилась лишь к фиксации долларовой цены на золото.

Неожиданное решение Р. Никсона Воскресным вечером 15 августа 1971 г. Р. Никсон «подложил мину» американским внешнеторговым партнерам. Р. Никсон объявил о радикально новой экономической программе для решения проблемы завышенного курса доллара, которая заключалась в следующем:

1. Отмена конвертации доллара в золото.
2. Введение дополнительного налога на импортируемые товары в размере 10%.
3. Замораживание заработной платы и цен в течение 90 дней для перелома инфляционных ожиданий.

Поскольку США более не исполняли своих обязательств в соответствии с уставом МВФ по продаже золота по цене 35 долл. за тройскую унцию, Р. Никсон фактически

официально провозгласил введение долларового стандарта вместо золотодолларового стандарта.

Смитсоновское соглашение Результатом новой политики США стало подписание 18 декабря 1971 г. Смитсоновского соглашения, в соответствии с которым доллар был девальвирован в среднем на 12% относительно валют 14 основных промышленно развитых государств. Даже такая девальвация доллара, тем не менее, была недостаточной для устранения избыточного предложения долларов на валютном рынке. Дефицит платежного баланса США все равно составлял 10,4 млрд. долл. в 1972 г. В начале 1973 г., отчасти в ответ на быстрое расширение денежной массы в США в 1972 г., частные спекулянты выбросили большие суммы долларов на валютный рынок. Иностранные центральные банки купили около 10 млрд. долл. в I квартале 1973 г. (цифра, сопоставимая с размером дефицита платежного баланса США в 10,4 млрд. долл. в 1972 г.), пытаясь поддержать доллар. Когда такие массированные интервенции на валютных рынках не позволили стабилизировать доллар (даже после дополнительной девальвации доллара в феврале 1973 г.), фиксированные обменные курсы прекратили свое существование.

СИСТЕМА ПЛАВАЮЩИХ ОБМЕННЫХ КУРСОВ

16 марта 1973 г. министры финансов стран Европейского сообщества сделали официальное заявление, что отныне курс их валют относительно доллара будет плавающим. (Япония объявила об этом еще 12 февраля.) В коммюнике отмечалось, что официальные интервенции на валютных рынках в надлежащее время могут быть полезными для сохранения «благоприятных» условий. Страны ЕС заявили, что «они будут готовы вмешаться по собственной инициативе в операции, проводимые на внутреннем рынке, когда это необходимо и желательно, действуя гибко в свете рыночных условий и в тесном сотрудничестве с регулирующими органами государства, чья валюта может быть куплена или продана». Другими словами, международная валютная система теперь стала базироваться на системе управляемых плавающих курсов, или, как ее иногда называют, на **«грязном» плавании обменных курсов** (*dirty float*).

Установление равновесного обменного курса в системе плавающих курсов В отличие от системы фиксированных обменных курсов система чистых плавающих курсов допускает установление обменного курса в соответствии с соотношением спроса и предложения валюты. В главе 27 мы подробно рассмотрели, как конкурентные факторы спроса и предложения могут повлиять на установление равновесного обменного курса и как изменения спроса или предложения валюты могут менять обменный курс.

В системе чистых плавающих обменных курсов, когда государство не осуществляет интервенций на валютном рынке для поддержки национальной валюты от повышения или снижения ее курса, равновесие платежного баланса страны достигается автоматически. Рассмотрим модель, в которой присутствуют только две страны — США и Великобритания, и допустим, что внезапно равновесие нарушается, поскольку вкусы потребителей в США меняются в пользу британских товаров. Как показано в главе 27, это приведет к увеличению спроса на британские фунты и предложения долларов. Отметим, что вследствие этого будет наблюдаться следующая ситуация:

1. Дефицит фунтов.
2. Избыточное предложение долларов.
3. Положительное сальдо платежного баланса в Великобритании, экспорт которой будет увеличиваться относительно импорта.
4. Дефицит платежного баланса в США, импорт которых будет расти относительно экспорта.

Отметим, что если существует недостаточное предложение валюты данного государства на валютном рынке, то имеет место положительное сальдо его платежного баланса; если существует избыточное предложение валюты на валютном рынке, то эта страна испытывает дефицит платежного баланса. Вернемся к нашему примеру. Курс доллара будет снижаться (в соответствии с главой 27), и в результате этого цены на британские товары возрастут по сравнению с ценами американских товаров; американцы станут отдавать предпочтение отдельным американским товарам вместо британских. К тому же реальный доход в США уменьшится, так что американцы будут покупать меньше британских товаров (т. е. импорт сократится) и меньше американских товаров. Таким образом, эффект цен и реального дохода приведет к сокращению дефицита платежного баланса США.

Рассуждая подобным образом, можно прийти к выводу, что повышение курса фунта стерлингов вызовет рост цен на британские товары относительно цен на американские товары; при этом реальный доход в Великобритании также возрастет. В общем, британский экспорт сократится, импорт увеличится и положительное сальдо платежного баланса уменьшится.

Короче говоря, обменные курсы будут корректироваться до тех пор, пока каждая страна не достигнет равновесия платежного баланса, т. е. при системе плавающих обменных курсов равновесие платежного баланса каждого государства достигается автоматически. Отметим, что в отличие от системы фиксированных обменных курсов денежная масса страны не зависит от неравновесия платежного баланса, поскольку обменные курсы будут корректироваться до тех пор, пока спрос на данную валюту не будет равен ее предложению. Таким образом, при системе плавающих обменных курсов изменения последних ведут к изменению относительных цен и дохода. При системе фиксированных обменных курсов изменения денежной массы в каждой стране приводят к изменению относительных цен, дохода и процентных ставок.

Плавающий курс доллара США На рис. 28-1 показан курс доллара к валютной корзине 10 других стран (Бельгия, Канада, Франция, Германия, Италия, Япония, Нидерланды, Швеция, Швейцария и Великобритания). Отметим, что сразу после марта 1973 г., когда было решено ввести плавающий курс доллара, доллар был девальвирован по отношению к 10 другим валютам, подтверждая мнение, что курс доллара был завышен. С конца 1974 г. до начала 1976 г. отмечалось снижение курса доллара, и затем произошло его резкое падение в 1977 г. Отметим, что с конца 1980 г. до 1985 г. имело место значительное повышение курса доллара. Хотя причина этого не ясна полностью, обычно утверждают, что это произошло вследствие более высоких процентных ставок в США или же в результате возросшей политической и экономической нестабильности в мире, особенно в Европе, Латинской Америке и на Среднем Востоке. В соответствии со вторым объяснением США считались безопасной гаванью для инвесторов и были финансовым убежищем в трудное время. Если это действительно так, то можно считать, что именно по этой причине в период 1982—1983 гг. США испытывали: 1) значительный дефицит текущего платежного баланса, который в основном финансировался за счет положительного сальдо баланса движения капиталов (с учетом ошибок и пропусков); 2) повышение курса доллара на валютных рынках. В сущности, гражданам США был выгоден дефицит текущего платежного баланса, поскольку их страна была относительно стабильной в политическом и экономическом плане.

Рисунок 28-1 показывает также, что с февраля 1985 г. курс доллара относительно других валют в целом снизился, хотя были и периоды его роста, как, например, в 1988—1989 гг. и в начале 1991 г. Общее снижение курса доллара в течение 1980-х годов отражает тот факт, что в США существовал значительный дефицит торгового

баланса. Такое уменьшение курса доллара, вместе с его колебаниями относительно других валют, отчасти было связано с политикой США и других влиятельных государств (Японии и Западной Германии), направленной на снижение курса доллара для решения проблемы дефицита текущего платежного баланса США. Тот факт, что дефицит торгового баланса США сохранялся, несмотря на падение курса доллара, серьезно беспокоил и политиков, и экономистов-теоретиков.

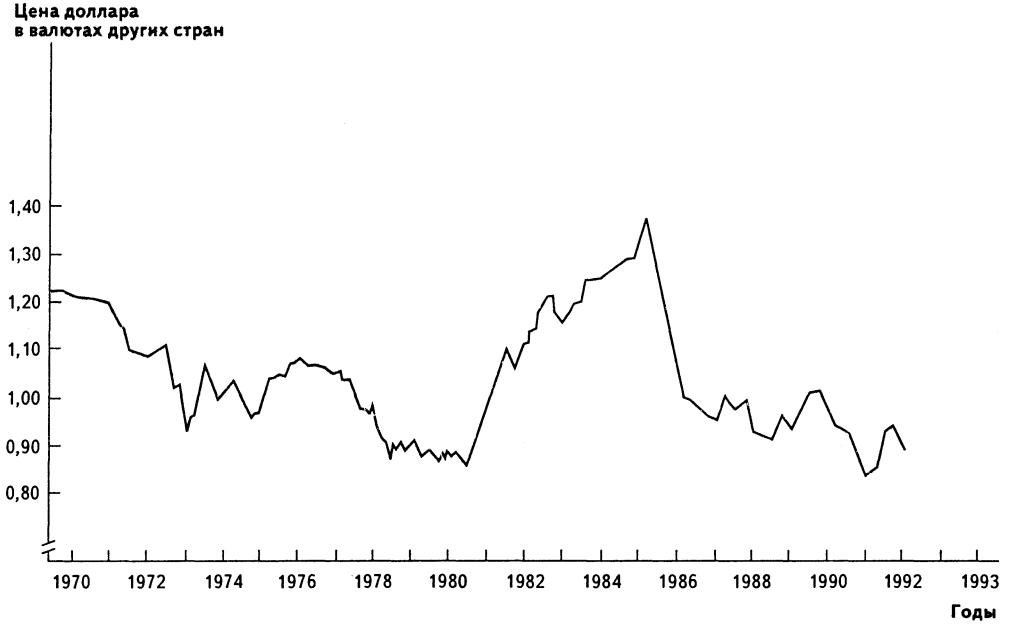


Рис. 28-1

Плавающий курс доллара. Этот график показывает реальный курс доллара относительно корзины валют 10 стран. Отметим, что с начала 1980 г. до 1985 г. курс доллара значительно вырос, а затем снова снизился в тех же масштабах. (*Источник*: Economic Report of the President, 1992.)

ТАБЛИЦА 28-4

Торговый баланс США с отдельными странами или группами стран (млрд. долл.)

	Январь 1992 г.	Декабрь 1991 г.	Январь 1991 г.
Япония	−3,82	−4,46	−3,46
Канада	−0,19	−0,92	−0,44
Страны Западной Европы	1,69	1,11	1,10
НИС*	−1,31	−1,15	−1,00

* Новые индустриальные страны (Сингапур, Гонконг, Тайвань, Южная Корея).

Источник: U.S. Department of Commerce.

Экономисты уже давно знают, что существует временной лаг между постепенным падением курса валюты данной страны и устранением дефицита торгового баланса, но в США он был необычайно продолжительным и имел неблагоприятные последствия.

СОВРЕМЕННАЯ ДИСКУССИЯ

Дефицит торгового баланса США — в чем его причина и вызывает ли он беспокойство?

Эти два вопроса, вынесенные в заголовок данного раздела, являются центральными проблемами в современных США. Давайте рассмотрим каждый из них, но начнем с последнего.

Дефицит торгового баланса — хорошо это или плохо?

Обычным аргументом является то, что высокий дефицит торгового баланса уменьшает число рабочих мест в США. Однако этот аргумент вызывает сомнения. Денежные потоки между государствами скрывают тот факт, что в общем американцам приходится рано или поздно платить за импорт сокращением экспорта. Даже если бы США могли приостановить в настоящий момент всю внешнеторговую деятельность, то при этом перестанет существовать экспортная отрасль страны в долгосрочном периоде, что будет стоить рабочих мест, которые могли быть получены в краткосрочный период.

В книге, опубликованной в 1990 г., «*Век уменьшающихся ожиданий*» (*Age of Diminished Expectations*) экономист, работающий на MIT, Пол Кругмен (Krugman) утверждает, что даже краткосрочный рост занятости вследствие сокращения дефицита торгового баланса вряд ли произойдет. Предположим, что при преобладающем уровне безработицы 5—7% Конгресс США отказывается установить импортные квоты, которые эффективно воздействуют на внешнюю торговлю. Фактически это приведет к немедленному положительному сальдо торгового баланса (хотя и кратковременному, поскольку другие страны применили бы ответные меры к американскому экспорту). Вопрос в том, создаст ли устранение дефицита торгового баланса больше рабочих мест в краткосрочный период? Вряд ли. Большинство экономистов считают, что естественный уровень безработицы в США составляет по крайней мере 5% и, скорее всего, он будет выше. Если импортные квоты ограничат объем внешней торговли, откуда появятся работники для возмещения этой разницы? Наиболее вероятным результатом попытки устранить дефицит торгового баланса, по мнению П. Кругмена, будет рост инфляции.

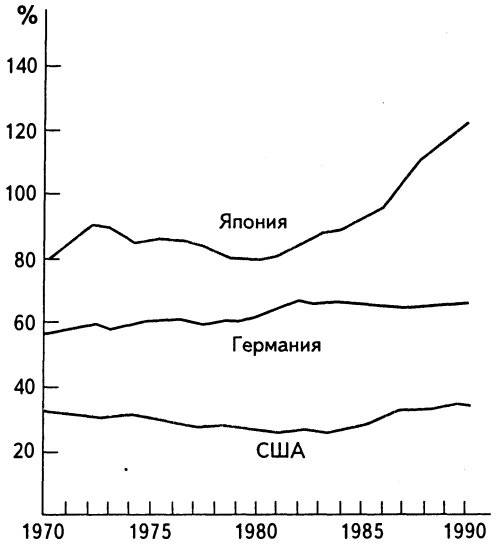
Это не означает, что сохраняющийся дефицит торгового баланса не носит неблагоприятного характера для США. Жителям США, чтобы покупать больше иностранных товаров, чем экспортируется в другие страны, необходимо брать из каких-то источников наличные деньги для возмещения разницы в стоимости экспорта и импорта. Финансировать эту разницу можно за счет внешних займов. Как уже отмечалось, именно поэтому США в 1983 г. стали чистым международным должником. В результате гражданам США в общем придется выплачивать проценты населению стран-кредиторов, т. е. отдавать часть своего дохода за границу. Это и будет первоначальный размер дефицита торгового баланса.

В чем причина высокого дефицита торгового баланса США и связанного с ним увеличения внешнего долга?

Большинство экономистов дают такой ответ на этот вопрос. Как уже отмечалось в главе 4, уровень сбережений в США намного ниже, чем в других странах. В результате американцы потребляют большую часть своего дохода, чем жители других стран, что позволяет последним ссужать американцам деньги для покупки дополнительных иностранных товаров.

Некоторые исследователи порицают домашние хозяйства и фирмы за низкий уровень сбережений, утверждая, что они создают слишком много обязательств. Однако это утверждение можно поставить под сомнение. Хотя уровень задолженности домашних хозяйств и фирм, несомненно, возрос в последнее время, относительно же объема производства в США задолженность частного сектора отнюдь не увеличилась. К примеру, рассмотрим следующую цифру, которая отражает долю нефинансовой задолженности в валовом национальном продукте за период 1970—1990 гг. в США, Германии и Японии. Этот показатель в США был наименьшим, и недавний его прирост, по крайней мере, соответствовал приросту в Германии и Японии.

Если представляется затруднительным возложить вину за высокий дефицит торгового баланса и растущий внешний долг США на частный сектор, то виновником, следовательно, является правительство. Многие экономисты считают, что это имен-



Доля нефинансовой задолженности корпораций в ВНП в Германии, Японии и США. Хотя многие согласятся с тем, что задолженность американских фирм слишком велика, что усугубляет проблему растущего долга США, доля общей нефинансовой задолженности корпораций в ВНП в США оставалась относительно стабильной в период 1970—1990 гг. Этот показатель намного ниже, чем в Германии и Японии.

но так. Основной причиной низкого уровня сбережений является постоянный дефицит федерального бюджета; именно поэтому изымается огромный объем средств, который мог бы выступать в качестве национальных сбережений. В свою очередь это приводит к дефициту торгового баланса; в отсутствие в стране аккумулированных сбережений для инвестиций домашние хозяйства и фирмы берут кредиты за границей и покупают там товары. Зависимость между дефицитом федерального бюджета и дефицита торгового баланса обычно называется проблемой двойного дефицита.

Не все экономисты соглашаются с тем, что именно правительство виновно в создании этой ситуации. Фактически некоторые экономисты считают, что дефицит торгового баланса на самом деле не такой уж и большой, как на то указывают официальная статистика. С одной стороны, данные по экспорту США в другие страны занижены, поскольку: 1) у экспортеров есть стимул для занижения объемов продаж, чтобы снизить налогооблагаемый доход; 2) необходимы экспортные лицензии, а в некоторых случаях вводятся прямые запреты на продажу товаров, имеющих отношение к национальной безопасности — отсюда отсутствие данных, неполная отчетность и контрабанда. Наоборот, информация по импорту собирается единственным правительственным агентством, которое аккумулирует доход от тарифов на импортные товары. Таким образом, информация по импорту имеет надежные источники, а данные по экспорту сильно занижены. Используя данные за 1987 г., экономист, работающий на Федеральный резервный банк Сент-Луиса, Мак Отт (Ott) подсчитал, что дефицит торгового баланса США ежегодно завышается на 10—15%. Это не решает проблему, но показывает, что ее масштаб не так значителен, как опасаются многие.

Источники: Krugman Paul, The Age of Diminished Expectations. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1990, chap. 4; *Ott Mack,* Is Trade Deficit as Big as It Seems? — Wall Street Journal, December 12, 1987, p. 14.

Рисунок 28-2 отражает дефицит торгового баланса США в начале 1992 г. Как показывает табл. 28-4, дефицит торгового баланса США с отдельными странами в целом увеличился, а положительное сальдо торгового баланса с другими государствами сократилось. К примеру, дефицит торгового баланса с Японией вырос с 3,5 млрд. долл. в начале 1991 г. до более чем 3,8 млрд. долл. в начале 1992 г. В то же время положительное сальдо торгового баланса со странами Западной Европы уменьшилось на 0,5 млрд. долл., а дефицит торгового баланса с Канадой снизился лишь незначительно.

Что лучше, система фиксированных или плавающих обменных курсов?

При системе фиксированных обменных курсов изменения, нарушающие равновесие платежного баланса (например, открытие месторождений золота, изменение вкусов или технологий), требуют перераспределения ресурсов до момента восстановления равновесия. Аналогичные изменения, нарушающие равновесие баланса, также требуют перераспределения ресурсов при системе плавающих обменных курсов. Основные механизмы, которые влияют на перераспределение ресурсов и восстанавливают равновесие платежного баланса, одинаковы для обеих систем: изменения уровня цен, дохода и процентной ставки.

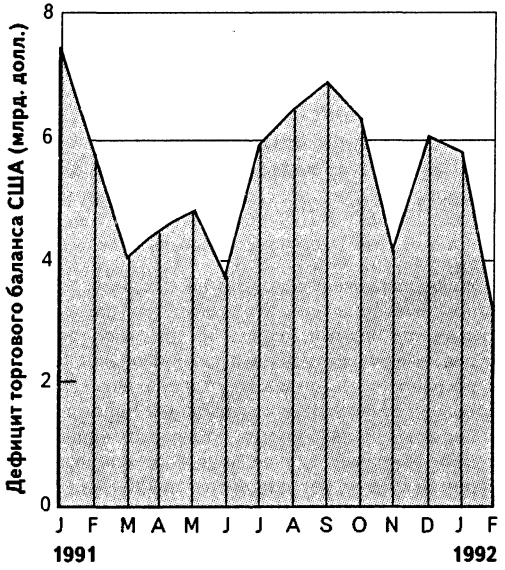


Рис. 28-2
Дефицит торгового баланса США. Несмотря на то что курс доллара США имел тенденцию к снижению (с момента его резкого падения в 1985 г.), рост дефицита торгового баланса США все равно продолжался. В 1991 г. и начале 1992 г. его размер был значительным. (*Источник*: Economic Indicators.)

Сравнительный анализ систем фиксированных и плавающих обменных курсов Основная разница между двумя этими системами заключается в механизме, посредством которого восстанавливается равновесие платежного баланса. При золотом или модифицированном золотом стандарте и системе фиксированных обменных курсов золото должно перемещаться из стран с дефицитом платежного баланса в государства с его положительным сальдо. При системе фиксированных обменных курсов в стране с дефицитом платежного баланса в конце концов должно произойти сокращение денежной массы, а в стране с положительным сальдо баланса — увеличение денежной массы. При такой системе, следовательно, в стране с положительным сальдо платежного баланса будет существовать инфляция, а страны, где имеет место дефицит платежного баланса, будут характеризоваться спадом производства. Это и есть «правила игры» в системе фиксированных обменных курсов. При дефиците платежного баланса в такой системе денежно-кредитная и бюджетно-налоговая политика должны быть направлены на достижение равновесия платежного баланса. Другие основные цели (например, стабильность цен и меньший уровень безработицы) станут менее важны.

Даже при равновесии платежного баланса проводить денежно-кредитную и бюджетно-налоговую политику нужно с учетом возможных последствий, которые могут вызвать его нарушения. К примеру, если существует равновесие платежного баланса, но при этом уровень безработицы слишком высок, то экспансионистская денежно-

кредитная политика может привести к образованию дефицита платежного баланса. Следовательно, регулирующие органы не совсем свободны при достижении своих целей. Более того, правила таковы, что отдельные страны не могут проводить денежно-кредитную и бюджетно-налоговую политику независимо от своих внешнеторговых партнеров. В системе фиксированных обменных курсов государство, которое решило увеличить темпы инфляции в стране, может экспортировать ее в другие страны. То же самое касается и спада производства.

Короче говоря, система фиксированных обменных курсов требует от каждого государства подчинения всех ее основных целей одной задаче — достижению равновесия платежного баланса. Если страна не намерена следовать этим правилам (т. е. она осуществляет стерилизацию золота, чтобы предотвратить инфляцию или дефляцию), то данная система будет давать сбои. При этом установится длительное хроническое неравновесие платежного баланса и изредка будут проводиться официальные корректировки обменных курсов (иногда не так уж и редко). Рисунок 28-3 показывает, что члены *Европейской валютной системы* (*ЕВС*; *European Monetary System, EMS*), в которую входят многие страны, в каждой из которых есть независимый центральный банк, на самом деле удачно координировали свои действия. Обменные курсы этих стран изменяются вместе; для этого каждое государство должно координировать свою стабилизационную политику.

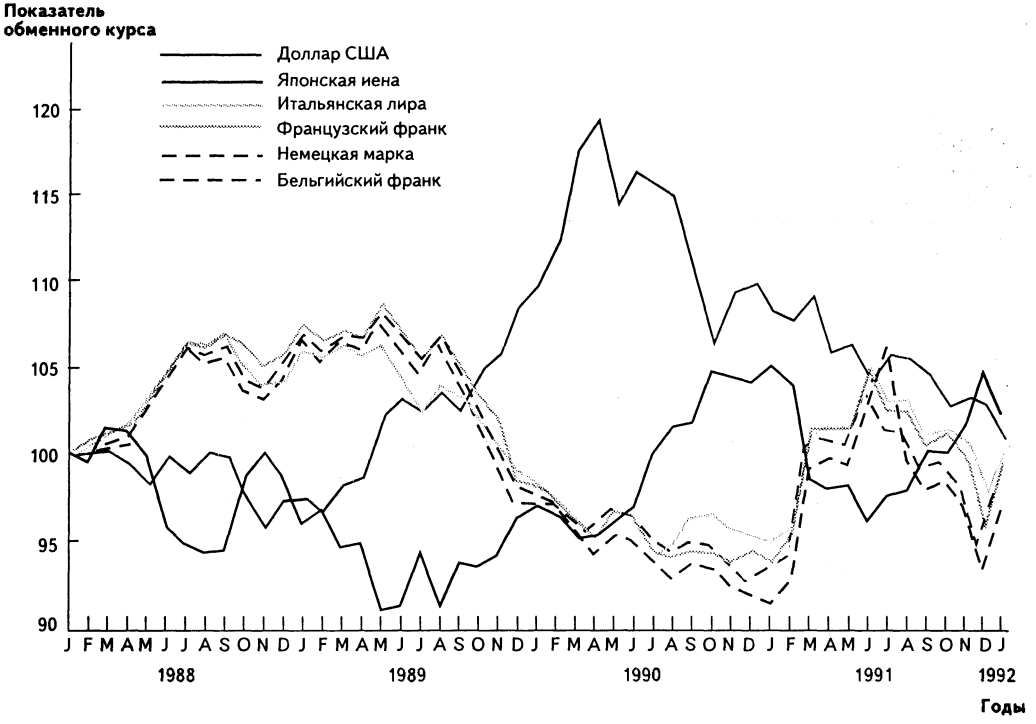


Рис. 28-3
Обменные курсы четырех стран ЕВС в сравнении с обменными курсами Японии и США. Данный рисунок показывает, что страны ЕВС (например, Бельгия, Германия, Италия и Франция) с успехом координировали свою экономическую политику, так что курсы их валют изменялись вместе. И наоборот, текущие курсы иены и доллара изменялись совсем по-другому. (*Источник*: IMF International Financial Statistics, various issues. Обменные курсы выражаются в СДР; Январь 1988 г. = 100.)

Насколько эффективны интервенции центрального банка на валютных рынках?

В январе 1985 г. глава администрации Рональда Рейгана на встрече «Большой пятерки» (Великобритания, Германия, США, Франция и Япония; подробнее о «Большой пятерке» см. в главе 29) предложил центральным банкам этих стран приложить больше усилий для стабилизации их обменных курсов. Через 9 месяцев с того момента, 22 сентября 1985 г., министры финансов и управляющие центральными банками этих государств заявили, что «в свете настоящих и будущих изменений основных принципов желательно планомерное повышение курса недолларовых валют относительно доллара. Мы готовы перейти к более тесному сотрудничеству для воплощения этого в жизнь, если это будет необходимо». Другими словами, страны «Большой пятерки» пришли к соглашению о снижении курса доллара относительно других валют.

Это заявление было сделано в отеле «Плаза» в Нью-Йорке, поэтому получило название соглашения «Плаза». Вслед за этим в Лувре в Париже было принято Луврское соглашение, подтверждающее основные принципы, провозглашенные в отеле «Плаза». Большое число официальных заявлений по этому поводу, до сих пор появляющихся, показывает, что в основном страны «Большой пятерки» выполнили объявленные задачи по стабилизации обменных курсов до «запланированных» уровней. Некоторые экономисты считают, что это значительная переоценка. В эту группу входят и Майкл Бордо (Bordo) из университета Рутджерс, и Анна Шварц (Schwartz) из Национального бюро экономических исследований. По их мнению, интервенции центральных банков имели незначительный эффект, вызвав нарушения функционирования валютных рынков и дополнительный риск убытков.

Масштабы интервенций на валютных рынках

М. Бордо и А. Шварц представили в виде таблиц данные по валютным интервенциям, проводимым ФРС и Казначейством США в 1985—1989 гг. На основе анализа этих таблиц они сделали два вывода. Во-первых, валютные интервенции носили случайный и непостоянный характер. Во-вторых, их масштабы были очень незначительны по сравнению с объемом торговли на валютных рынках. М. Бордо и А. Шварц приводят пример, что в апреле 1989 г. общий объем торговли валютой достиг 129 млрд. долл. в день; в то время как ФРС за *весь* месяц приобрела марки и иены на сумму только 100 млн. долл. Фактическая покупка валюты со стороны ФРС за весь 1989 г. была в размере 17,7 млрд. долл., что составляет примерно 14% от ежедневной апрельской торговли валютой в том году.

Ссылаясь на относительно незначительные масштабы валютных операций центральных банков, М. Бордо и А. Шварц ставят под сомнение вероятность того, что интервенции центральных банков на валютных рынках могут оказывать значительное, долгосрочное воздействие на обменные курсы. Эти экономисты утверждают:

> Главы правительств могли бы поучиться у короля Канута (King Canute (995—1035) — король Британии, Дании и Норвегии). Они решили в Лувре, по совету некоторых экономистов (уверявших, что у них есть возможность манипулировать валютными рынками), что дальнейшее изменение обменных курсов было бы нежелательным. Король Канут, напротив, отверг льстивые речи придворных, заметив, что набегающие волны не обратят внимания на его приказ остановиться, и таким образом демонстрируя свое бессилие.

Вероятные недостатки валютных интервенций

М. Бордо и А. Шварц уверены, что попытки центральных банков манипулировать обменными курсами являются нежелательными и, в общем, бесполезными. Прежде всего, отмечают они, непостоянные (и следовательно, часто неожиданные) интервенции, которые время от времени оказывают влияние на обменные курсы, могут привести к ненамеренному перемещению богатства от одних домашних хозяйств и фирм к другим. Например, одна сторона форвардной валютной сделки может понести неожиданные потери (см. главу 27), которые могут обернуться неожиданными прибылями для другой стороны сделки. Более того, возросший

риск будет побуждать участников торговли принимать меры предосторожности и хеджировать риск потерь от неожиданных валютных интервенций центрального банка, что ведет к дополнительным расходам.

К тому же М. Бордо и А. Шварц утверждают, что действия центральных банков по манипулированию обменными курсами подвергают их (а следовательно, и правительства и в конечном счете налогоплательщиков) риску убытков от валютных операций. К примеру, они отмечают, что, в то время как ФРС и Казначейство США получили более 1 млрд. долл. прибыли от операций на валютном рынке в период 1985—1989 гг., Нидерланды потеряли 600 млн. гульденов в результате долларовых интервенций в 1986 и 1987 гг., Германия заявила об убытках в размере 9 млрд. марок только в IV квартале 1987 г. М. Бордо и А. Шварц ставят под сомнение разумность азартных игр центральных банков с такими ставками при ограниченных возможностях достижения желаемых обменных курсов.

Может ли центральный банк воздействовать на обменные курсы в долгосрочной перспективе?

Хотя М. Бордо и А. Шварц настаивают на том, что центральные банки не могут управлять обменными курсами в долгосрочной перспективе, многие экономисты считают, что центральные банки могут влиять и периодически, действительно, влияют на обменные курсы. Они утверждают, что рассмотрение валютных операций отдельно взятого банка неправомерно, поскольку *координированные* усилия нескольких банков могут оказать нужное воздействие на обменные курсы. Они также отмечают, что заявления о намерениях центральных банков оказать воздействие на обменные курсы могут привести к автоматическому достижению их целей. Если участники торговли уверены, что центральные банки могут изменить обменные курсы и ожидают от них этого, то сами участники торговли будут действовать соответственно, что может способствовать направлению обменных курсов в нужное русло.

Роль центральных банков в манипуляциях обменными курсами как-то замалчивалась в последние годы. Может быть, по этой причине центральные банки менее склонны к воздействию на обменные курсы, либо они не могут достигнуть соглашения между собой, как это лучше осуществить. Или дело в том, что управляющие центральными банками стали похожи на короля Канута; возможно, у них нет желания пытаться остановить волны торговли валютой.

Источник: Bordo Michael D., Schwartz Anna J., What Has Foreign Exchange Market Intervention Since the Plaza Agreement Accomplished? — Open Economies Review, 2 (1991), pp. 39—64.

Когда происходят изменения, нарушающие равновесие платежного баланса при системе плавающих обменных курсов, оно будет автоматически восстановлено без какого-либо вмешательства со стороны правительства или центрального банка. Курс валюты стран, имеющих дефицит платежного баланса, снизится, а стран с положительным сальдо баланса — повысится. Отметим, что изменяется не уровень цен, а только одна цена — обменный курс. Более того, при условии устранения неравновесия платежного баланса при системе чистых плавающих обменных курсов страны могут преследовать другие основные цели, причем независимо друг от друга.

Хотя система плавающих обменных курсов выглядит безупречной на бумаге, на практике возникает много проблем. У данной системы также существуют свои правила игры. Государству придется *допустить* инфляцию или дефляцию. Страны не всегда допускают свободное плавание валют, поскольку это может быть сопряжено с большими издержками.

В стране, имеющей дефицит платежного баланса, курс национальной валюты снизится; для приобретения одинакового количества импортируемых товаров и услуг придется тратить больше денег, чем раньше. Это означает, что цены на импортируемые товары вырастут и (при прочих равных условиях) произойдет снижение уровня жизни. При этом у местных производителей появится стимул для экспорта, что уменьшит объем товаров и услуг на внутреннем рынке, что также отрицательно отразится на

уровне жизни. В такой ситуации у регулирующих органов появится намерение смягчить эти последствия посредством вмешательства в операции на валютных рынках. Политики могут оказать давление на центральный банк, чтобы последний поддержал курс национальной валюты, приобретая ее за золото или валютные резервы.

В стране с положительным сальдо платежного баланса, напротив, курс национальной валюты повысится. Стоимость импорта возрастет, а экспорта — уменьшится, положительное сальдо торгового баланса будет со временем ликвидировано. Такую ситуацию можно интерпретировать как неблагоприятную для местных производителей на международных рынках товаров и услуг. Местные производители (и их профсоюзы) могут осуществлять давление на политиков, чтобы те повысили конкурентоспособность их товаров на мировом рынке путем продажи национальной валюты на международных валютных рынках, таким образом предотвращая падение курса национальной валюты. Несомненно, эти рассуждения актуальны для современной Германии и Японии.

Другая вероятная проблема системы плавающего обменного курса заключается в том, что если страны с положительным сальдо платежного баланса (т. е. Япония и Германия) не намерены допустить инфляцию, то страны с дефицитом платежного баланса посчитают это несправедливым по отношению к их отраслям, поскольку это ограничит возможности экспорта в страны с положительным сальдо платежного баланса. Отсюда и применение политики протекционизма, проявляющегося в повышении тарифов и импортных квот. В настоящее время в США существует много сторонников протекционизма.

В общем, существует сильное политическое давление на центральные банки, побуждающее их проводить интервенции на валютных рынках при системе плавающих обменных курсов.

Таким образом, фиксированный обменный курс приобрел некоторую гибкость, а плавающий курс стал мало чем отличаться от фиксированного вследствие политического давления, оказываемого для противодействия перераспределению ресурсов; последнее связано с необходимостью приспособления к условиям, нарушающим равновесие платежного баланса. В этом отношении если бы страны не желали «платить» за соответствующую корректировку изменений обменного курса, то было бы безразлично, какой системы придерживается мир: фиксированных обменных курсов или плавающих.

Ключевые проблемы Можно выделить следующие реальные проблемы:

1. Приводит ли система плавающих обменных курсов к нежелательным изменениям курсов валют (следовательно, к нежелательному перераспределению ресурсов, что влечет за собой изменения объема и структуры экспорта и импорта), поскольку при данной системе спекуляция приобретает большие масштабы, чем при системе фиксированных обменных курсов?
2. Является ли вмешательство во внешнюю торговлю (как, например, тарифы, импортные квоты и валютные ограничения) более вероятным при системе фиксированных обменных курсов (когда государства пытаются оградить экономику от факторов, нарушающих равновесие платежного баланса), чем при системе плавающих обменных курсов, где снижение курса валюты является лишь возможным вариантом (но при этом существуют другие проблемы)?

В общем, только время ответит на эти эмпирические вопросы. Если политики откажутся играть по правилам при любой системе обменных курсов, то мы вряд ли получим ответ на первый вопрос. Второй же вопрос на самом деле состоит в следующем: при какой системе международных платежей существует больший соблазн для политиков сопротивляться ветру перемен?

В последнее время перемены происходили очень быстро. Большинство стран Восточной Европы отошли от централизованного планирования и осуществляют переход к рыночной экономике, и бывшие республики Советского Союза сделали пробные шаги к капитализму и экономическим реформам. Германия стала единым государством, и вся Западная Европа спорит о преимуществах ликвидации национальных валют в пользу единой общеевропейской валюты. Япония обладает беспрецедентным влиянием в мировой экономике. Хотя доминирующие позиции США в мировой экономике все еще прочны, уже появились первые признаки напряжения. Несомненно, что на пороге следующего века мировая экономика стоит перед решением новых сложных проблем.

Краткое содержание

1. Если расходы страны (на импорт или дарение) превышают ее текущие доходы (от экспорта или получения даров), то ей придется финансировать свою деятельность за счет займов или продажи активов.
2. Когда государство находится в ситуации, в которой оно не может вести текущие операции с другими странами (вследствие кредитных ограничений или отсутствия источников финансирования либо ограниченных международных резервных активов), такая ситуация называется неравновесием ее платежного баланса. Достижение равновесия платежного баланса является одной из основных целей ФРС.
3. Экономические механизмы, которые восстанавливают равновесие платежного баланса данной страны, следующие: изменения процентных ставок, уровня цен и дохода.
4. Системы фиксированных и плавающих обменных курсов — это системы международных платежей, которые призваны гарантировать обеспечение равновесия платежного баланса. Обменный курс представляет собой цену одной валюты, выраженную в другой валюте.
5. Международный золотой стандарт является одной из форм системы фиксированных обменных курсов. Каждое государство, которое придерживается золотого стандарта: а) устанавливает фиксированное отношение золотого запаса к наличным деньгам в обращении (1 : 1 при чистом золотом стандарте); б) берет на себя обязательства покупать и продавать золото в неограниченном количестве по «официальной» цене. Поскольку каждая страна приравнивает цену национальной валюты к определенному количеству золота, то, в сущности, обменный курс является фиксированным.
6. Если при золотом стандарте страна испытывает дефицит платежного баланса, то будет наблюдаться отток золота (т. е. денег) из этой страны в страны, имеющие положительное сальдо платежного баланса. В результате в странах с дефицитом платежного баланса будет иметь место падение уровня цен и дохода и рост процентных ставок. В странах с положительным сальдо платежного баланса повысится уровень цен и дохода при сокращении процентных ставок. Это приведет к равновесию платежных балансов стран.
7. Правила игры при золотом стандарте требуют от стран с дефицитом или положительным сальдо платежного баланса не нейтрализовать отток и приток золота в страну путем стерилизации золота.
8. Бреттон-Вудская система (1946—1971 гг.) — еще один пример системы фиксированных обменных курсов. В соответствии с Бреттон-Вудским соглашением был образован МВФ, призванный оказывать помощь странам в преодолении краткосрочного неравновесия их платежных балансов. МВФ ссужает резервы странам с недостаточной ликвидностью, чтобы побудить эти страны поддерживать курс национальной валюты относительно других стран. При «фундаментальном неравновесии» платежного баланса страны (это понятие так и не было точно определено МВФ) допускалось изменение ее официального обменного курса в значительном размере.
9. Основной резервной валютой при Бреттон-Вудской системе был доллар США. Все страны, кроме США, могли использовать доллары в качестве резервов и международ-

ного платежного средства. Такая система требовала, чтобы США постоянно испытывали дефицит платежного баланса. Хотя эта система функционировала длительный период, постепенно страны аккумулировали избыточное количество долларов и были обеспокоены проблемой финансирования дефицита платежного баланса США. Некоторые страны попытались обменять приобретенные доллары на золото США.

10. В связи с тем что США перестали продавать золото за доллары по официальной цене (которая была искусственно занижена), Бреттон-Вудская система в 1973 г. прекратила свое существование и был введен плавающий курс доллара по отношению к валютам других стран.

11. С 1973 г. большинство стран придерживались системы плавающих обменных курсов. Хотя центральные банки иногда прибегали к валютным интервенциям, обменные курсы многих валют менялись по воздействием изменений спроса и предложения валюты.

12. Большинство стран не намерены были допускать значительного роста или падения курсов национальных валют в краткосрочный период. Следовательно, они осуществляли интервенции на международных валютных рынках для поддержания курса национальной валюты; они покупали ее, когда этот курс снижался, и продавали при повышении курса. Валютные интервенции привели к «грязному» плаванию обменных курсов и неравновесию платежных балансов.

Словарь терминов

Баланс движения капиталов (*capital account balance*) — соотношение между стоимостью активов данной страны (облигаций, акций, недвижимости и т. д.), проданных иностранцам, и стоимостью аналогичных активов, приобретенных за границей.

«Грязное» плавание обменных курсов (*dirty float*) — система управляемых плавающих курсов, когда государства время от времени осуществляют интервенции на валютных рынках, чтобы избежать повышения или снижения курса национальной валюты.

Дефицит баланса движения капиталов (*capital account deficit*) — ситуация, в которой стоимость проданных нерезидентам активов данной страны (таких, как акции, облигации и недвижимость) меньше стоимости приобретенных за границей активов; ситуация, когда страна является чистым кредитором.

Дефицит текущего платежного баланса (*current account deficit*) — ситуация, в которой стоимость экспортируемых из страны товаров и услуг (включая государственные и частные трансферты из других стран) меньше стоимости импортируемых товаров и услуг (включая государственные и частные трансферты в другие страны).

Дефицит торгового баланса (*merchandise trade deficit*) — ситуация, в которой стоимость товаров, импортируемых страной, превышает стоимость товаров, идущих на экспорт.

Международный валютный фонд (МВФ) (*International Monetary Fund*) — международное агентство, созданное в соответствии с Бреттон-Вудским соглашением, призванное оказывать поддержку странам, испытывающим временные проблемы с ликвидностью.

Неравновесие платежного баланса (*balance-of-payments disequilibrium*) — ситуация, в которой государство не может поддерживать общий уровень расходов в соответствии с его бюджетом; положительное сальдо или дефицит платежного баланса страны.

Платежный баланс (*balance of payments*) — отражение всех операций между домашними хозяйствами, фирмами и правительством данного государства и всеми другими странами.

Положительное сальдо баланса движения капиталов (*capital account surplus*) — ситуация, в которой стоимость активов данной страны (таких, как акции, облигации и недвижимость), реализованных иностранцам, больше стоимости приобретенных за границей активов; ситуация, когда страна является чистым должником.

Положительное сальдо текущего платежного баланса (*current account surplus*) — ситуация, в которой стоимость экспортируемых из страны товаров и услуг (включая государствен-

ные и частные трансферты из других стран) больше стоимости импортируемых товаров и услуг (включая государственные и частные трансферты в другие страны).

Положительное сальдо торгового баланса (*merchandise trade surplus*) — ситуация, в которой стоимость экспортируемых страной товаров превышает стоимость импортируемых товаров.

Равновесие платежного баланса (*balance-of-payments equilibrium*) — ситуация, в которой общая сумма платежей по международным операциям страны соответствует ее бюджету.

Расчетный баланс (*official settlements balance*) — сумма статей текущего платежного баланса и баланса движения капиталов (включая ошибки и пропуски).

Система плавающих обменных курсов (*floating-exchange-rate system*) — система международных платежей, в которой допускаются колебания обменных курсов в соответствии с законом спроса и предложения.

Система фиксированных обменных курсов (*fixed-exchange-rate system*) — система международных платежей, в которой обменные курсы фиксируются на определенном официальном уровне и допускаются лишь их незначительные колебания.

Специальные права заимствования (СДР) (*special drawing rights, SDR*) — резервные активы МВФ, которые страны могут использовать для осуществления международных платежей.

Стерилизация (*sterilization*) — операции центрального банка на открытом рынке, направленные на нейтрализацию оттока или притока иностранной валюты в страну.

Счет операций с капиталом (*capital account*) — счет, отражающий операции с активами между данной страной и остальным миром.

Счет текущих операций (*current account*) — счет, отражающий динамику международной торговли и межстрановые потоки товаров и услуг. Его также называют открытым счетом.

Текущий платежный баланс (*current account balance*) — соотношение между стоимостью экспорта товаров и услуг данной страны (включая военные расходы других стран и доходы от зарубежных инвестиций) и трансфертов (частных и государственных) из других стран, и стоимостью импорта товаров и услуг (включая военные расходы за рубежом) и трансфертов (частных и государственных) в другие страны.

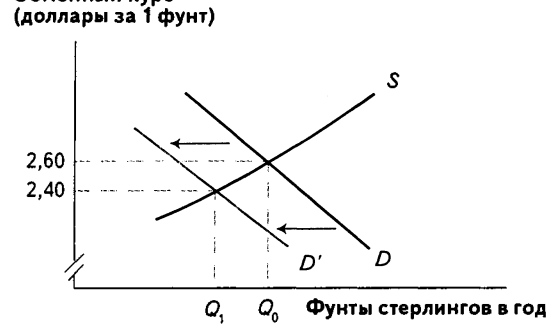
Вопросы для самопроверки

1. Объясните своими словами значение терминов «равновесие платежного баланса» и «неравновесие платежного баланса».
2. Многие исследователи концентрируют внимание на изменениях дефицита торгового баланса США (без учета предоставленных услуг). В последнее время, однако, США стали все больше ориентироваться на предоставление услуг. Может ли в таком случае дефицит торгового баланса быть неверным показателем внешней торговли США? Объясните вашу точку зрения.
3. Какие существуют основные отличия между текущим платежным балансом и балансом движения капиталов? Почему их сумма в отсутствие вмешательства центрального банка должна равняться нулю?
4. Объясните своими словами, почему положительное сальдо или дефицит расчетного баланса должны погашаться операциями с официальными резервами.
5. Что такое «грязное» плавание обменных курсов? Основываясь на материале данной главы, считаете ли вы, что такая система обменных курсов существовала в последние годы? Приведите аргументы в поддержку вашей точки зрения.
6. Почему некоторые экономисты считают, что США испытывают «проблему двойного дефицита»?

Задачи

28-1. Предположим, что США, Великобритания и Германия приняли золотой стандарт и установили следующую стоимость их валют: одна унция золота стоит 35 долл., 10 фунтов или 100 марок. Каким будет обменный курс между: а) долларом и фунтом стерлингов; б) долларом и маркой; в) маркой и фунтом?

28-2. График, представленный ниже, отражает предложение и спрос на британские фунты как функцию обменного курса (выраженного в долларах за один фунт). Допустим, что в мире существует только две страны.



а) Как можно рассматривать смещение графика из положения D в D'?

б) Если обменный курс был бы зафиксирован на уровне 2,60 долл. за один фунт, то какая ситуация будет наблюдаться?

в) Что может привести к смещению кривой предложения вправо (к росту значений функции)?

28-3. Допустим, что в мире существуют только две страны — США и Великобритания. Если обменный курс равен 3 долл. за один фунт и США испытывает сильную инфляцию (по сравнению с Великобританией), что будет происходить: а) при системе гибких обменных курсов; б) при золотом стандарте?

Рекомендуемая литература

Bordo Michael D., The Classical Gold Standard: Some Lessons for Today. — Federal Reserve Bank of St. Louis *Review*, 63 (5), May 1981, pp. 2—17.

Bordo Michael D., Schwartz Anna J. (eds.), A Retrospective on the Classical Gold Standard, 1821—1931. — Chicago: University of Chicago Press, 1984.

Boyd J. H., Dahl D. S., Line C. D., A Primer on the International Monetary Fund. — Federal Reserve Bank of Minneapolis *Quarterly Review*, 7 (3), Summer 1983, pp. 6—15.

Bryant Ralph C. (ed.), Global Macroeconomics: Policy and Cooperation. — New York: St. Martin's Press, 1988.

Friedman Milton, A Program for Monetary Stability. — New York: Fordham University Press, 1959.

International Monetary Fund, Final Report of the Working Party on the Statistical Discrepancy in World Current Account Balances, 1987.

Madura Jeff, International Financial Management. — St. Paul (Minn.): West Publishing Co., 1986, chaps. 2, 11.

Markusen James R., Melvin James R., The Theory of International Trade. — New York: Harper & Row, 1988.

Mundell Robert A., International Monetary Options. — Cato Journal, 3 (1), Spring 1983, pp. 189—210.

Salerno Joseph T., Gold Stadards: True or False. — Cato Journal, 3 (1), Spring 1983, pp. 239—267.

Yarbrough Beth V., Yarbrough Robert M., The World Economy: Trade and Finance. — New York: The Dryden Press, 1988.

Yeager Leland B., Stable Money and Free Market Currencies. — Cato Journal, 3 (1), Spring 1983, pp. 305—326.

Глава 29

Координация международной валютно-финансовой политики

Основные проблемы

1. Что понимается под структурной взаимозависимостью экономик двух государств и почему она приводит к внешним эффектам международной политики?
2. В чем отличие сотрудничества в области международной политики от координации международной политики?
3. Какие обычно приводятся аргументы в пользу координации международной политики?
4. Какие факторы делают координацию международной политики менее эффективной?
5. Что такое регулируемые арбитражные операции и почему они способствуют улучшению координации международной валютно-финансовой политики?
6. Каким образом страны могут координировать свою валютно-финансовую политику?
7. Как в последние годы происходил процесс координации валютно-финансовой политики?
8. Что такое оптимальная валютная зона?
9. Почему страны обычно используют разные валюты?

Большинство стран осуществляют политику, исходя из интересов своих граждан и своих собственных интересов. Как утверждал Йоганн Вольфганг фон Гете (1749—1832) — немецкий поэт, ученый, государственный деятель, автор «Фауста», — «ничто так не хорошо для государства, как то, что возникает из его собственной сущности и общих потребностей, без глупого подражания другим странам». Джон Ф. Кеннеди (Kennedy, 1917—1963) заявил в конце своего короткого срока пребывания на посту президента США, что «мы должны понять, что каждая страна определяет свою политику, исходя из собственных интересов».

В то же время, однако, на протяжении последних 50 лет высказывалось мнение, что у стран могут также быть и общие интересы. Вудро Вильсон (Wilson, 1856—1924) утверждал в начале своего президентского правления в 1913 г.: «Наши интересы лежат в сфере политики открытых дверей — сфере дружбы и взаимной выгоды». В своей речи в сенате Конгресса США в 1917 г. он заявил: «В мире должен существовать не баланс сил, а объединение сил, не организованное соперничество, а организованный мир». Во время президентского правления В. Вильсона была создана недолго просуществовавшая Лига Наций — предшественница современной ООН и международных экономических организаций, таких, как Международный валютный фонд, Мировой банк и Организация экономического сотрудничества и развития.

Должны ли государства идти своим путем в решении экономических вопросов или им стоит объединить свои усилия? Экономические философы размышляли над этим вопросом веками. Это сложный вопрос, и, как мы узнаем из этой главы, на него нет однозначного ответа. Однако этот вопрос приобрел особую актуальность в современном мире, который стал более взаимозависимым в результате развития новейших

коммуникационных и транспортных технологий. Мир не стал меньше, но расширились взаимосвязи между странами, и эта тенденция не ослабевает.

В данной главе мы проанализируем значение взаимодействия между странами и координации деятельности национальных регулирующих органов, вырабатывающих денежно-кредитную и финансовую политику государств. В частности, мы обратим внимание на необходимость взаимодействия политиков для достижения общих целей как альтернативу политике, преследующей исключительно национальные интересы. Мы также рассмотрим усилия регулирующих органов некоторых государств, в том числе США, по проведению совместной политики. Наконец, мы попытаемся дать оценку факторам, которые могут способствовать или свести на нет такие усилия.

Некоторые основные понятия международной политики

Прежде чем приступить к анализу проблемы целесообразности национальной или международной политики, важно рассмотреть некоторые основные понятия, отражающие связи между странами и их экономическую политику. Лучше всего начать с рассмотрения аргументов в пользу сотрудничества государств. Затем мы обсудим способы, посредством которых государства могут осуществлять совместную экономическую политику.

ЗНАЧЕНИЕ МЕЖДУНАРОДНОЙ ВЗАИМОЗАВИСИМОСТИ

В мире, где страны торгуют значительными объемами товаров и услуг, их экономические системы связаны **структурной взаимозависимостью** (*structural interdependence*). Это означает, что они экономически взаимосвязаны, так что события отрицательного или положительного характера и стимулирующая или жесткая политика в одной стране могут повлиять на экономическую активность в других странах. Следовательно, в то время как связанные структурной взаимозависимостью страны могут быть политически самостоятельными, экономическая стратегия одной независимой страны может повлиять на благосостояние граждан другого государства.

Внешние эффекты международной политики Тесная структурная взаимозависимость подразумевает существование **внешних эффектов международной политики** (*international policy externalities*). Напомним, что внешние эффекты имеют место, когда поведение одного экономического агента непреднамеренно воздействует на благосостояние других. Вследствие структурной взаимозависимости такие внешние эффекты могут иметь место, когда политика государства, направленная на улучшение функционирования национальной экономики, воздействует на экономику других стран.

Внешние эффекты международной политики могут быть положительными или отрицательными. В первом случае действия одного государства, направленные на повышение благосостояния граждан своей страны, приводят также к повышению благосостояния населения другого государства. Отрицательные внешние эффекты возникают, когда такие действия снижают благосостояние населения другого государства.

Политика «разори соседа» и стратегическое планирование при выработке экономической политики Иногда политики признают структурную взаимозависимость экономик и пытаются воспользоваться этим фактом для решения своих экономических проблем за счет соседей. Другими словами, политики могут намеренно пытаться повысить благосостояние граждан своей страны за счет благосостояния населения других стран, применяя **политику «разори соседа»** (*beggar-thy-neighbor policies*).

Проблема состоит в том, что политика «разори соседа» может помочь одной стране повысить свое благосостояние за счет других, но если все государства будут придерживаться такой политики, то станет хуже всем. Рассмотрим ситуацию, которая возникает вследствие осуществления политики **протекционизма** (*protectionism*), т. е. введения ограничений на импорт товаров и услуг для защиты отраслей национальной экономики, которые производят аналогичные товары и услуги (к примеру, ограничений на импорт автомобилей). Предположим, что США уменьшают квоты на количество автомобилей, которое японские и европейские производители продают в США, потому что считается, что такая политика повысит благосостояние американских граждан. (Эффект будет и положительным, и отрицательным; производителям автомобилей в США будет выгодно введение импортных квот, но потребители будут довольствоваться меньшим выбором товаров и услуг и уровень конкуренции на рынке снизится.) Хотя в краткосрочном периоде такая политика может в общем повысить благосостояние американских граждан, это негативно скажется на японских и европейских фирмах—производителях автомобилей и их рабочих. Правительства этих стран могут ответить введением подобных ограничений на импорт, скажем, американской говядины или компьютерной техники.

В результате фактически будут вестись торговые войны, в которых страны будут пытаться продать свои товары за счет ограничения импорта. В долгосрочной перспективе никто не получит выгоды от такой политики.

Политика «разори соседа» представляет собой особый тип стратегического планирования. Если структурная взаимозависимость экономик признается политиками, то у них может появиться стимул придерживаться стратегии политики (как подхода для решения экономических целей своей страны), которая учитывает эту взаимозависимость. Более того, у них может возникнуть стимул для формулирования стратегии политики с учетом стратегий политиков других стран.

СОТРУДНИЧЕСТВО В ОБЛАСТИ МЕЖДУНАРОДНОЙ ПОЛИТИКИ И ЕЕ КООРДИНАЦИЯ

Вместо решения экономических проблем за счет соседей страны для достижения своих целей могут проводить взаимовыгодную политику. Существует два основных пути: во-первых, **сотрудничество в области международной политики** (*international policy cooperation*), т. е. страны обмениваются информацией о своих целях, стратегиях политики, экономической деятельности и т. д. Еще более тесно страны могут сотрудничать при **координации международной политики** (*international policy coordination*). При этом страны определяют свою политику исходя из взаимной выгоды, а не из целей повышения благосостояния граждан своих стран.

Сотрудничество в области международной политики было более распространенным в последнее время среди западных держав. К примеру, страны **«Большой пятерки»** (*Group of Five, G5*) — Великобритания, Германия, США, Франция и Япония — и **«Большой семерки»** (*Group of Seven, G7*)[1] — страны «Большой пятерки» плюс Италия и Канада — в течение некоторого времени обмениваются информацией по своим проблемам и способам их решения. Это делается на регулярных встречах между главами государств, министрами и чиновниками высокого ранга различных министерств и ведомств, имеющими отношение к проведению экономической политики.

Многие экономисты считают, что сотрудничество в области международной политики желательно. Каждый участник только выигрывает от возможности получения

[1] С 1998 г. — «Большая восьмерка» (Group of Eight): к семи ведущим западным странам присоединилась Россия. (*Прим. ред.*)

доступа к большему объему информации и от знания того, что собираются предпринять другие страны. Однако по вопросу о координации международной политики существуют большие разногласия. Как вы сможете убедиться в дальнейшем, взвешивание плюсов и минусов такой координации — занятие довольно неблагодарное. Многие выступают за координацию, в то же время существует большое число ее противников. Мы не будем придерживаться той или иной точки зрения, а попробуем помочь вам разобраться во всех тонкостях, связанных с координацией международной политики, так что вы сами сможете решить, кто же прав.

Координация международной политики: за и против

Полная координация международной политики никогда не существовала. Этот факт доказывает, что страны видят какие-то недостатки в координации своей экономической политики. Тем не менее, как мы убедимся в дальнейшем, в последнее время предпринимается немало усилий для расширения масштабов такой координации. Давайте начнем с рассмотрения потенциальных плюсов, а затем рассмотрим те недостатки, которые препятствуют проведению совместной политики.

АРГУМЕНТЫ В ПОЛЬЗУ КООРДИНАЦИИ МЕЖДУНАРОДНОЙ ПОЛИТИКИ

Существует три основных аргумента в пользу координации. Из них наиболее значимым является первый, хотя два других также играют важную роль.

Интернализация внешних эффектов Как уже отмечалось, структурная взаимозависимость стран указывает на то, что экономика может испытывать внешние эффекты от экономических событий, происходящих в других государствах. В результате действия, предпринимаемые для улучшения благосостояния граждан одной страны, могут нанести ущерб другой стране. Население последней может пострадать от отсутствия координации политики этих двух стран.

Посредством координации политики политические деятели двух стран совместно будут определять действия для достижения общих целей. В сущности, они будут проводить политику, как будто эти страны представляют единое целое, т. е. произойдет *интернализация* (*internalizing*), или предупреждение внешних эффектов, которые иначе вызвали бы отрицательные последствия для обоих государств. Вместе политики смогут прийти к решению, которое позволит сделать такие последствия минимальными, что принесет выгоду населению обеих стран.

Чтобы сделать идею интернализации внешних эффектов более наглядной, рассмотрим гипотетический пример, касающийся международной торговли. Годами США устанавливали импортные квоты на автомобили, в то время как в Японии существовали квоты на ввоз говядины. Ограничения на импорт автомобилей были выгодны фирмам автомобилестроения и рабочим США, но наносили ущерб автомобильным фирмам и рабочим в Японии, в то время как ограничения на импорт говядины в Японию ставили в более выгодное положение японских фермеров и упаковщиков мяса по сравнению с американцами. Следовательно, торговая политика обеих держав приводила к внешним эффектам. Осуществляя координацию торговой политики на рынках автомобилей и говядины, эти страны в принципе могли бы уменьшить последствия внешних эффектов.

Таким образом, главным аргументом в пользу координации международной политики является тот факт, что при этом учитывается взаимное влияние экономик стран, существующее вследствие их структурной взаимозависимости. В сущности, при координации политики страны, связанные между собой, рассматриваются как часть единой

экономической системы. Политики разных стран при этом сотрудничают в целях стабилизации объединенной экономической системы этих стран.

Достижение нескольких целей при ограниченном наборе инструментов политики Координируя свои действия, политики разных стран могут достичь больших результатов, т. е. решить больший круг задач при ограниченном наборе доступных инструментов политики. Предположим, к примеру, что в стране низкий уровень совокупного спроса, так что реальный доход ниже целевой установки центрального банка. Для увеличения совокупного спроса центральному банку придется увеличить денежную массу. Однако эта мера не будет соответствовать другой цели центрального банка, которая заключается в поддержании стабильного обменного курса национальной валюты. Центральный банк самостоятельно не сможет решить эти две задачи путем использования единственно применимого инструмента политики — контроля над денежной массой.

Если же данный центральный банк будет координировать свою политику с центральными банками других стран, то вместе они смогут решить эти задачи. В качестве простого примера предположим, что каждая страна из группы государств, координирующих свою политику, преследует одну и ту же цель — достижение заданного уровня реального объема производства при минимальных колебаниях обменного курса, при этом во всех странах наблюдается низкий уровень совокупного спроса. Если центральные банки будут координировать свои действия по увеличению денежной массы, то они смогут также увеличить уровень совокупного спроса и достичь заданного объема реального производства. Более того, поскольку предложение валюты каждой страны возрастет, то колебания обменных курсов будут минимальными.

Вышеприведенный пример сильно упрощен, но он показывает суть проблемы. Допустим, у каждой из стран имеется ограниченный набор инструментов и перед ними стоят несколько целей, причем цели этих стран совпадают. Тогда координация их политики, для проведения которой используется один и тот же инструмент политики, приведет к достижению целей каждой из стран. Таким образом, координация международной политики будет выгодна всем.

Усиление позиций политиков во внутриполитической борьбе Третий аргумент в пользу координации международной политики заключается в том, что политики могут более успешно противостоять внутреннему давлению, когда они получают поддержку от политиков других стран. Другими словами, в отсутствие координации международной политики данный политический деятель может уступить давлению и принять решение, заведомо зная, что оно будет иметь отрицательный эффект в долгосрочном периоде. Однако координация поможет ему удержать свои позиции во внутренних дискуссиях, от чего общество только выиграет.

Например, предположим, что влиятельные члены Конгресса осуществляют давление на ФРС, чтобы та предприняла действия, которые сама ФРС считает неправильными и потенциально ведущими к инфляции. Если ФРС является частью коалиции стран, координирующих свою денежно-кредитную политику, то она может отклонить такую инициативу, так как иначе будут нарушены ее обязательства по международным соглашениям. Естественно, центральным банкам других стран, возможно, придется выступить в защиту ФРС, так что критики ФРС в Конгрессе вынуждены будут отступить.

АРГУМЕНТЫ ПРОТИВ КООРДИНАЦИИ МЕЖДУНАРОДНОЙ ПОЛИТИКИ

Многие считают вышеприведенные аргументы очевидными и достаточными. Однако не все с этим соглашаются. Естественно, можно составить целый список проблем, с

которыми придется столкнуться при координации политики. Сторонники более тесной координации рассматривают эти проблемы как препятствия, которые необходимо преодолевать. Ее противники утверждают, что именно по этим причинам страны должны решать свои внутренние задачи самостоятельно.

Проблема сохранения национального суверенитета Полная координация политики различных стран означает сотрудничество в целях максимизации общего благосостояния их населения. Следовательно, государства, заключающие соглашения о координации политики, как бы соглашаются преследовать общие международные, а не национальные цели, т. е. они дают обязательство стремиться к достижению общих, а не национальных целей. Таким образом, изначально координация политики различных стран требует от них частично пожертвовать своим суверенитетом при осуществлении политики.

Предположим, к примеру, что успешная координация политики требует от трех стран фиксации обменных курсов. В одной из стран правительство приходит к выводу, что если оно допустит повышение курса национальной валюты, то граждане страны от этого значительно выиграют. Тем не менее оно не сможет этого сделать в силу своих международных обязательств.

Неудивительно, что некоторые страны выступают против принесения суверенитета в жертву соглашениям о координации политики. В демократической республике, например, политики в предвыборной кампании часто обещают поднять благосостояние населения, т. е. своих избирателей. Политик, победивший на выборах за счет обещания «каждому по курице в кастрюле», который затем говорит, что в силу соглашений с другими государствами избирателям придется довольствоваться только половиной «курицы», на следующих выборах сам может оказаться «в кастрюле».

Проблема выполнения обязательств и доверия Другая проблема координации международной политики состоит в том, что у стран обычно существует соблазн не выполнять свои международные обязательства. Рисунок 29-1 иллюстрирует именно такой пример. Как показано в левом верхнем квадранте рис. 29-1, если страны *A* и *B* проводят суверенную политику, то уровень благосостояния населения этих стран в таком случае равен 20 единицам (для упрощения мы допустим, что уровень благосостояния можно измерить). Если же оба государства координируют политику, тогда, как показано в правом нижнем квадранте, уровень благосостояния обеих стран будет 40 единиц. Следовательно, на рис. 29-1 отражена ситуация, в которой координация международной политики, безусловно, улучшит благосостояние обеих стран при условии надлежащего исполнения ими своих обязательств.

Предположим, что правительство страны *A* заключило соглашение о координации политики с правительством страны *B*. После заключения соглашения, однако, экономические консультанты правительства страны *A* уведомляют ее политических лидеров, что если страна *B* будет выполнять свои обязательства, а страна *A* — нет, то последняя сможет повысить свое благосостояние до уровня 50 единиц, в то время как благосостояние страны *B* снизится до 10 единиц. Этот результат показан в верхнем правом квадранте рис. 29-1.

В то же время экономические консультанты правительства страны *B* приходят к такому же выводу о возможной выгоде, если не выполнять своих обязательств по соглашению о координации политики со страной *A*. Они определяют, как показано в левом нижнем квадранте, что если страна *A* будет следовать положениям договора, а страна *B* — нет, то уровень благосостояния страны *B* увеличится до 50 единиц, а страны *A* упадет до 10 единиц.

	Страна *B* не координирует политику	Страна *B* координирует политику
Страна *A* не координирует политику	Благосостояние страны *A* = 20 Благосостояние страны *B* = 20 Общее благосостояние = 40	Благосостояние страны *A* = 50 Благосостояние страны *B* = 10 Общее благосостояние = 60
Страна *A* координирует политику	Благосостояние страны *A* = 10 Благосостояние страны *B* = 50 Общее благосостояние = 60	Благосостояние страны *A* = 40 Благосостояние страны *B* = 40 Общее благосостояние = 80

Рис. 29-1
Ожидаемые уровни благосостояния при разном поведении политиков в странах *A* и *B*. Если политики в обеих странах не выполняют своих обязательств по соглашению о координации политики, то общий уровень благосостояния их стран будет равен 40 единицам. Если они выполняют свои обязательства, то этот уровень поднимется до 80 единиц. Проблема в том, что если одна из стран не выполняет своих обязательств по соглашению, то уровень ее благосостояния может подняться только до 50 единиц; при этом уровень благосостояния другой страны упадет до 10 единиц.

Хотя общее благосостояние двух стран достигает наибольших размеров (40 + 40 = = 80 единиц) при полной координации политики, мы видим, что отдельное государство может получить прибыль от невыполнения соглашения, в то время как другое государство ему следует, т. е. политика «разори соседа» приносит выгоду одной стране, если вторая страна соблюдает условия соглашения. Общее благосостояние двух стран в таком случае меньше (50 + 10 = 60 единиц).

Если же оба государства не станут соблюдать условий договора, тогда общее благосостояние будет находиться на самом низком уровне (20 + 20 = 40 единиц). И все же каждая страна окажется в лучшем положении, чем в случае если бы одна выполняла свои обязательства, а вторая страна — нет.

В данном примере, следовательно, оба государства согласны координировать политику и соблюдать условия соглашения только при наличии взаимного доверия, т. е. обязательства каждого государства в соответствии с соглашением такого рода должны заслуживать доверия. Каждая страна понимает, что в случае осуществления соглашения о совместной координации политики она будет подвергаться риску нарушения условий соглашения другой стороной и ее положение может оказаться хуже, чем в случае, если бы она проводила суверенную политику. При отсутствии взаимного доверия две страны достигнут наименьшего уровня благосостояния.

Может ли быть решена проблема доверия? Странам бывает довольно сложно достичь уровня отношений, когда взаимные обязательства заслуживают доверия, необходимого для координации экономической политики. Эта несколько напоминает проблему, встающую перед политиком в денежно-кредитной игре, которую мы рассматривали в главе 26. Как уже отмечалось, возможное решение в такой ситуации — создание репутации надежного партнера, выполняющего условия международных обязательств.

Многие экономисты пришли к выводу, что нельзя брать на себя обязательства на неопределенный срок, так как всегда возникают обстоятельства, при которых несоблюдение условий соглашений о координации политики может принести больше выгод, чем при координации. Следовательно, утверждают эти экономисты, страны взвешивают выигрыш и потери от нарушения или невозобновления обязательств, включая утрату репутации надежного партнера. В результате для государств может оказаться

неприемлемым вариант, в котором они либо всегда координируют свою политику, либо никогда этого не делают. Вместо этого они будут делать то, что выгоднее, соотнося издержки и выгоды в данной ситуации.

Проблема различных подходов Существенной проблемой для осуществления координации международной политики являются разные подходы стран к целям такой координации. Исследователи часто обращают внимание на то, что Германия, пережившая гиперинфляцию в 1920-е годы, имеет к ней сильное предубеждение и что в США, помня о Великой депрессии 1930-х годов, не приемлют высокий уровень безработицы. Хотя оба государства считают, что в принципе они могут получить выгоду от координации политики, различия в их социальных предпочтениях могут воспрепятствовать такой координации или даже сделать ее невозможной.

Даже если фундаментальные цели стран сходятся, у них могут возникнуть трудности технического характера. Например, предположим, что ФРС и Банк Англии решили координировать стратегию денежно-кредитной политики. Если экономисты ФРС считают, что процентная ставка должна использоваться в качестве промежуточной цели, а в Банке Англии настаивают на использовании в этом качестве показателя денежной массы, то это может стать серьезным препятствием на пути эффективной координации. Следовательно, различия в подходах к функционированию экономики и выбору оптимальной стратегии политики способны воспрепятствовать координации международной политики.

Может ли координация выявить слабость политиков? Многие противники координации международной политики считают, что большая степень координации может лишь подчеркнуть слабость политиков данной страны в достижении своих целей. Эта точка зрения противостоит доводу «усиления позиций политиков» в пользу координации международной политики. Для иллюстрации этой точки зрения, ставящей под сомнение координацию, рассмотрим следующий пример.

Предположим, что политики нескольких государств разделяют мнение о применении дискреционной денежно-кредитной политики, нацеленной на рост уровня реального объема производства их стран выше естественного уровня. Как отмечалось в главе 26, это подразумевает, что до тех пор, пока политический деятель страны не создаст себе репутацию борца с инфляцией, государство будет страдать от инфляционной тенденции в денежно-кредитной политике.

В отсутствие координации, тем не менее, центральный банк каждой страны должен учитывать вероятность того, что он может породить слишком высокую инфляционную тенденцию в стране по сравнению с другими странами, что ослабит национальную валюту и окажет отрицательное воздействие на товарные потоки. Координация международной политики ограничивает инфляционную тенденцию, которую может создать центральный банк каждой страны. Если государства будут координировать свою дискреционную денежно-кредитную политику, то центральные банки могут быть уверены, что курс национальной валюты их стран не упадет, так как существует обмен информацией. Следовательно, координация денежно-кредитной политики, в действительности, может привести к более высокому уровню инфляции во всех странах.

Механизм координации валютно-финансовой политики

Как видите, не существует единства мнений относительно целесообразности координации международной политики. Тем не менее в последнее время заинтересованность в координации возросла. До сих пор, иллюстрируя различные точки зрения, мы не

говорили о конкретных видах политики, координация которых возможна. Ниже мы рассмотрим несколько видов координации международной валютно-финансовой политики. Мы обсудим некоторые конкретные усилия по обеспечению координации политики.

КООРДИНАЦИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ БАНКОВСКИХ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Как отмечалось в разделе «Международный обзор» в главах 5 и 16, мировые банковские и финансовые рынки в последние десятилетия существенно изменились. Позиции банков США в мире по сравнению с банками других стран значительно ухудшились. Вместе с этим связи между финансовыми рынками США и других стран предоставили кредитно-финансовым учреждениям большие возможности перевода сделок в международные финансовые центры с наиболее благоприятным режимом регулирования. К примеру, как отмечалось в главе 27 при рассмотрении евровалютного рынка, контроль над размером капитала в США в 1960—70-е годы побудил американские банки осуществлять большую часть операций в долларах в офшорных финансовых центрах, например, в Лондоне или странах Карибского бассейна.

В сущности, развитие компьютерных, телекоммуникационных и транспортных технологий сделало возможным вовлечение кредитно-финансовых учреждений в **регулируемые арбитражные операции** (*regulatory arbitrage*). Это операции кредитно-финансовых учреждений, направленные на использование различий нормативного регулирования в разных странах, которые сводятся к переводу капиталов из государств с жестким режимом регулирования в страны, где регулирующие органы не налагают большого числа ограничений на банковскую и финансовую деятельность. По сути, эти операции позволяют кредитно-финансовым учреждениям размещать капиталы в странах, где существует наименьшее число ограничений, и, таким образом, вести менее активную деятельность в странах, где проводится жесткое регулирование финансовых рынков.

Существует два типа последствий регулируемых арбитражных операций, связанных с национальными различиями в регулировании. Во-первых, только в период 1985—1989 гг. доля иностранных авуаров в американских банках снизилась с 20,1 до 14,6%. Причина в том, что американские органы надзора над банковской деятельностью и валютными операциями предпринимали различные меры для ограничения регулируемых арбитражных операций американских банков. В то же время японские регулирующие органы активно поощряли международную деятельность своих банков, и процент иностранных авуаров в японских банках возрос с 23,0 до 38,2%. Хотя действия регулирующих органов США в конце концов не привели к прекращению такого рода операций, а лишь значительно их замедлили, большая часть иностранного капитала из США была переведена в кредитно-финансовые учреждения других стран, в основном в японские банки.

Во-вторых, в период с конца 1960-х—1980-е годы значительно вырос евровалютный рынок. В настоящее время, т. е. в 1990-е годы, платежная система, связывающая банки на евровалютном рынке, стала настолько развитой, что существенно повысилась вероятность распространения на весь мир финансового кризиса или сбоя финансовой системы какой-либо отдельной страны (об анализе системного риска см. в главе 16).

Аргументы в пользу интеграции банковских и финансовых рынков В ответ на ослабление доминирования американских банков на мировых финансовых рынках многие банкиры и политики США выступают за создание «более однородного игрового поля» в международной банковской и финансовой сфере. И они не одиноки — банкиры и политики некоторых европейских стран, например Великобритании и Франции, также

выступают за равный доступ на международные рынки и унификацию регулирования во всех странах.

Следовательно, еще одним аргументом в пользу координации международной политики является система официальных ограничений финансовой деятельности. Целью таких усилий будет открытый доступ на банковские и финансовые рынки и усиление международной конкуренции. Это еще более укрепит международные связи между этими рынками, повышая уровень системного риска. Но сторонники равного доступа на рынки и унификации регулирования в различных странах считают, что эта проблема может быть решена путем координации международного регулирования.

Координация банковского и финансового регулирования Сторонники международной интеграции банковских и финансовых рынков утверждают, что национальное регулирование должно учитывать практически каждый аспект официальных ограничений финансовых операций. Большинство из них считают, что регулируемые арбитражные операции — это эффективный, но дорогостоящий путь, позволяющей избежать более жесткого регулирования. Поэтому они предлагают устранить национальные различия как можно в более полном объеме. Например, они поощряют устранение национальных различий в требованиях к размеру собственного капитала компаний, в уровне процентных ставок, ограничениях, связанных с отделением банковской деятельности от коммерческой. Более того, сторонники координации международного регулирования предлагают также установить одинаковые условия доступа на рынки как для национальных банков, так и для иностранных. Обычно они выступают против контроля над размером капитала.

Эти аргументы приводятся не для того, чтобы показать, что большинство сторонников координации банковского и финансового регулирования считают, что национальное регулирование должно быть полностью устранено. Естественно, многие из них отстаивают необходимость довольно жестких ограничений. Однако их объединяет то, что они выступают за устранение национальных различий в регулировании.

Чтобы уменьшить степень воздействия системного риска, который будет расти с развитием интеграции глобальных финансовых рынков, сторонники координации в этой области утверждают, что национальные регулирующие органы должны придерживаться общих правил при финансовом кризисе, который может распространиться и за пределы одного государства. Более того, они выступают за унификацию такой политики во всех странах, так чтобы системный риск был одинаково распределен между государствами.

КООРДИНАЦИЯ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ

Хотя проектам координации банковского и финансового регулирования уделялось большое внимание, именно тема координации международной валютной политики стала центром острых дискуссий. Практически все экономисты согласны с тем, что рынки финансовых услуг должны быть более открытыми для повышения уровня конкуренции или минимизации различий в регулировании. Большинство экономистов считают, что чем выше уровень конкуренции, тем лучше для потребителя и что регулируемые арбитражные операции наносят вред. Напротив, проекты координации валютной политики неизбежно включают в себя различные макроэкономические концепции, и, как мы убедились в главах части V, здесь существует очень много разногласий.

Тем не менее исследования необходимости координации международной валютной политики стали одной из основных областей экономического анализа в середине 1980-х годов и продолжают оставаться одной из острейших тем и в настоящее время. До 1980-х годов среди экономистов существовали разногласия относительно преимуществ

координации международной валютной политики, но мало кто понимал, что лежит в основе различных точек зрения. В 1990-е годы ситуация изменилась. Дискутируются три основные проблемы: корректировка обменных курсов, определение показателя мировой денежной массы и соблюдение правил и/или свобода действий при координации валютной политики.

Возврат к фиксированным обменным курсам? Одним из проектов координации международной валютной политики стал проект восстановления системы фиксированных обменных курсов. В поддержку этого проекта выступают многие уважаемые экономисты (например, Рональд Мак-Киннон [McKinnon] из Стэнфордского университета) — авторы статей в *Wall Street Journal*. Эти авторы утверждают, что эксперимент с плавающими обменными курсами, проводимый США с началом распада Бреттон-Вудской системы (см. главу 28), провалился. В своей книге «*Международный стандарт для валютной стабилизации*» (*An International Standard for Monetary Stabilization*), опубликованной в 1984 г., Р. Мак-Киннон даже утверждает, что «американские циклы бумов и спадов в течение последней дюжины лет в основном происходят вследствие нестабильного спроса на долларовые активы и неудачных попыток ФРС адаптироваться к нему путем корректировки роста денежной массы, направленной на стабилизацию курса доллара».

Р. Мак-Киннон и другие предлагают, чтобы США, Япония и страны Европы совместными усилиями постепенно восстановили систему фиксированных обменных курсов. Между сторонниками этой точки зрения существуют разногласия относительно того, как это лучше сделать. Хотя многие аналитики выступают за возврат к системе обменных курсов, основанной на золотом стандарте, другие (в том числе и Р. Мак-Киннон) поддерживают идею создания системы, основанной на корзине валют, скажем, из доллара США, японской иены и немецкой марки.

Контроль над мировой денежной массой Альтернативная стратегия координации, которую также предлагает Р. Мак-Киннон (в качестве промежуточной цели для достижения основной цели — системы полностью фиксированных курсов), заключается в том, что центральные банки всего мира должны координировать контроль над мировой денежной массой. Такой денежный агрегат может быть средневзвешенным показателем аналогичных денежных агрегатов разных стран, например, эквивалентом M1 и M2, используемых в США (см. раздел «Международный обзор» в главе 3, где рассматриваются денежные агрегаты разных стран). Либо это может быть показатель долларовой наличности и долларовых резервов всего мира — так называемый агрегат мировой долларовой базы (World Dollar Base), предложенный экономистами Льюисом Лерменом (Lehrman) и Джоном Мюллером (Mueller). Этот показатель равен общей массе наличных денег и банковских резервов США (денежная база США) плюс долларовые авуары иностранных центральных банков.

Сторонники согласованного контроля над мировой денежной массой утверждают, что мир стал настолько тесно взаимозависим, что центральным банкам стоит учитывать более широкие интересы, чем просто беспокоиться о показателе денежной массы в национальной экономике. В таком интегрированном мире количественная теория денег соотносит *мировую* денежную массу с *мировым* уровнем цен. В поддержку этой точки зрения сторонники контроля над мировой денежной массой приводят доказательства, подобные представленным на графике (рис. 29-2), на котором показана ярко выраженная зависимость между приростом мировой долларовой базы Лермена—Мюллера и приростом индекса мировых цен на продукты питания и энергоносители, хотя и с временным лагом примерно в два года.

Правила координации валютной политики Многие экономисты, также выступающие за координацию валютной политики, не согласны с идеей фиксации обменных курсов и контроля над мировой денежной массой. Они считают, что система фиксированных обменных курсов слишком неэластична, в то время как политика таргетирования мировой денежной массы подвержена проблеме изменчивости и непредсказуемости скорости обращения денег, национальная валютная политика разных стран должна отвечать системе правил. Они предлагают, чтобы правила координации валютной политики, в свою очередь, учитывали структурные различия между странами, так же как и общие цели стран. Действительно, оптимальным решением, по мнению этих исследователей, будет система плавающих, а не фиксированных обменных курсов либо установление мировых валютных ориентиров. Например, такое правило может включать согласованное регулирование национальных денежных агрегатов в соответствии с колебаниями национальных уровней цен, процентных ставок или обменных курсов с целью достижения целей стран-участниц.

Из предлагаемых правил координации международной валютной политики самое широкое распространение получило последнее. К тому же его реализация представляется наименее болезненной, не предполагающей каких-либо значительных осложнений. Тем не менее многие утверждают, что гибкие правила часто перерастают в дискреционную политику. Последняя, в свою очередь, может не соответствовать соглашениям о координации валютной политики. А от дискреционной политики — настаивают критики — не так уж далеко отстоит и политика «разори соседа».

Рис. 29-2

Ежегодные изменения мировых цен на продукты питания и энергоносители и мировой долларовой базы с временным лагом примерно два года. Существует ярко выраженная зависимость между приростом индекса цен на продукты питания и энергоносители и приростом мировой долларовой базы (денежная база США плюс долларовые авуары центральных банков других стран) с временным лагом примерно два года. (*Источник: Mueller John,* The World's Real Money Supply. — Wall Street Journal, March 5, 1991, editorial page.)

Тем не менее многие экономисты продолжают изучать особенности широко распространенных правил международной политики. Они надеются на то, что однажды

стратегия координации политики может быть развита настолько, что сделает возможной стабилизацию экономики без использования таких негибких схем, как фиксированные обменные курсы или таргетирование мировой денежной массы. Особое внимание уделяется идее использования заданных **валютных коридоров** (*target zones*). Они представляют собой определенный диапазон, в пределах которого центральный банк допускает колебания обменного курса национальной валюты. Если обменный курс выйдет за верхнюю или нижнюю границы коридора, то для его восстановления центральный банк будет осуществлять интервенции на валютных рынках. Идея этой политики заключается в том, чтобы сохранить некоторую гибкость обменных курсов, при этом ограничив амплитуду их колебаний.

Последние эксперименты в области международного сотрудничества и координации политики

История свидетельствует, что международное сотрудничество и координация политики — дело сложное. Бесчеловечность и жестокость, с которыми многие страны сталкивались в последние века и десятилетия, говорят об этом. Тем не менее в последнее время, несомненно, существует тенденция к международному сотрудничеству и координации политики. В основном все усилия носили характер экспериментов, но роль некоторых из них уже достаточно весома.

БАНК МЕЖДУНАРОДНЫХ РАСЧЕТОВ

Банк международных расчетов (БМР) (*Bank for International Settlements, BIS*) представляет собой один из самых удачных экспериментов в этой области. Он создан в 1930 г. в соответствии с планом Янга для выплаты Германией репараций Великобритании, Франции и другим странам после первой мировой войны. Следовательно, его первоначальное назначение состояло в погашении финансовых обязательств европейских государств. Конгресс США отказался участвовать в решении вопроса о репатриации Германии, так что у ФРС нет акций БМР, хотя центральные банки других стран владеют ими до сих пор. Интересно, что частные американские банки, включая *Citybank, J. P. Morgan, First National Bank of Chicago* и *First National Bank of New York*, принимали участие в основании БМР и продолжают владеть частью его капитала. Штаб-квартира БМР расположена в Базеле (Швейцария).

После второй мировой войны представители стран—участниц Бреттон-Вудской конференции 1944 г. приняли решение, рекомендовавшее ликвидировать БМР. Тем не менее в 1948 г. БМР стал агентом для погашения кредитов и других долгов стран—участниц Программы восстановления Европы. С тех пор БМР стал выполнять функции банка центральных банков стран Европы, США, Канады, Японии, Австралии и стран Южной Америки. Он выступает в качестве поручителя в соглашениях по международным займам и управляет частью резервных счетов некоторых центральных банков, осуществляя операции с резервами на международных финансовых рынках, т. е. центральные банки некоторых стран имеют депозиты в БМР, которые последний использует для приобретения ценных бумаг. К тому же БМР предоставляет кредиты некоторым центральным банкам.

Международный совет директоров осуществляет надзор над деятельностью БМР. В составе совета — управляющие центральными банками Бельгии, Великобритании, Германии, Италии и Франции плюс пять представителей торговой, финансовой и промышленной сфер, назначаемых каждым из этих управляющих. Эти десять директоров, в свою очередь, обычно избирают управляющих центральными банками Нидер-

ландов, Швейцарии и Швеции в качестве дополнительных членов совета директоров БМР.

Основная функция БМР заключается в том, что он выполняет функции расчетной палаты для центральных банков всего мира; т. е. он является центром международного сотрудничества в банковской и валютной сферах. БМР организует периодические встречи экспертов (для предоставления центральным банкам информации о финансовых и валютных рынках) и конференции персонала центральных банков и регулирующих органов стран-участниц. БМР также имеет базу статистических данных по международным банковским проблемам, которые могут использовать страны **«Большой десятки»** (*Group of Ten, G10*), включающей в себя страны «Большой семерки» плюс Бельгию, Нидерланды и Швецию, а также Швейцария.

БАЗЕЛЬСКИЕ СОГЛАШЕНИЯ ПО БАНКОВСКОМУ НАДЗОРУ И РЕГУЛИРОВАНИЮ

В июле 1988 г. БМР стал инициатором заключения **Базельского соглашения** (*Basle Agreement*), в соответствии с которым были установлены стандарты достаточности капитала с учетом риска для коммерческих банков США, стран Западной Европы и Японии. Как отмечалось в главе 11, эти стандарты используются ФРС, Управлением контролера денежного обращения и Федеральной корпорацией страхования депозитов при расчетах показателей достаточности капитала для коммерческих банков США. По условиям Базельского соглашения эти стандарты применимы ко всем банкам в индустриально развитых странах мира.

В 1988 г. эксперты объявили Базельское соглашение первым шагом к координации банковского регулирования, действительно в мировом масштабе. Как уже отмечалось, многие рассматривают устранение различий в требованиях к размеру банковского капитала как ключевой фактор к интеграции мирового рынка банковских услуг. И очевидно, что шаг в этом направлении уже сделан. Все страны до настоящего времени поддерживали требования к размеру капитала на уровне стандартов, принятых в Базельском соглашении, применяя их в равной мере и беспристрастно к национальным банкам.

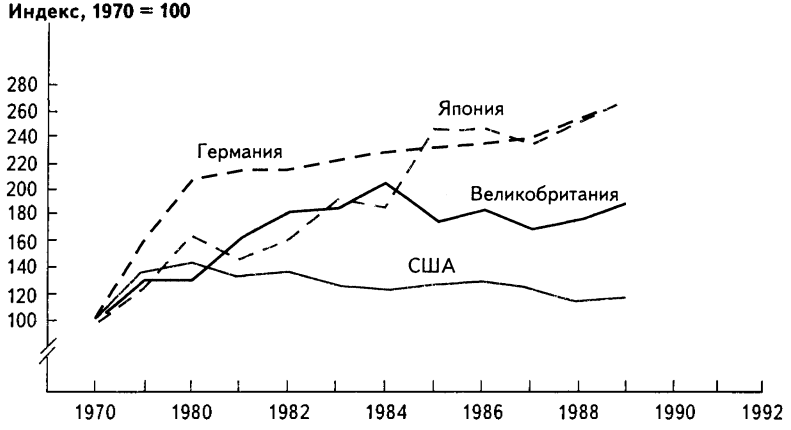


Рис. 29-3

Индексные показатели доли активов крупнейших банков в валовом внутреннем продукте в четырех промышленно развитых странах. В то время как доля активов банковского сектора в ВВП оставалась относительно малой в США в 1970—80-е годы, в Великобритании, Германии и Японии она выросла намного больше. (*Источник*: *Frankel Allen B., Montgomery John D.*, Financial Structure: An International Perspective. — Brookings Papers on Economic Activity, 1, 1991, pp. 257—297.)

Примечание: Для США, Великобритании и Германии данные представлены на конец календарного года, для Японии — на конец марта.

Однако это не значит, что дальнейшая координация международной банковской сферы неизбежна и необязательна дальнейшая интеграция национальных банковских рынков. Конечно, между финансовыми системами стран есть существенные различия. Например, это показало исследование по данным 1970—80-х годов, проводившееся в 1991 г. экономистами аппарата ФРС Алленом Фрэнклом (Frankel) и Джоном Монтгомери (Montgomery), в котором они рассчитали индексные показатели доли активов крупнейших банков Великобритании, Германии, США и Японии в валовом внутреннем продукте этих государств. Результаты этого исследования представлены на графике (рис. 29-3), из которого следует, что крупнейшие банки Германии и Японии более чем в 2 раза увеличили свой капитал за эти 20 лет, в то время как британские банки росли намного медленнее, а относительный рост американских банков и вовсе не был сколь-нибудь значительным.

Более того, А. Фрэнкл и Дж. Монтгомери документально доказывают, что компании Великобритании, Германии и Японии (в отличие от США) мобилизуют большую часть своего капитала за счет банковских ссуд. В Великобритании, к примеру, доля коммерческих ссуд составляла около 70% средств, полученных компаниями в начале 1990-х годов; в Германии и Японии эта доля соответственно составляла 50 и 65%. В США данный показатель — на уровне ниже 30%.

Существуют различия рыночных структур банковских систем разных стран. На рис. 29-4 приведена диаграмма, по данным А. Фрэнкла и Дж. Монтгомери, о распределении активов (в долларах) банков США, Великобритании, Германии и Японии на начало 1980-х годов. Хорошо видно, что крупнейшие 10 банков Великобритании и Германии имеют примерно одинаковую долю суммарных активов (приблизительно от $^1/_2$ до $^2/_3$ всех активов). Степень концентрации активов в Японии намного выше (примерно $^2/_3$ суммарных активов находятся у 10 крупнейших банков), в США этот показатель ниже (менее $^1/_3$ суммарных активов).

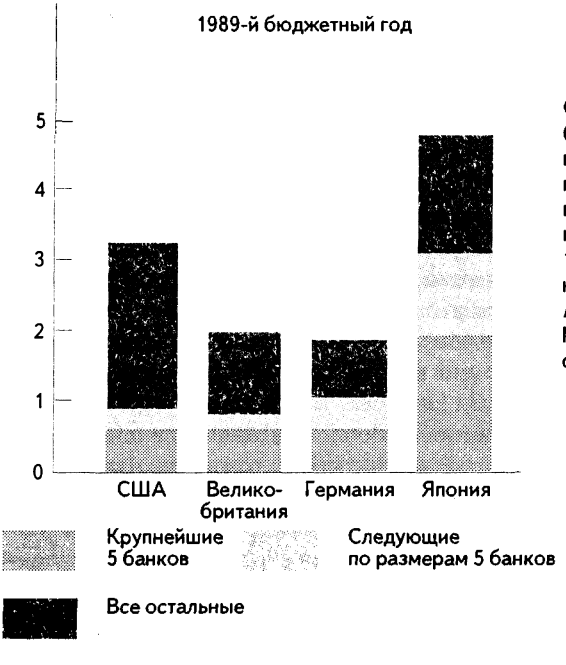


Рис. 29-4
Суммарные активы банков и концентрация банковских активов в четырех промышленно развитых странах (трлн. долл.). Хотя суммарные активы банков США (в долларах) превышают активы немецких или британских банков, доля суммарных активов крупнейших 5 и 10 банков Великобритании, Германии и Японии выше, чем в США. (*Источник: Frankel Allen B., Montgomery John D.*, Financial Structure: An International Perspective. — Brookings Papers on Economic Activity, 1, 1991, pp. 257—297.)

Мало свидетельств того, что международные финансовые рынки являются конкурентными. Например, на диаграмме (рис. 29-5) показана доля коммерческих ссуд, выданных иностранными банками, в общем объеме коммерческих банковских ссуд в четырех промышленно развитых странах в 1980, 1985 и 1990 гг. В то время как многие иностранные банки активно кредитовали американские и британские домашние хозяйства и фирмы, на рынках ссудных капиталов Германии и Японии доля кредитов иностранных банков очень мала. Отметим, что это не значит, что рынки последних закрыты для конкуренции с банками других стран. В разделе «Международный обзор» в главе 4 уже отмечалось, что уровень сбережений в Германии и Японии выше, чем в Великобритании и США, что, возможно, означает, что японские и немецкие граждане менее склонны к займам. Тем не менее на полностью интегрированных рынках банковских услуг такие расхождения не могли сохраняться столь продолжительный период.

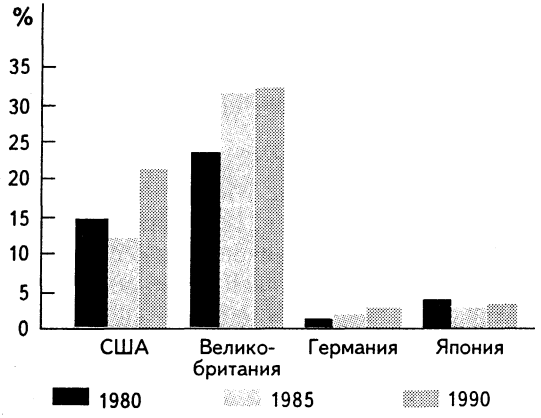


Рис. 29-5
Доля непогашенных коммерческих ссуд иностранных банков в общем объеме коммерческих ссуд в четырех промышленно развитых стран. В то время как иностранные банки владеют значительной долей внутреннего рынка банковских кредитов в США и Великобритании, в Японии и Германии это далеко не так. Здесь именно национальные банки доминируют на этом рынке. (*Источник: Frankel Allen B., Montgomery John D.,* Financial Structure: An International Perspective. — Brookings Papers on Economic Activity, 1, 1991, pp. 257—297.)

Можно сделать вывод, что Базельское соглашение — лишь пробный шаг к полной координации международного банковского регулирования. Однако достигнуть полной координации регулирования или полной интеграции финансовых и банковских рынков удастся, видимо, еще не скоро.

ЕДИНЫЙ ЕВРОПЕЙСКИЙ РЫНОК БАНКОВСКИХ УСЛУГ

С января 1993 г. Европейское сообщество ввело единую банковскую лицензию, действительную в любой стране ЕС. Кроме всего прочего, эта лицензия разрешает банкам стран ЕС принимать вклады; проводить торговлю за свой счет или за счет клиентов на рынках ценных бумаг, валюты, фьючерсов и опционов; предоставлять услуги по управлению портфелями ценных бумаг клиентов в странах ЕС. Банки соответствуют лицензионным требованиям, если соблюдены требования к минимальному размеру капитала банка, выраженному в ЭКЮ; для всех банков ЕС требования к размеру капитала одинаковы.

В настоящее время уровень сотрудничества и координации политики в ЕС является беспрецедентным. По условиям единой банковской лицензии, банк, находящийся в любой из стран ЕС, должен отвечать лишь национальным нормативам банковской деятельности, унифицированным со стандартами других стран ЕС. Далее, национальные органы надзора над банковской деятельностью любой из стран ЕС могут осуществлять единовременный аудит филиалов национального банка, находящихся в других странах ЕС, предварительно уведомив эти страны о сроках проведения проверок.

Точно так же регулирующие органы любой из стран ЕС могут осуществлять аудит банковских филиалов, размещенных на их территории, если сам банк находится в другой стране ЕС.

Сторонники введения единой банковской лицензии считают, что это ускорит унификацию требований регулирующих органов к банкам, что может привести к созданию единой европейской банковской системы. Они также соглашаются с тем, что эти меры свидетельствуют о повышении уровня сотрудничества и координации политики, который во многом соответствует уровню развития современной банковской системы США.

Следовательно, по крайней мере в банковской сфере в недалеком будущем возможно существование «Соединенных Штатов Европы». В Европе уже достигнут уровень банковской интеграции, который и не снился лет двадцать назад. Несмотря на первоначальные успехи новой политики ЕС, многие экономисты соглашаются с тем, что остается еще много препятствий на пути полной интеграции европейских банков. В некоторых европейских странах банки так долго ограждались от конкуренции, что интеграция банковской системы Европы может оказаться для этих стран весьма болезненным процессом. Некоторые исследователи даже боятся, что могут появиться попытки обойти отдельные положения единой банковской лицензии. В общем, будущее покажет, как будут развиваться события в этой сфере координации международной политики.

КООРДИНАЦИЯ ВАЛЮТНОЙ ПОЛИТИКИ СТРАН «БОЛЬШОЙ ПЯТЕРКИ», «БОЛЬШОЙ СЕМЕРКИ» И «БОЛЬШОЙ ДЕСЯТКИ»

Еще одной мечтой тех, кто верит в экономическую гармонию мира, является координация макроэкономической политики во всем мире. В центре этой задачи стоит координация валютной политики ведущих держав. Первым шагом в этом направлении было создание сначала «Большой пятерки», потом «Большой семерки» и, наконец, «Большой десятки».

Эти группировки стран созданы в основном для развития более тесного сотрудничества в области международной политики. Главы центральных банков стран «Большой пятерки» регулярно общаются друг с другом по телефону или лично, персонал центральных банков обменивается информацией по целям национальной политики и ее методам, а также и статистическими данными через Банк международных расчетов и другие официальные и неофициальные источники.

В последние годы были предприняты усилия по более тесной координации валютной политики. Как отмечалось в разделе «Международный обзор» главы 28, в качестве примера можно привести соглашение «Плаза» 1985 г. и Луврское соглашение 1987 г., результатом которых стали широкомасштабные интервенции центральных банков «Большой пятерки» на валютных рынках. Эти координированные интервенции, направленные на стабилизацию обменных курсов, представляют собой наиболее значимые осуществленные проекты по координации валютной политики с момента распада Бреттон-Вудской валютной системы в начале 1970-х годов. Многие исследователи рассматривают эти соглашения как пробный шаг на пути более полной координации международной валютной политики.

Очевидно, что это, действительно, важные эксперименты в сфере координации валютной политики. Несомненно также и то, что после заключения Луврского соглашения 1987 г. произошло сокращение масштабов координации политики стран «Большой пятерки». Между этими странами возникли разногласия по поводу размера экономической помощи бывшим республикам Советского Союза и по политическим вопросам, например, связанным с конфликтом с Ираком в 1990—1991 гг. Однако глав-

ным событием стал распад Варшавского договора в Восточной Европе, который привел к образованию единого немецкого государства в 1990 г. Объединение бывшей коммунистической Восточной и капиталистической Западной Германии затруднили осуществление координации валютно-кредитной политики между Германией и другими странами Европы. В начале 1990-х годов, например, министр финансов США Николас Брейди (Brady) выступил с инициативой о взаимном уменьшении процентных ставок центральных банков «Большой пятерки», но эту инициативу, которая позже была повторена президентом США Дж. Бушем, не воспринял *Bundesbank* Германии, который в то время боролся с самым высоким уровнем инфляции в стране за последние годы. Хотя вполне возможно, что координация политики стран «Большой пятерки» — или, возможно, «Большой семерки» или «Большой десятки» — может возобновиться в скором будущем, эксперименты, связанные с реализацией соглашения «Плаза» и Луврского соглашения, в настоящее время приостановлены, если не завершены.

ЕВРОПЕЙСКАЯ ВАЛЮТНАЯ СИСТЕМА

Европейская валютная система (ЕВС) включает в себя всех членов Европейского сообщества, кроме Испании и Португалии. Эти два государства обдумывают свое вступление в ЕВС. Кроме того, хотя Великобритания является членом ЕВС, она участвует не во всех аспектах деятельности ЕВС[1].

ЕВС — это, в сущности, соглашение между странами ЕС о стабилизации обменных курсов валют данных стран. Функционирование ЕВС осуществляется под контролем Совета Министров ЕС, который ввел новую денежную единицу — европейскую валютную единицу (ЭКЮ) как главный элемент валютной системы. ЭКЮ — это **составная валюта** (*composite unit of account*), что означает, что она основана на корзине валют стран ЕС. Доля немецкой марки в корзине ЭКЮ составляет приблизительно $^1/_3$, французского франка — около 20%, британского фунта — 14%, гульдена Нидерландов — 10%, итальянской лиры — около 10%. Доля валют остальных стран в корзине ЭКЮ равна оставшимся 14%.

ЭКЮ играет две ключевые роли в ЕВС. Во-первых, это средство расчетов между центральными банками стран ЕС; таким образом, центральные банки выражают взаимные платежи и обязательства в ЭКЮ. Во-вторых, ЭКЮ является базой паритетов и курсовых соотношений валют стран ЕС. ЭКЮ служит общей счетной денежной единицей стран ЕС, обменные курсы национальных валют устанавливаются в соответствии с текущим курсом ЭКЮ. Таким образом, обменные курсы валют стран ЕС выражаются в ЭКЮ.

Участники ЕВС подписали систему соглашений о механизме вмешательства в установление обменного курса, который представляет собой систему правил, определяющих, когда центральному банку какой-либо страны необходимо проводить интервенции на валютном рынке для стабилизации курса национальной валюты по отношению к ЭКЮ. Для большинства стран, входящих в ЕВС, валютные интервенции необходимы, если рыночный курс национальной валюты по отношению к валютам других стран (выражаемых в ЭКЮ) отклоняется на ±2,25%. Чтобы помочь центральным банкам стран ЕС в соблюдении этой договоренности, ЕВС использует централизованный механизм кредитования, который гарантирует предоставление странам краткосрочных кредитов ЕВС для выравнивания курса национальной валюты.

Основной целью ЕВС является ограничение колебаний обменных курсов валют стран ЕС. Существуют два логических объяснения этой цели. Во-первых, уменьше-

[1] Испания и Португалия впоследствии присоединились к ЕВС, а Великобритания вышла из ее состава 17 сентября 1992 г. (*Прим. ред.*)

ние колебаний обменных курсов снижает валютные риски (см. главу 27), значительно сокращает издержки, связанные с торговлей между странами ЕС. Во-вторых, уменьшение колебаний обменных курсов сдерживает их ожидаемые изменения вследствие изменений процентных ставок на рынках ценных бумаг стран ЕС, упрощая, таким образом, процесс интеграции финансовых рынков.

Многие исследователи приводят доводы о том, что деятельность ЕС была весьма успешной. Несомненно, что темпы инфляции в странах ЕС выровнялись в последние годы, а общий уровень инфляции стран ЕВС в целом снизился. Многие полагают, что деятельность ЕВС была настолько успешной, что Европе следует перейти к ЭКЮ в качестве единой евровалюты, используемой работниками и фирмами наряду с центральными банками. В 1991 г. большинство стран ЕС согласились создать Европейский центральный банк к концу этого столетия.

Следует ли странам использовать национальные валюты?

В связи с предложением о введении единой евровалюты, выпускаемой Европейским центральным банком, экономисты стали оценивать условия, при которых страны ЕС извлекут из этого выгоду. Это весьма интересный вопрос, так как его действие распространяется далеко за пределы Европы. Кроме того, если Европа сможет обойтись одной валютой, почему остальной мир не может поступить точно так же?

ОПТИМАЛЬНЫЕ ВАЛЮТНЫЕ ЗОНЫ

Ежедневно *Wall Street Journal* публикует обменные курсы 50 валют. Это не полный перечень, так как газета публикует курсы только тех валют, операции с которыми имеют значительный объем. Несомненно, есть причины существования такого большого числа валют.

Теория *оптимальных валютных зон*, разработанная Робертом Манделлом (Mundell) из Колумбийского университета, ищет ответ на вопрос, почему необходимо или, наоборот, не должно быть такого большого числа валют в мире. При узком определении оптимальной валютной зоны подразумевается регион, в котором можно использовать данную валюту с наименьшими издержками. Как мы увидим, это не полное определение, но для начала воспользуемся им.

Чтобы объяснить основную идею теории оптимальной валютной зоны, рассмотрим пример большого острова, разделенного на две страны, приблизительно равные по территории и численности населения. Каждая страна характеризуется жесткостью заработной платы и ренты, по крайней мере в краткосрочном периоде (более поздние варианты данной теории не учитывают эту предпосылку Дж. М. Кейнса, но мы примем ее для упрощения). Обозначим эти страны соответственно *А* и *Б*. Каждая из стран специализируется на производстве различных товаров и услуг и имеет национальную валюту. Предположим, что из-за того, что глава одной страны оскорбил главу другой страны, на границе был установлен пограничный контроль, который эффективно предотвращал продажу факторов производства гражданами обеих стран за их пределами. Таким образом, граждане страны *А* не могут продать свой труд или арендовать средства производства в стране *Б*, и наоборот. Тем не менее ограничений потоков товаров и услуг между двумя странами не существует.

Граждане страны *Б* могли бы предоставить большее количество труда и капитала фирмам страны *А*, таким образом снижая безработицу в стране *Б* и инфляцию в стране *А*. Так как существуют официальные запреты на перемещение факторов производства через границу, эти инструменты регулирования не будут действовать. На-

против, обменный курс валюты страны *А* снизится по отношению к валюте страны *Б*; цены на товары и услуги в стране *А* повысятся по сравнению с ценами в стране *Б*, исключая, таким образом, неравновесие торгового баланса, которое иначе может возникнуть.

Отметим, что для установления соответствующих цен в этих двух странах обменный курс валют должен быть скорректирован. Это означает, что параллельное страхование национальных валют предпочтительнее в данном случае. Основной причиной является тот факт, что факторы производства не могут перемещаться между странами, и обменный курс валют двух стран будет корректировать уровень цен.

В нашем примере страны *А* и *Б* имеют оптимальную валютную зону. Граждане обеих стран выигрывают от наличия национальных валют, поскольку обменный курс восстанавливает равновесие экономики, когда рыночные условия на острове меняются. Несомненно, это сопряжено с некоторыми расходами, такими, как потери от валютного риска или расходы, связанные с его ограничением. Выигрыш состоит в регулировании цен, связанном с колебаниями обменного курса валют, поскольку эти колебания снижают уровень безработицы и инфляции, отражая изменения спроса на товары и услуги.

ПРЕИМУЩЕСТВА ФИКСИРОВАННОГО ОБМЕННОГО КУРСА ИЛИ ВВЕДЕНИЕ ЕДИНОЙ ВАЛЮТЫ

Теперь предположим, что главы государств помирились и стали хорошими друзьями. Они отменили запреты, сняли пограничный контроль и разрешили гражданам свободную торговлю как товарами и услугами, так и факторами производства. Вскоре за этим вновь упал спрос на товары и услуги, произведенные фирмами страны *Б*. Но теперь жители страны *Б* могут ответить на такое падение спроса увеличением предложения труда для фирм страны *А*, так что безработица и инфляция будут исключены. В таких новых экономических условиях нет необходимости для корректировки обменного курса. Таким образом, обменный курс может быть зафиксирован.

Подходя к данному вопросу с чисто технической стороны, можно сказать, что весь остров представляет оптимальную валютную зону в широкой трактовке этого термина: когда факторы производства могут перемещаться по всему острову. Таким образом, предыдущее определение оптимальной валютной зоны было слишком узким. Широкое определение **оптимальной валютной зоны** (*optimal currency area*) сводится к следующему: это географический регион, в пределах которого могут быть установлены фиксированные обменные курсы валют при сохранении их котировок к валютам стран других регионов, а в отдельных случаях, когда это связано с уменьшением расходов, может быть использована единая валюта. Так как страны *А* и *Б* могут иметь фиксированный обменный курс, то они полностью отвечают данному определению оптимальной валютной зоны.

Когда же для двух стран будет лучше сделать последний шаг и ввести единую валюту? Такое может произойти, когда расходы, связанные с конвертацией валют в международной торговле, станут больше, чем выгоды от сохранения двух национальных валют. Например, если островитяне — националисты, то они получают огромное удовольствие от использования листков бумаги, на которых напечатано название страны и, таким образом, согласны на несение расходов, связанных с конвертацией валюты в международной торговле, и поэтому на острове будут существовать две валюты. Если расходы по конвертации валюты внутри оптимальной валютной зоны становятся достаточно высокими, тогда жители этого региона станут использовать единую валюту.

ПРОБЛЕМЫ, СВЯЗАННЫЕ С ОБЪЕДИНЕНИЕМ ВАЛЮТ

Теперь у нас есть теоретическое объяснение того, почему страны используют национальные валюты. Во-первых, они будут так поступать, если они являются отдельными оптимальными валютными зонами, так что факторы производства не перемещаются свободно между странами. Причиной этому могут быть различные ограничения, такие, как иммиграционные запреты, таможенные тарифы и высокие издержки перемещения факторов производства между странами. Во-вторых, даже если барьеры для свободного перемещения факторов производства между разными странами невелики, так что они могут установить фиксированные обменные курсы, но они не смогут ввести единую валюту, если расходы, связанные с конвертацией валюты, невелики по сравнению с выгодами от сохранения национальных валют.

Каковы потенциальные выгоды от того, что страны имеют национальные валюты? В приведенном выше примере островитяне-националисты, вполне вероятно, получают удовольствие от пользования деньгами, на которых напечатано название страны и помещена фотография или портрет ее основателя. Часто люди имеют националистические чувства и очень нелегко жертвуют национальными традициями. Конечно, кроме этого существуют и другие причины.

Различия в бюджетно-налоговой политике Одной из причин является то, что страны осуществляют различную бюджетно-налоговую политику, имея разный уровень государственных расходов и систему налогообложения. Налоговая политика имеет отношение к вопросу о том, когда государство должно сохранять национальную валюту. Напомним из главы 2, что правительства имеют доход от эмиссии денег (рыночная цена которых превышает расходы на эмиссию), облагаемый налогом. В то время как в одних странах этот налог составляет лишь небольшую часть поступлений налогов, для некоторых стран он является важной статьей доходов бюджета. В результате некоторые страны ценят сохранение национальной валюты больше, чем остальные.

Предположим, что остров со странами *А* и *Б* является оптимальной валютной зоной, так что страны могут установить фиксированный обменный курс без возникновения неравновесия торгового баланса. Если правительство страны *А* получает больший доход от эмиссии денег, чем правительство страны *Б*, то страна *А* будет против введения единой валюты. Таким образом, страны будут иметь национальные валюты, но при фиксированном обменном курсе.

Причиной того, что ЕС до сих пор не ввело единой валюты, является тот факт, что некоторые страны, особенно Южной Европы, уделяют большую роль доходу от эмиссии денег как статье налогообложения. Как уже отмечалось в разделе «Международный обзор» главы 2, в последнее время в ЕС имело место выравнивание размера дохода от эмиссии, и в результате этот мотив сохранения национальных валют в Европе потерял свою актуальность.

Отсутствие конкуренции валют Другой причиной того, что европейцы предпочитают сохранить национальные валюты, является наличие конкуренции валют, связанной с получением прибыли европейцами. Предположение о доходе от конкуренции валют принадлежит экономическому философу Ф. А. Хайеку (Hayek). Он утверждал, что центральный банк может не стремиться к расширению денежной массы, чтобы не вызвать инфляцию и падение курса национальной валюты по отношению к валютам других стран. Падение курса национальной валюты приведет к тому, что граждане будут стремиться как можно быстрее избавиться от нее. Таким образом, валюта страны окажется неконкурентоспособной. Соответственно, центральный банк

может «оказаться не у дел», так как национальная валюта потеряет свою ценность, поскольку все будут стремиться избавиться от нее.

Таким образом, конкуренция валют имеет свои преимущества для граждан разных стран. И они могут потерять источник дохода, если правительства, например правительства ЕС, примут решение о введении единой валюты.

В настоящий момент официальной целью Европейской валютной системы является формирование центрального банка, который будет выпускать ЭКЮ как единую валюту Европейского сообщества. Несмотря на соглашение 1991 г. о введении валютной единицы в 1999 г., будущее до сих пор неопределенно. Отдельные страны, например Франция и Италия, готовы приложить все усилия для достижения данной цели, но некоторые страны до сих пор высказывают свои сомнения по этому поводу, например Великобритания и Германия. Остается надеяться, что планы создания Европейского центрального банка будут реализованы[1].

Дальнейшие направления координации международной валютно-финансовой политики

Каковы перспективы расширения экспериментов в области валютно-финансовой политики? В настоящее время найти ответ на этот вопрос довольно сложно. Хотя существуют силы, которые побуждают страны к развитию сотрудничества и координации политики, существуют также и силы, которые действуют в противоположном направлении.

АРГУМЕНТЫ В ПОЛЬЗУ КООРДИНАЦИИ ПОЛИТИКИ

Возможно, что ключевым фактором, определяющим современную тенденцию к усилению координации политики различных стран, является развитие интеграции мировой экономики. Интеграция особенно характерна для мировых валютных рынков. Возможно, именно поэтому центральные банки подписали Базельское соглашение, выравнивающее нормативы размера капитала для банков стран Европы, США и Японии, и поэтому в Европе так быстро был создан единый банковский рынок.

Рынки товаров и нефинансовых услуг также характеризуются глобальной интеграцией, хотя и в меньшей степени, чем финансовые рынки. Многие страны продолжают поддерживать протекционистские запреты и тарифы на импорт, в то же время жалуясь на ответную протекционистскую политику. Тем не менее во многих странах, включая США, наблюдается заметное увеличение импорта и экспорта начиная с 1970-х годов. В свою очередь развитие международной торговли повышает значение структурной взаимозависимости национальных экономик и соответствующих внешних эффектов национальной политики, таким образом увеличивая потенциальную выгоду от координации политики.

Именно в Европе межстрановые товарные и финансовые потоки выросли за два последних десятилетия. Поэтому неудивительно, что координация политики получила такой размах в этой части света. Каким будет уровень координации — причем высокий уровень координации выступает в качестве основы для учреждения Европейского центрального банка и введения единой валюты, — зависит от степени интеграции

[1] В начале мая 1998 г. Европейский парламент принял решение об объединении валют 11 стран ЕС и введении с 1 января 1999 г. новой денежной единицы — евро, а также создании Европейского центрального банка (штаб-квартира во Франкфурте-на-Майне). К Экономическому и валютному союзу присоединились все страны ЕС, за исключением Великобритании, Греции, Дании и Швеции. (*Прим. ред.*)

европейских стран. Таким образом, развитие координации международной политики во многом будет зависеть от того, примет ли остальной мир опыт европейской интеграции.

АРГУМЕНТЫ ПРОТИВ КООРДИНАЦИИ ПОЛИТИКИ

Несмотря на надежды многих сторонников координации международной политики, существуют причины, препятствующие активному проведению такой координации. Протекционистская политика сдерживает торговые потоки между странами и, следовательно, развитие интеграции мировых товарных рынков. Например, несмотря на развитие современных технологий перевозки и хранения замороженных продуктов, США поддерживает запрет на импорт мороженого, и, несмотря на нехватку подножного корма для овец в Японии, она сохраняет такие же запреты на ввоз мяса. Во Франции введены ограничения на импорт японской электронной техники, а в США — на некоторые французские, японские и немецкие автомобили. Список мировых торговых ограничений можно продолжать и продолжать. Кто-то извлекает из них прибыль, в то время как остальные проигрывают. Проблема состоит в том, что протекционистская политика снижает уровень интеграции мирового рынка, делая координацию политики менее эффективной.

Более того, в некоторых странах в последние годы произошли значительные изменения. Например, в странах Восточной Европы наблюдается увеличение объема торговли и развитие интеграции. Для других стран, например Германии и Китая, внутренние изменения снизили заинтересованность в координации международной политики и сотрудничестве. Существует мнение, что ЕС может испытать соблазн проведения политики «разори соседа» в торговле и валютных операциях с Японией и США.

Последующие годы покажут, какие из этих сил будут доминировать в мировой экономике. Приближающийся конец столетия обещает быть весьма захватывающим периодом для тех, кто будет вовлечен в события, происходящие на мировой экономической арене.

Краткое содержание

1. Если страны продают друг другу или покупают значительное количество товаров и услуг, то их экономические системы являются структурно взаимозависимыми. Хотя они и имеют различное политическое устройство, стратегия экономической политики правительства одной страны может повлиять на благосостояние граждан другой страны.
2. Существование структурной взаимозависимости предполагает, что в экономической политике существуют международные внешние эффекты. Эти внешние эффекты имеют место, когда политика государства направлена на обеспечение развития национальной экономики, что также влияет на экономику других стран.
3. Если политики осознают, что экономика их стран структурно взаимозависима, то они могут проводить экономическую политику в ущерб соседям, т. е. осуществлять политику «разори соседа».
4. Сотрудничество в области международной политики — это обмен информацией между странами относительно целей национальной политики, ее стратегии, экономической деятельности и т. д. Координация международной политики — это определение мер совместной политики, направленных на достижение взаимной выгоды стран-участниц.
5. Существуют три основных аргумента в пользу координации международной политики. Во-первых, если две страны координируют политику, то они будут вести себя так, как если бы они составляли единую экономическую систему, предупреждая, таким образом, возможные внешние эффекты. Во-вторых, если каждая из стран имеет несколько целей и

ограниченный набор инструментов политики, то, координируя политику, группа стран может добиться решения большего круга задач национальной экономической политики. Наконец, политики могут усилить свои позиции, чтобы противостоять политическому давлению их оппонентов в стране, получив поддержку от политиков других стран.

6. При координации политики возникают несколько проблем. Одна из них заключается в том, что страны могут выигрывать от неисполнения обязательств по международным соглашениям, так что такие соглашения будет трудно заключать до тех пор, пока не установится доверие между странами. Более того, правительства могут исходить из различных подходов к экономической деятельности и координации политики и иметь различные цели. К тому же в некоторых случаях при координации экономической политики может выявиться слабость политиков, так что национальная экономика будет лучше функционировать без координации политики.

7. Кредитно-финансовые учреждения участвуют в регулируемых арбитражных операциях посредством перевода капиталов из стран с жестким финансовым законодательством в страны с менее строгими ограничениями на банковскую и финансовую деятельность. В последние годы регулируемые арбитражные операции привели к тому, что многие страны пытаются унифицировать банковское и финансовое регулирование и поощряют развитие интеграции финансовых рынков.

8. Координация валютной политики имеет несколько форм. Существуют две общие тенденции для стран, координирующих валютную политику: 1) установление фиксированных обменных курсов; 2) осуществление контроля над мировой денежной массой. Некоторые экономисты предлагают более широкие и гибкие правила координации валютной политики.

9. Банк международных расчетов является центром валютно-финансового сотрудничества между странами «Большой десятки» и Швейцарией. В последние годы в Европе выросли масштабы финансовой интеграции и координации валютно-финансовой политики, главным образом в рамках ЕС и ЕВС. Наряду с попытками усиления координации международной валютной политики серьезный успех был достигнут в банковском регулировании. Базельское соглашение установило стандарты достаточности капитала для большинства развитых стран.

10. Страны, входящие в ЕВС, согласились координировать политику по стабилизации обменных курсов валют. Когда страны региона, такого, как Европа, сочтут выгодным установить фиксированный обменный курс, то этот регион будет оптимальной валютной зоной. Это значит, что факторы производства смогут беспрепятственно перемещаться между странами, так что перемещение ресурсов сможет нейтрализовать меры по регулированию национальных товарных рынков. Тем не менее введут ли европейские страны единую валюту — это пока неразрешимый вопрос, потому что с использованием разных валют связаны как издержки, так и доходы.

Словарь терминов

Базельское соглашение (*Basle Agreement*) — соглашение 1988 г., которое установило стандарты достаточности капитала с учетом риска для коммерческих банков в США, Западной Европе и Японии.

Банк международных расчетов (БМР) (*Bank of International Settlements, BIS*) — создан в 1930 г. для проведения расчетов между европейскими странами. В настоящее время выступает в качестве поручителя в соглашениях по международным займам и управляет частью резервных счетов некоторых центральных банков, осуществляя операции с резервами на международных финансовых рынках.

«Большая десятка» (*Group of Ten, G10*) — страны «Большой семерки» плюс Бельгия, Нидерланды и Швеция.

«Большая пятерка» (*Group of Five, G5*) — пять стран (Великобритания, Германия, США, Франция и Япония), которые периодически сотрудничают для достижения различных экономических целей.

«Большая семерка» (*Group of Seven, G7*) — страны «Большой пятерки» плюс Италия и Канада.

Валютный коридор (*target zone*) — определенный диапазон, в пределах которого центральный банк допускает колебания курса национальной валюты. Центральный банк проводит интервенции на валютных рынках для стабилизации обменного курса, только когда курс выходит за нижнюю или верхнюю границы валютного коридора.

Внешние эффекты международной политики (*international policy externalities*) — внешние эффекты политики одной страны, которые сказываются на экономике других государств, когда страны связаны структурной взаимозависимостью и не учитывают степень воздействия своей политики на благосостояние других стран.

Координация международной политики (*international policy coordination*) — действия, предпринимаемые правительствами различных стран в целях обеспечения взаимной выгоды этих стран.

Оптимальная валютная зона (*optimal currency area*) — географический регион, в пределах которого могут быть установлены фиксированные обменные курсы валют при сохранении их котировок к валютам стран других регионов, а в отдельных случаях, когда это связано с уменьшением расходов, может быть использована единая валюта.

Политика «разори соседа» (*beggar-thy-neighbor policies*) — курс, при котором политики стремятся повысить благосостояние граждан своей страны за счет благосостояния населения других стран.

Протекционизм (*protectionism*) — использование ограничений на импорт товаров и услуг для защиты отраслей национальной экономики, производящих аналогичные товары и услуги.

Регулируемые арбитражные операции (*regulatory arbitrage*) — операции кредитно-финансовых учреждений, направленные на использование различий нормативного регулирования в разных странах, которые сводятся к переводу капиталов из государств с значительными ограничениями банковской и финансовой деятельности в страны, имеющие менее жесткий режим регулирования.

Составная валюта (*composite unit of account*) — корзина валют нескольких стран, например европейская валютная единица (ЭКЮ).

Сотрудничество в области международной политики (*international policy cooperation*) — обмен информацией между странами о целях, стратегиях их политики, экономической деятельности и т. д.

Структурная взаимозависимость (*structural interdependence*) — ситуация, при которой экономические системы двух или более стран взаимосвязаны и экономическая политика одной страны воздействует на экономику других.

Вопросы для самопроверки

1. Объясните своими словами значение термина «структурная взаимозависимость». Какие факторы усиливают структурную взаимозависимость между странами?
2. Основываясь на материале данной главы, можете ли вы сказать, что страны «Большой пятерки», «Большой семерки» и «Большой десятки» осуществляют сотрудничество или координацию политики? Поясните свой ответ.
3. Иногда экономисты любят говорить, что координация международной политики является инструментом интернализации ее внешних эффектов. Объясните своими словами, что это значит.

4. Хотя Великобритания формально является членом ЕВС, она не спешит принимать на себя обязательства следовать правилам корректировки обменных курсов, одобренным остальными членами ЕВС. Можете ли вы объяснить, почему Великобритания не намерена фиксировать курс фунта по отношению к валютам других стран ЕС?
5. Объясните, почему большинство стран Европы согласились зафиксировать обменные курсы национальных валют, но до сих пор используют собственные валюты. Приведите примеры.
6. Объясните, почему некоторые регионы мира могут считаться оптимальными валютными законами, в то время как другие — нет. При ответе используйте конкретные примеры.

Рекомендуемая литература

Bryant Ralph, Money and Monetary Policy in Interdependent Nations. — Washington (D.C.): The Brookings Institution, 1980.

De Cecco Marcello, Giovannini Alberto (eds.), A European Central Bank? — Cambridge: Cambridge University Press, 1989.

Dixon Rob, Banking in Europe: The Single Market. — London: Routledge,1991.

Folkerts-Landau David, The Case for International Coordination of Financial Policy, in: International Policy Coordination and Exchange Rate Fluctuations, William H. Branson, Jacob A. Frenkel, and Morris Goldstein (eds). — Chicago: University of Chicago Press, 1990.

Frankel Allen B., Montgomery John D., Financial Structure: An International Perspective. — Brookings Papers on Economic Activity, 1, 1991, pp. 257—297.

Frenkel Jacob A., Goldstein Morris, Masson Paul R., The Rationale for, and Effects of, International Economic Policy Coordination, in: International Policy Coordinations and Exchange Rate Fluctuations, William H. Branson, Jacob A. Frenkel, and Morris Goldstein (eds). — Chicago: University of Chicago Press, 1990.

Giavazzi Francesco, Giovannini Alberto, Limiting Exchange Rate Flexibility: The European Monetary System. — Cambridge (Mass.): MIT Press, 1989.

Giovannini Alberto, Mayer Colin (eds.), European Financial Integration. — Cambridge: Cambridge University Press, 1991.

Goodhart Charles A. E., International Considerations in the Formulation of Monetary Policy, in: International Financial Integration and U.S. Monetary Policy. — New York: Federal Reserve Bank of New York, 1990, pp. 119—162.

Hayek F. A., Denationalization of Money. — London: Institute of Economic Affairs, 1976.

Humpage Owen F., A Hitchhiker's Guide to International Macroeconomic Policy Coordination. — Federal Reserve Bank of Cleveland *Economic Review*, 1990, Quarter 1, pp. 2—14.

Kahn George A., International Policy Coordination in an Interdependent World. — Federal Reserve Bank of Kansas City *Economic Review*, 72 (3), March 1987, pp. 14—32.

McKinnon Ronald I., An International Standard for Monetary Stabilization. — Washington (D.C.): Institute for International Economics, 1984.

Mundell Robert, A Theory of Optimal Currency Areas. — American *Economic Review*, 51 (4), September 1961, pp. 657—665.

Munn Glenn G., Garcia F. L., Welfel Charles J., Encyclopedia of Banking and Finance, 9 ed. — Rolling Meadows (Ill.): Bankers Publishing Company, 1991.

Niehans Jurg, International Monetary Economics. — Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1984.

Rogoff Kenneth, Can International Monetary Policy Cooperation Be Counterproductive? — Journal of International Economics, 18 (3/4), May 1985, pp. 199—217.

Swann Dennis, The Economics of the Common Market. — London: Penguin Books, 1988.

Словарь терминов

А

Автоматизированная клиринговая палата (*automated clearing house, ACH*) — система взаимных расчетов, по которой платежи осуществляются в пределах одного-двух дней.

Автоматические расчетные палаты (*automated clearing houses*) — электронные терминалы, выступающие в качестве посредников между отправителями средств и их получателями.

Автономное потребление (*autonomous consumption*) — потребительские расходы домашних хозяйств, которые не зависят от уровня национального дохода.

Автономные инвестиции (*autonomous investment*) — ожидаемые инвестиции, которые не зависят от уровня национального дохода.

Адаптивные ожидания (*adaptive expectations*) — ожидания, основанные на информации прошлых периодов вплоть до настоящего момента.

Актив (*asset*) — право на получение выплаты в будущем.

Активные операции на открытом рынке (*dynamic open-market operations*) — операции на открытом рынке, в которых ФРС с помощью прямых покупок и продаж намеревается изменить уровень резервов депозитных учреждений.

Активы с плавающей ставкой (*variable-rate assets*) — активы, которые могут быть пролонгированы или возобновлены и, следовательно, переоценены на горизонте планирования банка.

Активы, скорректированные с учетом риска (*risk-adjusted assets*) — показатель реальных активов банка и его забалансовых обязательств (ссудных обязательств), которые учитываются при оценке риска органами банковского регулирования и используются ими для расчета требований к размеру капитала банка.

Аллокационная эффективность (*allocative efficiency*) — ситуация, при которой цена товара (услуги), выплачиваемая при его покупке, в точности равна предельным издержкам производства последней единицы этого товара (услуги). В банковском деле — эффективность, достигаемая, когда цена на банковские услуги устанавливается на уровне дополнительных издержек, связанных с предоставлением последней банковской услуги.

Альтернативная стоимость (*opportunity cost*) — стоимость отвергнутого альтернативного варианта.

Альтернативные издержки (*opportunity cost*) — экономические издержки любого вида деятельности, величина которых определяется размером максимального дохода от наиболее эффективной альтернативной деятельности.

Анализ затраты—выпуск (*input-output table*) — сведение в таблицу всех элементов, учитываемых при принятии решений экономическими агентами о производстве и ценах.

Анализ общего равновесия (*general equilibrium analysis*) — анализ взаимовлияния рынков ссудных капиталов и депозитов. Принимает во внимание взаимозависимость этих двух рынков.

Анализ частичного равновесия (*partial equilibrium analysis*) — анализ влияния разнообразных факторов на равновесие на рынке ссудных капиталов или рынке депозитов, не принимающий во внимание влияние одного рынка на другой.

Антициклическая бюджетно-налоговая политика (*countercyclical fiscal policy*) — подход, в соответствии с которым государству рекомендуется прибегать к дефициту бюджета при существовании рецессионного разрыва и к бюджетному излишку при инфляционном разрыве.

Антициклическая денежно-кредитная политика (*countercyclical monetary policy*) — меры денежно-кредитной политики, устраняющие колебания экономических переменных (например, реального дохода) и тем самым обычно уменьшающие их изменчивость.

Арбитражные операции (*arbitrage*) — приобретение активов по рыночной цене на зарубежных финансовых рынках и последующая их продажа (или продажа их эквивалентов) по более высокой цене на финансовых рынках других государств.

Ассоциация банков—членов клиринговой палаты (*clearing-house association*) — группа банков, создавшая центральный орган — клиринговую палату — для клиринга платежей, производимых по счетам банков-членов.

Б

Базельское соглашение (*Basle Agreement*) — соглашение 1988 г., которое установило стандарты достаточности капитала с учетом риска для коммерческих банков в США, Западной Европе и Японии.

Баланс движения капиталов (*capital account balance*) — соотношение между стоимостью активов данной страны (облигаций, акций, недвижимости и т. д.), проданных иностранцам, и стоимостью аналогичных активов, приобретенных за границей.

Банк международных расчетов (БМР) (*Bank of International Settlements, BIS*) — создан в 1930 г. для проведения расчетов между европейскими странами. В настоящее время выступает в качестве поручителя в соглашениях по международным займам и управляет частью резервных счетов некоторых центральных банков, осуществляя операции с резервами на международных финансовых рынках.

Банки в ведущих финансовых центрах (*money center banks*) — очень крупные банки, занимающиеся ссудными и депозитными операциями на национальном и международном уровне.

Банкнота (*bank note*) — листок бумаги, представляющий собой обязательство банка-эмитента предъявителю, а не определенному получателю платежа.

Банковский акцепт (*bank acceptance*) — банковская ссуда, которая обычно используется фирмой для финансирования транспортировки или хранения товаров и может быть продана банком-кредитором другим банкам.

Бартер (*barter*) — обмен товара или услуги на другой товар или услугу без использования денег.

Биметаллизм (*bimetallism*) — денежный стандарт, при котором денежная масса в обращении обеспечена золотом и серебром.

Богатство (*wealth*) — чистая стоимость; стоимость активов за вычетом долговых обязательств в данный момент времени.

«Большая десятка» (*Group of Ten, G10*) — страны «Большой семерки» плюс Бельгия, Нидерланды и Швеция.

«Большая пятерка» (*Group of Five, G5*) — пять стран (Великобритания, Германия, США, Франция и Япония), которые периодически сотрудничают для достижения различных экономических целей.

«Большая семерка» (*Group of Seven, G7*) — страны «Большой пятерки» плюс Италия и Канада.

Бумажно-денежный (фидуциарный) стандарт (*fiduciary monetary standard*) — денежный стандарт, при котором наличные деньги не обеспечены ничем, кроме общественной веры в то, что они могут быть обменены на товары и услуги.

Бюджетно-налоговая политика (*fiscal policy*) — термин, обозначающий целенаправленное воздействие государства на объем и структуру государственных расходов и/или чистых налогов.

Бюджетный излишек (*budget surplus*) — ситуация, когда государственные расходы меньше чистых налогов.

В

Валовой национальный продукт (ВНП) (*gross domestic product, GDP*) — рыночная стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных в течение определенного периода (обычно года) с использованием внутренних факторов производства данной страны.

Валютный коридор (*target zone*) — определенный диапазон, в пределах которого центральный банк допускает колебания курса национальной валюты. Центральный банк проводит интервенции на валютных рынках для стабилизации обменного курса, только когда курс выходит за нижнюю или верхнюю границы валютного коридора.

Валютный опцион (*foreign exchange option*) — контракт, который предоставляет право купить или продать фиксированную сумму валюты по заранее установленному курсу.

Валютный риск (*foreign exchange risk*) — риск, которому подвергаются фирмы или индивиды, связанный с владением или торговлей валютой.

Валютный рынок спот (*spot exchange market*) — рынок немедленной оплаты и поставки валюты.

Валютный фьючерс (*foreign exchange futures*) — стандартный форвардный контракт, применяемый для нескольких широко используемых валют.

Взаимные фонды денежного рынка (*money market mutual funds*) — средства вкладчиков, привлекаемые инвестиционной компанией и используемые для инвестиций в инструменты денежного рынка. Как правило, вкладчик фонда может изымать свои средства путем выписки чека на фонд.

Внешние деньги (*outside money*) — деньги в форме средства обращения и банковских резервов; денежная база.

Внешние эффекты международной политики (*international policy externalities*) — внешние эффекты политики одной страны, которые сказываются на экономике других государств, когда страны связаны структурной взаимозависимостью и не учитывают степень воздействия своей политики на благосостояние других стран.

Внешние эффекты (экстерналии) (*externalities*) — термин, обозначающий ситуации, при которых экономические сделки между группой фирм или частных лиц влияют на благосостояние других фирм и частных лиц, не участвующих в сделке.

Внутренние деньги (*inside money*) — деньги, хранимые в форме банковских депозитов.

Воздействие убеждением (*moral suasion*) — инструмент денежно-кредитной политики, с помощью которого ФРС побуждает финансовые учреждения осуществлять свою деятельность, не забывая об общественных интересах.

Временная структура процентных ставок (*term structure of interest rates*) — система взаимосвязей между процентными ставками по краткосрочным и долгосрочным кредитным инструментам с одинаковым уровнем риска.

Временные лаги в политике (*policy time lags*) — временные интервалы между возникновением потребности в антициклической денежно-кредитной политике и воздействием этой политики на экономические показатели.

Временный чековый кредит ФРС (*Federal Reserve float*) — чистая разница между средствами, не инкассированными в пользу ФРС, и средствами, не инкассированными со счета ФРС.

Вторичные резервы (*secondary reserves*) — высоколиквидные краткосрочные активы, которые могут быть использованы в качестве дополнительных резервов в случае возникновения проблем с ликвидностью.

Вторичный рынок (*secondary market*) — рынок, на котором продаются и покупаются ранее выпущенные ценные бумаги.

Г

Гарант стабильности финансовой системы (*custodian of the financial system*) — функция центрального банка, связанная с осуществлением надзора над национальной системой платежей для обеспечения бесперебойного функционирования финансовой системы.

Географический рынок (*geographic market*) — территория, которая охватывает почти всех покупателей и продавцов данного товара или услуги.

Гипотеза рациональных ожиданий (*rational expectations hypothesis*) — гипотеза о том, что индивиды формируют свои ожидания на основе всей доступной информации как о прошлом, так и о настоящем и будущем, а также при этом используют свои знания принципов функционирования экономики.

График долгосрочных средних общих издержек (*long-run average total cost schedule, LRATC schedule*) — график средних издержек, понесенных банком при разных объемах оказанных услуг, если изменяется комбинация факторов производства.

График ожидаемых инвестиций (*desired investment schedule*) — комбинации реальных процентных ставок и соответствующих объемов ожидаемых инвестиционных расходов.

График совокупного предложения (*aggregate supply schedule*) — зависимость между различными уровнями цен и валового национального продукта.

График совокупного спроса (*aggregate demand schedule*) — комбинации различных уровней цен и объемов производства, которые соответствуют уровню потребления товаров и услуг и хранения денег частными лицами. В традиционной кейнсианской модели является траекторией точек реального дохода и уровня цен, в которых сохраняется равновесие в модели *IS-LM*.

График совокупных расходов (*aggregate expenditures schedule*) — график, который представляет совокупные ожидаемые расходы важнейших секторов экономики для каждого уровня национального дохода в определенный период.

График *IS* (*IS schedule*) — геометрическое место точек всех комбинаций уровней реального дохода и процентных ставок, соответствующих достижению равновесного дохода.

График *LM* (*LM schedule*) — геометрическое место точек всех комбинаций уровней реального дохода и процентных ставок, соответствующих состоянию равновесия на денежном рынке.

Гринбеки (*greenbacks*) — бумажные деньги, не обеспеченные золотом и не подлежащие обмену на золото, которые были выпущены в США во время гражданской войны.

«Грязное» плавание обменных курсов (*dirty float*) — система управляемых плавающих курсов, когда государства время от времени осуществляют интервенции на валютных рынках, чтобы избежать повышения или снижения курса национальной валюты.

Гудвилл (*goodwill*) — оценочная стоимость функционирующего предприятия.

Д

Двойное совпадение потребностей (*double coincidence of wants*) — ситуация, когда индивид, имеющий товар *А* на продажу и желающий приобрести товар *Б*, находит другого индивида, у кого есть товар *Б* и кто хочет иметь товар *А*.

Денежная база (*monetary base*) — базовое количество денег, служащее основой национальной денежной системы. В условиях золотого стандарта это величина золотых резервов. В настоящее время показатель денежной массы в обращении; равняется сумме наличных денег в обращении и резервов депозитных учреждений. Другое ее название — резервная база, или деньги повышенной мощности.

Денежная иллюзия (*money illusion*) — состояние, когда экономические агенты меняют свое поведение в ответ на изменения номинальных показателей, даже если не произошло изменения реальных (скорректированных с учетом уровня цен) показателей.

Денежные документы на инкассо (*cash items in the process of collection*) — чеки и кассовая наличность, депонированные в банке для немедленного зачисления на счет; могут стать причиной отказа в кредите, если они не были своевременно погашены чекодателем.

Денежные поручения (*money orders*) — документы, дающие право на получение наличных денег. Иногда используются для оплаты товаров и услуг.

Денежный агрегат M1 — суммарная стоимость наличных денег и трансакционных депозитов, не принадлежащих финансовым институтам.

Денежный агрегат M2 — денежный агрегат M1 плюс следующие компоненты: 1) сберегательные депозиты и срочные депозиты малых размеров во всех депозитных учреждениях; 2) однодневные соглашения REPO в коммерческих банках; 3) однодневные займы в евродолларах резидентов США (кроме банков) в филиалах банков — членов ФРС в странах Карибского бассейна; 4) взаимные фонды денежного рынка.

Денежный агрегат M3 — денежный агрегат M2 плюс следующие компоненты: 1) срочные депозиты крупных размеров (свыше 100 000 долл.) во всех депозитных учреждениях; 2) срочные соглашения REPO в коммерческих банках и ссудо-сберегательных ассоциациях; 3) взаимные фонды денежного рынка, принадлежащие только институтам.

Денежный агрегат L — денежный агрегат M3 плюс другие ликвидные активы (например, казначейские векселя и сберегательные облигации США).

Денежный актив (*cash asset*) — актив, который может служить средством обращения.

Денежный мультипликатор (*money multiplier*) — число, на которое умножается показатель денежной массы, такой, как денежная база, чтобы получить общее количество денег в обращении.

Денежный рынок (*money market*) — рынок, на котором торгуются ценные бумаги со сроком погашения менее одного года (краткосрочные ценные бумаги).

Деньги (*money*) — средство обращения, которое в данной экономической среде принимается продавцами в оплату их товаров и услуг, а также кредиторами в погашение долгов.

Депозитные учреждения (*depository institutions*) — финансовые учреждения, принимающие депозиты на хранение и предоставляющие ссуды под процент.

Депозитный мультипликатор (мультипликатор расширения депозитов) (*deposit expansion multiplier*) — число, на которое умножается прирост резервов, чтобы рассчитать прирост общего объема депозитов в банковской системе.

Депозитный сертификат-«гигант» (*jumbo certificate of deposit, or jumbo CD*) — срочный депозит крупных размеров (номиналом свыше 100 000 долл.). Такого рода депозитные сертификаты выдаются обычно для фирм и имеют определенный срок погашения. Процентная ставка по такому депозиту зависит от конъюнктуры финансового рынка в момент его выпуска.

Депозиты до востребования (*demand deposits*) — депозиты, помещенные в депозитные учреждения, которые могут быть изъяты без предварительного уведомления или переведены с помощью чека.

Депозиты иностранных государств (*foreign official deposits*) — счета в ФРС других государств или их финансовых учреждений (типа центральных банков), обычно текущие, с которых в необходимых случаях снимаются средства для осуществления долларовых платежей в США.

Депозиты, прошедшие через брокера (*brokered deposits*) — собранные брокерами в пакеты средства отдельных лиц, предназначенные для продажи банкам и ссудо-сберегательным ассоциациям в виде депозитов.

Дефицит баланса движения капиталов (*capital account deficit*) — ситуация, в которой стоимость проданных нерезидентам активов данной страны (таких, как акции, облигации и недвижимость) меньше стоимости приобретенных за границей активов; ситуация, когда страна является чистым кредитором.

Дефицит бюджета (*budget deficit*) — ситуация, когда государственные расходы превышают размер чистых налогов.

Дефицит текущего платежного баланса (*current account deficit*) — ситуация, в которой стоимость экспортируемых из страны товаров и услуг (включая государственные и частные трансферты из других стран) меньше стоимости импортируемых товаров и услуг (включая государственные и частные трансферты в другие страны).

Дефицит торгового баланса (*merchandise trade deficit*) — ситуация, в которой стоимость товаров, импортируемых страной, превышает стоимость товаров, идущих на экспорт.

Дефицитное финансирование (*deficit spending*) — финансирование государственных расходов за счет займов.

Дефлятор дохода—цен (*income price deflator*) — показатель уровня цен на товары и услуги относительно цен базового года. По определению, P равно Y/y, где Y представляет собой текущий доход и y — реальный доход.

Дефляция (*deflation*) — снижение общего уровня цен в какой-либо период.

Диверсификация (*scope*) — весь диапазон операций данной компании, т. е. различные виды производимых ею товаров и оказываемых услуг.

Директива FOMC (*FOMC directive*) — инструкции Комитета по операциям на открытом рынке ФРС управляющим счетами, которые включают в себя: 1) цели качественной стабилизации; 2) конкретные диапазоны условий

кредитования, размера процентных ставок и денежных агрегатов; 3) цели с учетом определенных календарных событий.

Дисконтированная стоимость (*discounted present value*) — текущая стоимость актива, приведенная к моменту в будущем.

Длинная позиция (*long position*) — обязательство купить определенное количество конкретного товара в будущем по заранее оговоренной цене.

Дневной овердрафт (*daylight overdraft*) — отрицательный остаток на счете депозитного учреждения в системе клиринговых расчетов Fedwire или CHIPS в течение нескольких часов или минут.

Доверие к денежно-кредитной политике (*credibility of monetary policy*) — вера обязательствам ФРС, что она будет следовать определенным правилам денежно-кредитной политики.

Долговой инструмент (*debt instrument*) — прямые долговые обязательства частного лица или фирмы, выпустивших этот инструмент.

Долговые сертификаты клиринговой палаты (*clearing-house loan certificates*) — права на банковские депозиты в виде металлических денег, которые банки выдали в качестве ссуды другим банкам, у которых на депозитных счетах не было металлических денег. Эти сертификаты вместе с металлическими деньгами стали частью денежной базы банковской системы во второй половине XIX в.

Долгосрочные казначейские облигации (*Treasury bonds*) — долгосрочные (на 10 лет и более) долговые обязательства, выпускаемые Казначейством США и обеспеченные «всем достоянием Соединенных Штатов».

Дополнительный капитал (*supplementary capital*) — капитал, который включает часть банковских резервов для покрытия сомнительных долгов и субординированный долг. Также называется капиталом второго уровня.

Доход от эмиссии денег (сеньораж) (*seigniorage*) — доход, который получает правительство, устанавливая номинальную стоимость монеты или другого денежного знака выше, чем рыночная стоимость их выпуска.

Доходность активов (*return on assets*) — отношение чистого дохода депозитного учреждения к общим активам данного учреждения.

Доходность от сбережения (*rate of return from saving*) — отношение общего дохода от сбережения к первоначальному объему сбережений.

Доходность при погашении (*yield to maturity*) — доход, который принесла бы облигация, если ее хранить до срока погашения. Отражает цену облигаций, купонный доход и прирост капитала или капитальный убыток, связанные с хранением облигации до срока погашения.

Е

Евровалютный рынок (*Eurocurrency market*) — рынок активов, где банки принимают депозиты и выдают ссуды в валютах разных стран, но вне пределов страны-эмитента.

Единица счета (*unit of account*) — масштаб, с помощью которого выражаются цены и стоимости; принятая единица ценовой системы; основная функция денег.

Естественная монополия (*natural monopoly*) — ситуация, в которой технология производства определенного товара или услуги обеспечивает эффект от масштаба при любом уровне производства, так что наиболее эффективной структурой рынка будет рынок одной крупной фирмы.

Естественный уровень безработицы (*natural rate of unemployment*) — средний уровень безработицы, соответствующий естественному уровню занятости; состояние, к которому экономика стремится, если доступна полная информация о ценах и инфляции. При естественном уровне занятости достигается естественный уровень производства.

Естественный уровень занятости (*natural level of employment*) — в соответствии с классической теорией уровень, которого экономика стремится достичь, когда работники обладают полной информацией об изменениях уровня цен и, таким образом, о своей реальной заработной плате и ее изменениях. При естественном уровне занятости достигается естественный уровень производства.

Естественный уровень производства (*natural level of output*) — объем производства при полной доступности информации.

З

Задержка осуществления (реакции) (*implementation lag, response lag*) — интервал между осознанием необходимости антициклической политики и фактическим ее осуществлением.

Задержка передачи (*transmission lag*) — интервал, возникающий между осуществлением антициклической политики и ее воздействием на экономические показатели.

Задержка распознавания (*recognition lag*) — интервал между возникновением потребности в антициклической политике и распознаванием этой потребности политиком.

Заемные резервы (*borrowed reserves*) — резервы, которые депозитные учреждения получают от ФРС через дисконтное окно в виде ссуд.

Закон Гласса—Стиголла (*Glass-Steagall Act*) — Закон о банках 1933 г. В соответствии с этим законом создана FDIC, коммерческим банкам запрещалось гарантировать размещение непер-

воклассных ценных бумаг, а также начислять проценты по чековым депозитам. Федеральная резервная система была наделена правом установления процентных ставок по срочным и сберегательным депозитам.

Закон о банках 1935 г. (*Banking Act*) — закон, внесший изменения и дополнения в Закон о Федеральной резервной системе. Среди прочего он исключил министра финансов и контролера денежного обращения из состава Совета управляющих ФРС, увеличил сроки полномочий членов совета до 14 лет, разрешил совету менять резервные требования в пределах, установленных Конгрессом, дал ему право последнего слова при установлении учетной ставки федеральных резервных банков.

Закон о возобновлении размена бумажных денег на металлические 1875 г. (*Resumption Act*) — закон, вернувший золотой стандарт в 1879 г.

Закон о казначейских векселях 1890 г. (*Treasury Note Act*) — известен также как Закон Шермана о закупках серебра. Этот закон потребовал от Казначейства ежегодно закупать серебро и эмитировать банкноты, обеспеченные серебром.

Закон о надзоре за международным кредитованием (*International Lending Supervision Act*) — закон, принятый в 1983 г., который наделил Федеральную резервную систему, FDIC и Управление контролера денежного обращения правом устанавливать требования к размеру капитала.

Закон о национальных банках (*National Banking Act*) — закон, принятый в 1864 г., который, кроме всего прочего, запретил банкам создавать филиалы, ввел обязательные резервы, налог на ликвидацию банков штатов и обязал национальные банки за каждые 90 долл. банкнот депонировать специальные 2-процентные государственные облигации на сумму 100 долл.

Закон о регулировании процентных ставок 1966 г. (*Interest Rate Adjustment Act of 1966*) — закон, установивший максимальные пределы для процентных ставок по депозитам в сберегательных учреждениях.

Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении (*Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act*) — закон, принятый в 1989 г., состоящий из 14 основных разделов, которые внесли значительные изменения в процесс регулирования деятельности депозитных учреждений.

Закон о Федеральной резервной системе (*Federal Reserve Act*) — закон, принятый в 1913 г. и основавший институт центрального банка (Федеральную резервную систему). Контроль над ФРС возлагался на Федеральный резервный совет в Вашингтоне и 12 федеральных резервных банков. Федеральное правительство, предпринимательский сектор и банки— члены ФРС приняли участие в контроле.

Закон об обращении золотых и серебряных денег 1836 г. (*Specie Circular Act*) — закон, потребовавший, чтобы большинство сделок купли-продажи федеральной земли оплачивались золотом.

Закон Сея (*Say's law*) — авторитетное мнение Ж. Б. Сея о том, что предложение товаров порождает спрос.

Закон убывающей предельной отдачи (*law of diminishing marginal returns*) — закон, в соответствии с которым каждое последующее добавление единицы фактора производства, такого, как труд, уменьшает предельный прирост реального объема производства при условии, что все остальные факторы остаются неизменными.

Закон убывающей предельной полезности (*law of diminishing marginal utility*) — по мере увеличения количества потребляемых товаров или услуг степень полезности растет, так что предельная полезность (т. е. прирост полезности) положительна. Тем не менее с ростом потребления прирост полезности на каждую добавочную единицу снижается, так что предельная полезность уменьшается.

Закон Эджа (*Edge Act*) — закон, разрешающий привлечение банковских вкладов из других штатов, если эти средства используются для производства товаров, в основном идущих на экспорт.

Законы о нерегулируемой банковской деятельности (*free-banking laws*) — законы, принятые в 1830—60-е годы, которые способствовали созданию банков. Предприниматели могли получить банковский чартер в соответствии с общим законодательством о регистрации корпораций. Правительству не нужно было издавать специальный указ о создании банка.

Закрытая экономика (*closed economy*) — экономика, которая характеризуется отсутствием внешней торговли. Допущение о закрытости экономики вводится при построении экономической модели для упрощения анализа важнейших показателей, не принимающего в расчет усложняющих (хотя более реалистичных) факторов.

«Закрытые» договоры (*implicit contracts*) — соглашения между работниками и работодателями, касающиеся условий заработной платы, которые не могут быть официально зарегистрированы.

Залоговые активы (*pledged assets*) — активы, обычно в форме казначейских ценных бумаг или муниципальных облигаций, которые депозитные учреждения должны хранить в качестве обеспечения депозитов, привлекаемых от федерального правительства, правительств штатов или местных органов власти.

Затраты на выплату процентов (*interest expenses*) — издержки, обусловленные выплатой банком процентов по депозитам, используемым для выдачи банковских ссуд.

Защитные операции на открытом рынке (*defensive open-market operations*) — покупки или продажи ФРС государственных ценных бумаг, в которых она использует сделки REPO и обратные сделки REPO для сохранения текущего уровня резервов депозитных учреждений.

Золотое покрытие (*gold reserve ratio*) — в условиях золотого стандарта отношение золотых резервов ко всей денежной массе (включая золотые резервы и другие средства обращения, например банкноты).

Золотой резерв (*gold bullion*) — количество золота, используемого в качестве денег в условиях золотого стандарта.

Золотые сертификаты (*gold certificates*) — имущественные права на золотые запасы, выпущенные Казначейством США для ФРС и хранящиеся в качестве ее активов.

Зона основных услуг (*primary service area*) — географический район, который охватывает определенный процент покупателей и продавцов банковских услуг.

И

Избыточные резервы (*excess reserves*) — резервы, которые депозитное учреждение (или банковская система в целом) имеет сверх обязательных резервов; суммарные резервы за вычетом обязательных.

Издержки ожидания (*waiting costs*) — издержки, которые несет индивид, ожидая возможность совершить обмен на необходимый ему товар или услугу.

Излишек для потребителя (*consumer surplus*) — величина, на которую ставка процента, которую индивид готов заплатить за ссуду, превышает фактическую рыночную ставку процента, которую он должен заплатить.

Излишек для производителя (*producer surplus*) — величина, на которую ставка процента, получаемая кредитором, превышает рыночную ставку процента, который кредитор был готов получить за предоставление ссуды.

Импорт (*import*) — покупка товаров (услуг), ввозимых из других стран.

Импортные квоты (*import quotas*) — количественные ограничения на импорт.

Инвестиции (*investment*) — приращение к общему количеству капитальных благ.

Индексация заработной платы (*wage indexation*) — привязывание заработной платы к ценам так, что заработная плата автоматически подстраивается под изменения цен.

Индексный агрегатный показатель (*divisia aggregate*) — денежный агрегат, который вычисляется по компонентам обычного агрегата как их средневзвешенная величина. При этом компоненты, имеющие большую оборачиваемость в финансовых потоках денежно-кредитной сферы, получают большие веса по сравнению с теми компонентами, которые используются главным образом в сберегательной системе.

Индикатор политики (*policy indicator*) — экономический показатель, изменение которого означает возможные будущие изменения основной цели денежно-кредитной политики.

Инертность цен (*price inertia*) — тенденция динамики цен к выравниванию с течением времени.

Инструмент хеджирования (*hedging instrument*) — финансовый инструмент, позволяющий частному лицу или фирме застраховаться от колебаний цены на актив.

Инструменты (*instruments*) — инструменты, которые использует ФРС при проведении денежно-кредитной политики, как, например, операции на открытом рынке.

Инфляционная тенденция (*inflation bias*) — тенденция экономики испытывать продолжающуюся инфляцию как результат дискреционной денежно-кредитной политики, осуществление которой связано с проблемой временной несогласованности.

Инфляционный разрыв (*inflationary gap*) — величина, на которую совокупные ожидаемые расходы превышают реальный объем производства, когда реальный национальный доход соответствует уровню полной занятости.

Инфляция (*inflation*) — устойчивый рост общего уровня цен в какой-либо период.

Ипотеки с плавающей ставкой (*adjustable-rate mortgages, ARM*) — закладные, которые позволяют кредитору изменять процентную ставку в течение срока ссуды.

Ипотечные ссуды (*real estate loans*) — банковские ссуды на строительство или приобретение недвижимости.

Искусственное поддержание (*peg*) — фиксирование ставки, например номинальной ставки процента, на определенном уровне. При искусственном поддержании меры денежно-кредитной политики направлены на сохранение данной ставки постоянной.

К

Казначейские векселя (*Treasury bills*) — краткосрочные (от 15 дней до 1 года) долговые обязательства, выпускаемые Казначейством США и обеспечиваемые «всем достоянием Соединенных Штатов».

Капитал депозитного учреждения (*depository institution capital*) — в узком смысле представляет собой собственный капитал банка. В широком смысле трактуется органами регулирования банковской деятельности, которые вклю-

чают в него все статьи (в том числе собственный капитал), компенсирующие потери застрахованных депозитов в случае банкротства банка.

Капитальное благо (*capital good*) — товар, который может быть использован в настоящем для производства других товаров и услуг, предназначенных для потребления в будущем.

Кассовая наличность (*vault cash*) — наличные деньги, хранящиеся в депозитном учреждении.

Кембриджское уравнение (*Cambridge equation*) — уравнение, выведенное Альфредом Маршаллом и другими экономистами Кембриджского университета в Англии, которое показывает, что частные лица склонны хранить деньги, составляющие определенную долю номинального дохода, для осуществления запланированных сделок.

Количественная теория денег (*quantity theory of money*) — в соответствии с этой теорией деньги хранятся для осуществления различных сделок.

Комитет по операциям на открытом рынке ФРС (*Federal Open Market Committee, FOMC*) — основное подразделение ФРС, занимающееся разработкой ее политики. Управляет операциями на открытом рынке ценных бумаг.

Коммерческие бумаги (*commercial paper*) — необеспеченные краткосрочные простые векселя, выпускаемые банками, корпорациями и финансовыми компаниями.

Коммерческий банк (*commercial bank*) — депозитное учреждение, относительно неограниченное в выдаче коммерческих ссуд и имеющее законное право на открытие чековых счетов.

Компенсационный остаток (*compensating balance*) — средства, которые заемщик обязуется держать на текущем счете (без начисления процентов) как условие получения ссуды; способ получения более высокой ставки процента, чем официально объявленная.

Конвертируемые облигации (*convertible bonds*) — выпускаемые фирмами облигации, которые могут быть конвертированы в акции по определенной цене по прошествии установленного срока.

Консерватор центрального банка (*conservative central banker*) — лицо, назначенное управляющим центрального банка, который к инфляции относится более негативно, чем средний член общества, и который, таким образом, меньше склонен к дискреционному увеличению денежной массы в попытке вызвать непредвиденную инфляцию.

Консоль (*consol*) — бессрочная облигация, выпускаемая (обычно) британским правительством, по которой выплачивается купонный доход и которая не имеет фиксированного срока погашения.

Координация международной политики (*international policy coordination*) — действия, предпринимаемые правительствами различных стран в целях обеспечения взаимной выгоды этих стран.

Координация политики (*policy coordination*) — совместная разработка экономической политики различными институтами, например государственными или межгосударственными учреждениями, с целью достижения общих экономических целей.

Короткая позиция (*short position*) — обязательство поставить определенное количество конкретного товара в будущем по заранее установленной цене.

Корреспондентские счета (*correspondent balances*) — депозиты банка в других банках, называемых банками-корреспондентами.

Косвенные выплаты (*indirect payoff*) — ситуация, при которой депозитное учреждение, имеющее устойчивое положение, принимает ответственность только по застрахованным вкладам обанкротившегося учреждения. Незастрахованные вкладчики получают прямые выплаты вкладов от FDIC в сумме, которая, по оценке FDIC, может быть получена от реализации активов учреждения.

Краткосрочный период (*short run*) — согласно монетаристской теории, этот период является достаточно коротким для того, чтобы работники получили полную информацию об уровне цен и инфляции, так что ожидаемые цены и уровень инфляции могут отличаться от фактических показателей.

Кредит (*credit*) — предоставление товаров, услуг или средств в обмен на обещание оплаты в будущем.

Кредитная карточка (*credit card*) — карточка, используемая для автоматического получения кредита клиентом, позволяющая ему совершить покупку товара или услуги без наличных денег и выписывания чека.

Кредитные союзы (*credit unions*) — депозитные учреждения, которые депонируют средства и выдают ссуды только узкой группе лиц — членам такого союза.

Кредитный риск (*credit risk*) — вероятность того, что должник не возвратит полностью ссуду кредитору.

Кредитор последней инстанции (*lender of last resort*) — учреждение, которое всегда готово предоставить кредит любому заемщику, в том числе и неликвидному, но платежеспособному депозитному учреждению, во время надвигающегося банковского кризиса и т. п.

Кривая безразличия (*indifference curve*) — график комбинаций альтернатив потребления, имеющих одинаковую степень полезности.

Кривая доходности (*yield curve*) — кривая, описывающая зависимость между номинальными доходностями по различным облигациям с оди-

наковыми характеристиками, но разными сроками погашения.

Кривая Филлипса (*Phillips curve*) — кривая, которая показывает обратную зависимость между уровнями инфляции и безработицы.

Курс спот (*spot exchange rate*) — обменный курс при немедленной оплате и поставке валюты.

Л

Ликвидация (*resolution*) — акт о закрытии обанкротившегося сберегательного учреждения или ликвидации его активов.

Ликвидность (*liquidity*) — способность инвестора в любой момент в будущем продать актив по определенной номинальной цене с коротким уведомлением и при минимальных издержках.

Ликвидный подход (*liquidity approach*) — подход к оценке денежной массы, который основан на функции денег как средства сохранения стоимости.

Ловушка ликвидности (*liquidity trap*) — самый пологий участок кривой LM — денежной массы, когда практически каждый в экономике предполагает, что процентные ставки в будущем вырастут и что деньги — более выгодное вложение средств, нежели облигации. В ловушке ликвидности спрос на деньги абсолютно эластичен.

М

Макроэкономические переменные (*macroeconomic variables*) — величины, такие, как национальный доход или уровень цен, которые являются показателями функционирования экономики.

Международная интеграция (*international integration*) — развитие прочных связей между индивидами, фирмами, рынками и правительствами разных стран.

Международные банковские услуги (*International Banking Facilities, IBFs*) — официальный механизм, в соответствии с которым банки ведут специальный учет иностранных кредитов и депозитов.

Международный валютный фонд (МВФ) (*International Monetary Fund*) — международное агентство, созданное в соответствии с Бреттон-Вудским соглашением, призванное оказывать поддержку странам, испытывающим временные проблемы с ликвидностью.

Мировые индексные фонды (*world index funds*) — группировка активов разных стран, колебания доходности которых обычно взаимно погашаются.

Многобанковые холдинги (*multi-bank holding companies*) — корпорации, владеющие двумя или более независимо учрежденными банками. Операции таких компаний иногда называются «групповым банкирством» (group banking).

Многосекторные модели экономики (*multisector economies*) — модели экономики, состоящей из секторов, внутри которых экономическое поведение наилучшим образом описывается разными экономическими моделями. Отрицают возможность построения единственной модели, адекватно описывающей экономику в целом.

Множество потребительских возможностей (*consumption opportunities set*) — все возможные варианты потребления, которые имеются у индивида на протяжении данного временного интервала.

Множество производственных возможностей (*production possibilities set*) — все возможные варианты производства, которые имеются у индивида или фирмы на протяжении данного временного интервала.

Модели формирования цен на опционы (*option pricing models*) — финансовые модели, используемые для оценки стоимостных показателей сторон финансовой сделки, например, при обмене гарантий страхования депозитов, которые подразумевают разные последствия для сторон сделки.

Модель «структура—поведение—эффективность» (*structure-conduct-performance model, SCP model*) — теория, в соответствии с которой структура рынка (в которую входит определенное число фирм с учетом их размеров) оказывает воздействие на поведение банков на рынке и в свою очередь поведение банков определяет эффективность рынка.

Монетаристы (*monetarists*) — экономисты, которые считали, что меры денежно-кредитной политики оказывают эффективное воздействие на экономику в отличие от мер бюджетно-налоговой политики.

Мотив предосторожности (*precautionary motive*) — мотив накопления денег на непредвиденные цели; аргумент в пользу людей, которые хранят деньги для непредвиденных обстоятельств, когда нужно нести незапланированные расходы.

Мультипликатор автономных расходов (*autonomous expenditures multiplier*) — оценка величины мультипликационного эффекта на изменение равновесного реального дохода вследствие изменения совокупных автономных расходов. В упрощенной традиционной модели $1/(1 - MPC) = 1/MPS$.

Н

Наличные деньги (*currency*) — монеты и бумажные деньги.

Национальное управление кредитных союзов (*National Credit Union Administration, NCUA*) — федеральное агентство, которое за-

нимается страхованием депозитов в кредитных союзах.

Небанковский сектор (*nonbank public*) — домашние хозяйства и фирмы.

Недействующие ссуды (*nonperforming loans*) — ссуды, по которым ожидается полный или частичный невозврат основной суммы и/или процентов по ней.

Незаемная база (*nonborrowed base*) — разница между денежной базой и величиной заемных резервов.

Незаемные резервы (*nonborrowed reserves*) — разница между суммарными и заемными резервами.

Нейтральность денег (*neutrality of money*) — мнение, что деньги нейтральны, когда изменение их количества влияет только на номинальные показатели, и если реальные переменные, такие, как уровень занятости, объем валового национального продукта и его структура, не изменяются при изменении денежной массы.

Неокейнсианцы (*new Keynesian theorists*) — экономисты, разработавшие экономические модели, основанные на том, что «спрос на товары порождает предложение».

Неравновесие платежного баланса (*balance-of-payments disequilibrium*) — ситуация, в которой государство не может поддерживать общий уровень расходов в соответствии с его бюджетом; положительное сальдо или дефицит платежного баланса страны.

Неразменные деньги (*fiat money*) — деньги, номинал которых выше их рыночной стоимости; бумажные деньги, не обеспеченные ничем, кроме веры в их универсальный акцепт, например банкноты и чековые депозиты.

Неуправляемые пассивы (*noncontrollable liabilities*) — долговые обязательства, размер которых контролируется клиентами, а не банком.

Низкие инфляционные (дефляционные) издержки (*small menu costs*) — издержки фирм от изменения цен, включающие издержки от изменения цен в прайс-листах и каталогах, и издержки перезаключения соглашений с клиентами.

Номинальная доходность (*nominal yield*) — ежегодный купонный доход, деленный на номинальную стоимость облигации.

Номинальная процентная ставка (*nominal interest rate*) — обменный курс долларовой стоимости на долларовую стоимость в будущем.

Нормативная маржа (*margin requirement*) — процент от цены покупки акций или облигаций, который клиент должен внести при ссуде средств на финансирование этой покупки.

Нормативный риск (*regulatory risk*) — риск того, что регулирующие органы могут принять решения, впоследствии оказавшиеся неверными.

Нулевая разница между активами и пассивами (*zero funds gap*) — ситуация, в которой отношение стоимости активов с плавающей процентной ставкой к общим активам равно отношению стоимости обязательств с плавающей ставкой к общим пассивам.

О

Облигации, обеспеченные пулом ипотек (*collateralized mortgage obligations, CMO*) — инструменты финансирования путем получения займов, обеспеченных такими активами, как ссуды на покупку автомобиля, коммерческие закладные, задолженность по кредитным карточкам и лизинговые поступления.

Облигации под доходы (*revenue bonds*) — муниципальные облигации, обеспеченные поступлениями от реализации коммерческих проектов, финансируемых путем продажи этих облигаций.

Облигации под общую гарантию (*general-obligation bonds*) — муниципальные облигации, которые обеспечены налоговыми поступлениями органов власти, выпустивших эти облигации.

Облигации с нулевым купоном (*zero-coupon bonds*) — ценные бумаги, доход по которым представляет собой разность между ценами покупки и продажи и не выплачивается в виде регулярных купонных выплат.

Облигация (*bond*) — свидетельство, подтверждающее, что корпорация получила ссуду и обещала выплатить кредитору определенную денежную сумму в установленный срок в будущем.

Обменный (валютный) курс (*exchange rate*) — цена иностранной валюты, выраженная в национальной валюте.

Обменный курс (*rate of exchange*) — количество одного товара или услуги, которое должно быть отдано, чтобы получить другой товар или услугу.

Общепринятые принципы бухгалтерского учета (*generally accepted accounting principles, GAAP*) — система понятий, принципов и процедур бухгалтерского учета, используемая для отражения финансовой отчетности.

Общий объем кредитования (*total credit*) — все ссуды, выданные банками.

Обычная акция (*common stock*) — свидетельство о владении долей капитала корпорации, дающее владельцу право голоса и получения доли в прибылях.

Обязательные резервы (*required reserves*) — сумма резервов, которую депозитное учреждение обязано хранить в виде кассовой наличности или на резервном счете в ФРС; обязательные резервы равны определенному проценту от общего объема депозитов.

Обязательства с плавающей ставкой (*variable-rate liabilities*) — пассивы, которые могут быть

возобновлены и, следовательно, переоценены на горизонте планирования банка.

Обязательство (*liability*) — обещание заплатить в некоторый момент в будущем.

Однобанковый холдинг (*one-bank holding company*) — коммерческая организация, которой принадлежит один банк и которая ведет прочую, небанковскую, деятельность.

Ожидаемые инвестиции, не эластичные по проценту (*interest-inelastic desired investment*) — ожидаемые инвестиции, нечувствительные к изменениям процентных ставок.

Ожидаемые инвестиции, эластичные по проценту (*interest-elastic desired investment*) — ожидаемые инвестиции, чувствительные к изменениям процентных ставок.

Операции на открытом рынке (*open-market operations*) — покупка или продажа ФРС ценных бумаг Казначейства США или федерального агентства. Один из инструментов контроля за денежным обращением.

Операционный валютный риск (*transaction risk*) — риск, которому подвергается сторона долгосрочного кредитного контракта вследствие возможного изменения обменного курса.

Операционный отдел (*Trading Desk*) — название отдела в Федеральном резервном банке Нью-Йорка, который проводит операции ФРС с ценными бумагами.

Оплата счетов через автоматическую кассовую машину (*automated teller machine bill payment*) — перечисление сумм со счета одного лица в депозитном учреждении на счет другого лица или фирмы с помощью автоматической кассовой машины.

Оптимальная валютная зона (*optimal currency area*) — географический регион, в пределах которого могут быть установлены фиксированные обменные курсы валют при сохранении их котировок к валютам стран других регионов, а в отдельных случаях, когда это связано с уменьшением расходов, может быть использована единая валюта.

Оптимальный размер банка (*minimum efficient scale*) — размер банка, при котором его долгосрочные средние общие издержки минимальны.

Опционы (*options*) — финансовые контракты, предоставляющие держателю право купить и/или продать ценные бумаги или товары в заданном количестве по определенной цене в течение установленного срока.

Основная сумма долга (*principal*) — размер ссуды.

Основные цели (*ultimate objectives*) — конечные экономические цели, которых ФРС пытается достичь посредством проведения денежно-кредитной политики.

Отказ от финансового посредничества (*financial disintermediation*) — процесс изъятия первичными кредиторами своих средств из учреждений финансового посредничества и ссужение этих средств непосредственно первичным заемщикам.

«Открытые» договоры (*explicit contracts*) — соглашения, в которых условия взаимоотношений между работниками и работодателями, особенно по вопросам заработной платы, официально зафиксированы и утверждены обеими сторонами.

Отрицательная разница между активами и пассивами (*negative funds gap*) — ситуация, в которой отношение стоимости активов с плавающей процентной ставкой к общим активам меньше отношения стоимости обязательств с плавающей ставкой к общим пассивам.

Отрицательные внешние эффекты (*negative externalities*) — рыночные сделки, которые уменьшают экономическое благосостояние индивидов или фирм, не принимающих в них участия.

Отрицательный эффект от масштаба (*diseconomies of scale, or scale diseconomies*) — рост средних издержек с увеличением размера банка.

Оценка на основе активов (*asset approach*) — подход к оценке банковского продукта, при котором в качестве этого показателя используются ссуды и другие активы, приносящие проценты.

Оценка на основе добавленной стоимости (*value-added approach*) — подход к оценке банковского продукта, при котором рассматриваются те категории финансовых продуктов, которые характеризуются наибольшей стоимостью банковских операций.

Оценка на основе издержек использования (*user-cost approach*) — подход к оценке банковского продукта, который рассматривает финансовые услуги как «продукт», если их чистый вклад в прибыль положителен, и как «затраты», если их чистый вклад в прибыль отрицателен.

Ошибки координации (*coordination failures*) — внешние эффекты, которые касаются работников и фирм, возникающие от изменения макроэкономических показателей, что затрудняет планирование и принятие этими экономическими агентами решений о производстве и ценах.

П

Первичный рынок (*primary market*) — рынок, на котором продаются и покупаются вновь выпущенные ценные бумаги.

Перевод в «место продажи» (*point-of-sale transfer*) — перечисления денежных сумм со счета лица на счет фирмы, у которой лицо приобрело товар или услугу. Осуществляются по проводным сетям непосредственно в «место продажи».

Передаточный механизм кейнсианской денежно-кредитной политики (*Keynesian monetary policy transmission mechanism*) — играющая важную роль кейнсианская теория о том, как изменения денежной массы влияют на другие переменные в экономике. Постоянное увеличение номинальной денежной массы снижает номинальную процентную ставку вследствие эффекта ликвидности. Это падение ставки процента в свою очередь стимулирует рост ожидаемых инвестиций и совокупных расходов в целом, что приводит к росту реального дохода.

Передача ресурсов (*resource transfer*) — переход права собственности на ресурсы.

Плавающий обменный курс (*floating exchange rate*) — цена валюты, которая определяется соотношением спроса и предложения на валютном рынке при минимальном вмешательстве государства или отсутствии такого вмешательства.

Платежный баланс (*balance of payments*) — отражение всех операций между домашними хозяйствами, фирмами и правительством данного государства и всеми другими странами.

Подписка (*subscription*) — предложение новых выпусков среднесрочных и долгосрочных казначейских облигаций США с объявленной купонной ставкой.

Подпольная экономика (*underground, or subterranean, economy*) — экономика, состоящая из незаконных операций и операций, законных по своему характеру, но о которых не сообщается налоговой службе.

Подтвержденная кредитная линия (*confirmed line of credit*) — стандартный вид банковской ссуды, не все условия которой полностью сформулированы и от которой любая сторона может отказаться до ее фактического предоставления.

Подход единого резервного фонда (*pool-of-funds approach*) — техника управления портфелем активов и пассивов, при которой большее внимание уделяется стабильности и безопасности банка и меньшее — краткосрочной прибыльности. В соответствии с ожидаемым уровнем ликвидности средства распределяются сначала на первичные резервы, далее — на вторичные, потом удовлетворяются обоснованные заявки на ссуды и оставшиеся средства идут на приобретение долгосрочных ценных бумаг.

Подход конвертируемости банковских средств (*conversion-of-funds approach*) — подход в банковском менеджменте, при котором каждый источник средств рассматривается индивидуально и соотносится с активом, имеющим сходный срок погашения.

Покупательная способность денег (*purchasing power of money*) — количество товаров и услуг, которые можно приобрести на денежную единицу.

Покупка и принятие на себя обязательств (*purchase and assumption*) — ситуация, в которой FDIC осуществляет поглощение учреждения-банкрота другим учреждением, имеющим устойчивое положение. Последнее покупает большую часть активов обанкротившегося учреждения и принимает на себя ответственность по большинству непогашенных обязательств.

Полезность (*utility*) — удовлетворение, получаемое от потребления товара или услуги.

Политика дисконтного окна (*discount window policy*) — сроки и условия, в соответствии с которыми ФРС выдает ссуды депозитным учреждениям.

Политика «разори соседа» (*beggar-thy-neighbor policy*) — курс, при котором политики стремятся повысить благосостояние граждан своей страны за счет благосостояния населения других стран.

Полноценные деньги (*full-bodied money*) — деньги, номинал которых равен их рыночной стоимости, например монеты из чистого золота или серебра.

Положительная разница между активами и пассивами (*positive funds gap*) — ситуация, в которой отношение стоимости активов с плавающей процентной ставкой к общим активам больше отношения стоимости обязательств с плавающей ставкой к общим пассивам.

Положительное сальдо баланса движения капиталов (*capital account surplus*) — ситуация, в которой стоимость активов данной страны (таких, как акции, облигации и недвижимость), реализованных иностранцам, больше стоимости приобретенных за границей активов; ситуация, когда страна является чистым должником.

Положительное сальдо текущего платежного баланса (*current account surplus*) — ситуация, в которой стоимость экспортируемых из страны товаров и услуг (включая государственные и частные трансферты из других стран) больше стоимости импортируемых товаров и услуг (включая государственные и частные трансферты в другие страны).

Положительное сальдо торгового баланса (*merchandise trade surplus*) — ситуация, в которой стоимость экспортируемых страной товаров превышает стоимость импортируемых товаров.

Положительные внешние эффекты (*positive externalities*) — рыночные сделки, которые увеличивают экономическое благосостояние индивидов или фирм, не участвующих в этих сделках.

Популизм (*populism*) — политическое движение конца XIX в., слившееся с движением за свободную чеканку серебряных монет.

Портфельный спрос на деньги (*portfolio demand for money*) — термин для упрощенного варианта кейнсианской модели спекулятивного спроса на деньги. В упрощенной модели индивиды владеют как деньгами, так и облигация-

ми, но корректируют свои инвестиционные портфели в соответствии со своей спекулятивной деятельностью, связанной с колебаниями ставки процента.

Потеря эффективности вследствие банковской монополии (*efficiency loss due to bank monopoly*) — недостижение эффективности распределения ресурсов, возникающее при монопольной банковской системе, в которой последний доллар банковских ссуд не отражает фактических издержек, связанных с выдачей этого доллара в качестве ссуды. Означает, что ресурсы, используемые для кредитования, не распределяются с наименьшими издержками.

Потребительские ссуды (*consumer loans*) — банковские ссуды частным лицам.

Потребление, производное от дохода (*income-induced consumption*) — величина потребительских расходов домашних хозяйств, зависящая от получаемого ими реального дохода.

«Почти деньги» (*near monies*) — высоколиквидные активы, не включенные в денежный агрегат M1, например казначейские векселя США и сберегательные депозиты в банках и ссудо-сберегательных ассоциациях. По этим активам возможны лишь незначительные капитальный убыток или доход от прироста капитала.

Правило денежно-кредитной политики (*monetary policy rule*) — стратегия политики центрального банка, которой он призван следовать независимо от изменений экономических показателей.

Прайм-рейт (*prime rate*) — процентная ставка, устанавливаемая банками по краткосрочным ссудам, которые предоставляются наиболее кредитоспособным корпорациям.

Предельная склонность к потреблению (*marginal propensity to consume, MPC*) — дополнительное потребление вследствие роста дохода после уплаты налогов; прирост потребительских расходов, деленный на соответствующий прирост располагаемого дохода; угловой коэффициент графика функции потребления, когда по оси ординат откладываются значения располагаемого дохода.

Предельная склонность к сбережению (*marginal propensity to save, MPS*) — дополнительно сберегаемые средства при увеличении располагаемого дохода; отношение прироста сбережений к соответствующему приросту располагаемого дохода. Представляет собой угловой коэффициент графика функции сбережения, когда по оси ординат откладываются значения располагаемого дохода.

Предельные издержки (*marginal cost*) — величина, на которую возрастают общие издержки в результате увеличения объема производства товара или услуги на одну единицу.

Предельный доход (*marginal revenue*) — прирост общего дохода в результате увеличения на одну единицу объема производства товара или услуги.

Предельный продукт капитала (*marginal product of capital*) — прирост производства товаров и услуг, которые могут быть потреблены в будущем, возникающий от дополнительной единицы капитальных благ в настоящем.

Предельный продукт труда (*marginal product of labor*) — изменение общего объема производства вследствие увеличения рабочей силы, занятой в производстве, на одну единицу.

Предположение о неэффективности политики (*policy ineffectiveness proposition*) — вывод новой классической теории о том, что только неожидаемые и непредсказуемые действия при проведении денежно-кредитной или бюджетно-налоговой политики в краткосрочный период влияют на реальные экономические показатели, а в долгосрочный период никакие действия при проведении денежно-кредитной или бюджетно-налоговой политики не имеют никакого влияния на реальные экономические показатели.

Представители полноценных денег (*representative full-bodied money*) — деньги, имеющие незначительную товарную стоимость, но «опирающиеся» (могущие быть обмененными по фиксированному курсу) на ценный товар, например золото или серебро.

Премия за риск (*risk premium*) — разница в доходах по различным ценным бумагам с одинаковыми сроками погашения, возникающая из-за убежденности кредиторов, что эти бумаги имеют разный уровень кредитного риска.

Премия за срок (*term premium*) — разница в доходах, которую запрашивают инвесторы и эмитенты ценных бумаг в зависимости от срока погашения.

Прибыль на собственный капитал (*return on equity*) — отношение чистого дохода депозитного учреждения к собственному капиталу данного учреждения.

Приведенная стоимость (*present value*) — стоимость будущих количественных величин, приведенная к текущему моменту.

Привилегированная акция (*preferred stock*) — свидетельство долевого участия в капитале фирмы, дающее владельцу право первоочередного получения активов фирмы, но меньший контроль над управлением фирмой.

Прирост активов (*asset growth*) — прирост или уменьшение величины активов депозитных учреждений в течение определенного периода времени.

Проблема временной несогласованности (*time inconsistency problem*) — проблема денежно-кредитной политики, которая может возникнуть из-за существования договоров о заработной плате. Хотя монетаристское правило, с помощью которого достигается нулевая инфляция, согласуется со стратегиями и частных экономи-

ческих агентов, и ФРС, оно может стать несогласующимся с этими стратегиями, если ФРС может изменить денежную массу после заключения договоров о заработной плате.

Проблема морального риска (*moral hazard problem*) — государство, страхуя депозиты банков, оказывает доверие управляющим банков. Оно исходит из соблюдения ими морально-этических норм, таким образом подвергая себя риску, что последние предпримут рискованные или даже мошеннические действия.

Проблема неблагоприятного выбора (*adverse selection problem*) — ситуация, которая может возникнуть в программе добровольного страхования, когда в ней участвуют лишь рисковые учреждения с целью получения выгоды от участия в этой программе.

Проблема равнозначности наблюдений (*observational equivalence problem*) — когда теории дают одинаковые прогнозы относительно экономики, их эмпирическое сравнение затруднено из-за проблемы равнозначности наблюдений.

«Провал» рынка (*market failure*) — ситуация, в которой частный рынок выгоден только для его непосредственных участников, но не удовлетворяет потребности других членов общества, чье благосостояние зависит от этого рынка.

Проверки на месте (*field examinations*) — непосредственные посещения депозитных учреждений бухгалтерами и аудиторами органов, регулирующих банковскую деятельность.

Программа предписанного внешнего управления (*Management Consignment Program*) — программа FHLBB, направленная на замену некомпетентных управляющих обанкротившихся сберегательных учреждений на предписанную группу управляющих из других сберегательных учреждений, расположенных в той же местности.

Производственная функция (*production function*) — зависимость между возможными величинами факторов производства и показателями объема производства товаров и услуг, которые могут произвести фирмы при данном уровне техники.

Промежуточная цель (*intermediate target*) — экономический показатель, на контроле над которым ФРС останавливает свой выбор, потому что считает, что это согласуется с ее основными целями.

Простые агрегатные показатели (*simple-sum monetary aggregates*) — показатели денежной массы, построенные как сумма ее различных компонентов.

Протекционизм (*protectionism*) — использование ограничений на импорт товаров и услуг для защиты отраслей национальной экономики, производящих аналогичные товары и услуги.

Процент (*interest*) — плата за полученный кредит.

Процентная ставка по казначейским векселям (*Treasury bill rate*) — выраженная в процентах дисконтированная номинальная стоимость, рассчитанная за год (360 дней).

Процентная ставка по федеральным фондам (*federal funds rate*) — процентная ставка, по которой торгуются федеральные фонды, т. е. межбанковские ссуды на базе резервов в федеральных резервных банках.

Проциклическая денежно-кредитная политика (*procyclical monetary policy*) — меры денежно-кредитной политики, которые усиливают колебания экономических переменных (например, реального дохода) и тем самым повышают их изменчивость.

Прямая с углом наклона 45° (*45-degree line*) — прямая, для которой значение независимой переменной равно значению функции. В традиционной кейнсианской модели это график, состоящий из комбинаций значений совокупных ожидаемых расходов и реального национального дохода, при которых экономика находится в равновесии.

Прямое финансирование (*direct assistance*) — термин, обозначающий прямые ссуды FDIC депозитному учреждению-банкроту, если считается, что оно предоставляет «существенные» услуги обществу.

Прямые выплаты вкладов (*direct deposit payoff*) — ситуация, в которой FDIC объявляет депозитное учреждение банкротом, выплачивает все долги вкладчикам и распродает активы депозитного учреждения.

Р

Равновесие в модели *IS-LM* (*IS-LM equilibrium*) — единственная точка, в которой пересекаются кривые *IS* и *LM*. В этой точке в экономике одновременно достигается равновесный реальный доход и равновесие на денежном рынке.

Равновесие платежного баланса (*balance-of-payments equilibrium*) — ситуация, в которой общая сумма платежей по международным операциям страны соответствует ее бюджету.

Размер банка (*scale*) — показатель общего размера банка, который может меняться за счет изменения комбинации факторов производства.

Разница в ставках (спрэд) (*spread*) — разница между процентными ставками по долгосрочным и краткосрочным ценным бумагам с одинаковыми характеристиками.

Разумные резервы (*prudential reserves*) — резервы, которые депозитные учреждения добровольно хранят сверх обязательных, чтобы оставаться ликвидными и быть готовыми к преодолению финансовых трудностей.

Расчетный баланс (*official settlements balance*) — сумма статей текущего платежного баланса и

баланса движения капиталов (включая ошибки и пропуски).

Реальная процентная ставка (*real interest rate*) — обменный курс реальных благ (товаров и услуг) в настоящем на реальные блага в будущем; процентная ставка, пересчитанная с учетом изменений уровня цен.

Реальное потребление домашних хозяйств (*real household consumption*) — реальный поток расходов домашних хозяйств на покупку товаров и услуг.

Реальные денежные остатки (*real money balances*) — скорректированная с учетом уровня цен номинальная (выраженная в текущих ценах) денежная масса. Определяются как отношение номинальной денежной массы к уровню цен. Реальная покупательная способность номинальной денежной массы.

Реальные расходы на экспорт (*real export spending*) — реальная стоимость товаров и услуг, произведенных фирмами-резидентами и экспортируемых в другие страны.

Реальные сбережения домашних хозяйств (*real household saving*) — часть дохода, которую домашние хозяйства сберегают с помощью финансовых рынков.

Реальные чистые налоги (*real net taxes*) — сумма реальных налоговых поступлений в государственный бюджет от домашних хозяйств, за вычетом всех трансфертных платежей (таких, как социальные пособия) государства домашним хозяйствам.

Реальный импорт (*real imports*) — поток расходов домашних хозяйств на приобретение иностранных товаров и услуг.

Реальный национальный доход (*real national income*) — совокупная величина доходов факторов производства (заработная плата, проценты и дивиденды, рента и прибыль), скорректированных с учетом изменений цен.

Реальный располагаемый доход (*real disposable income*) — доход домашних хозяйств после уплаты всех налогов.

Револьверные кредитные обязательства (*revolving credit commitment*) — ссудные обязательства банка, согласно которым заемщик может брать и/или выплачивать ссуды повторно, что в значительной мере аналогично использованию кредитной карточки.

Региональные банки (*regional banks*) — банки, работающие на рынках депозитов и ссудных капиталов в регионах, в которых находятся их штаб-квартиры.

Регистрационные сделки с ценными бумагами (*book-entry security transactions*) — покупка и продажа государственных ценных бумаг типа облигаций и казначейских векселей, которые совершаются через систему Fedwire.

Регулирование безопасности и надежности (*safety and soundness regulation*) — цель аудита и других видов надзора за деятельностью депозитных учреждений, которые направлены на предотвращение неплатежеспособности подобных организаций.

Регулирование капитала (*capital cotrols*) — официальные ограничения на хранение иностранных активов или обязательств резидентами либо на хранение активов или обязательств данной страны нерезидентами.

Регулируемые арбитражные операции (*regulatory arbitrage*) — операции кредитно-финансовых учреждений, направленные на использование различий нормативного регулирования в разных странах, которые сводятся к переводу капиталов из государств с значительными ограничениями банковской и финансовой деятельности в страны, имеющие менее жесткий режим регулирования.

Регулируемые принципы учета (*regulatory accounting principles, RAP*) — система бухгалтерских показателей, применяемых для банков и сберегательных учреждений, которая дает более либеральное определение доходу и активам по сравнению с GAAP. Система RAP включает в доходы и активы некоторые статьи, которые GAAP не учитывает.

Редисконтирование (*rediscounting*) — процесс переучета центральным банком векселей частных банков, при этом последние берут взаймы резервы под залог уже учтенных ценных бумаг.

Резервные депозиты (*reserve deposits*) — депозиты депозитных учреждений в Федеральной резервной системе.

Резервы (*reserves*) — нессужаемая часть депозитов, находящихся в депозитном учреждении; эти средства резервируются для обеспечения текущих изъятий.

Резервы для возмещения потерь по ссудам (*loan loss reserves*) — наличные активы, хранимые депозитным учреждением в качестве страховки, покрывающей ожидаемую величину безнадежных, невозвращенных должниками ссуд.

Резервы для покрытия сомнительных долгов (*loan loss provisions*) — средства, добавляемые к резервам для возмещения потерь по ссудам депозитного учреждения за определенный период времени, например за год.

Рейтинг CAMEL (*CAMEL rating*) — система цифровых рейтингов, которые используют регулирующие органы для оценки капитала, активов, менеджмента, прибыли и ликвидности депозитного учреждения.

Рецессионный разрыв (*recessionary gap*) — величина, на которую равновесный реальный доход превышает совокупные ожидаемые расходы при полной занятости.

Риск изменения прибыльности (*profitability risk*) — риск того, что прибыльность фирмы может оказаться в зависимости от ее валютных операций.

Риск ликвидности (*liquidity risk*) — вероятность того, что платеж, даже в полном объеме, может прийти не вовремя.

Риск непоставки (*delivery risk*) — риск того, что одна сторона сможет выполнить свои обязательства по договору, а другая — нет.

Рисковая структура процентных ставок (*risk structure of interest rates*) — система взаимосвязей между процентными ставками по облигациям, имеющим одинаковые сроки погашения, но разный уровень риска, ликвидность и условия налогообложения.

Рост обменного курса (*currency appreciation*) — ситуация, в которой для покупки единицы национальной валюты требуется большее количество иностранной валюты.

Рынок (*market*) — группа покупателей и продавцов, чье поведение оказывает значительное воздействие на производство, качество и цену определенных товаров и услуг.

Рынок банковских резервов (*market for bank reserves*) — общенациональный рынок, на котором ФРС осуществляет предложение резервов, проводя операции на открытом рынке или через дисконтное окно. Депозитным учреждениям эти резервы необходимы для удовлетворения резервных требований и поддержания разумного уровня избыточных резервов.

Рынок капиталов (*capital market*) — рынок, на котором обращаются ценные бумаги со сроком погашения один год и более (среднесрочные и долгосрочные).

Рынок федеральных фондов (*federal funds market*) — рынок, на котором производится торговля сверхкраткосрочными (обычно однодневными) активами между финансовыми учреждениями. Занимаемыми и ссужаемыми активами обычно являются резервы, депонированные в федеральном резервном банке соответствующего округа.

Рыночная концентрация (*market concentration*) — доля в общем объеме ссуд и депозитов, которая обеспечивает нескольким крупным банкам доминирующие позиции на банковских рынках.

Рыночная ставка процента (*market rate of interest*) — фактическая ставка процента, по которой стороны соглашаются о ссуде в обмен на обещание ее выплаты в будущем.

Рыночный риск (*market risk*) — вероятность того, что кредитор не получит сумму долга по ссуде полностью, поскольку заемщик не выполняет условий сделки, так что им придется заключать новое соглашение.

С

Сбалансированный бюджет (*balanced budget*) — достигается, когда государственные расходы на товары и услуги (g) равны налоговым поступлениям за вычетом трансфертных платежей (t); $g = t$.

Сберегательное учреждение (*thrift institution*) — в настоящее время любое депозитное учреждение, не являющееся коммерческим банком, в том числе ссудо-сберегательные ассоциации, сберегательные банки и кредитные союзы.

Сберегательные банки (*savings banks*) — учреждения, которые создавались как сберегательные учреждения для мелких сберегателей; как и ссудо-сберегательные ассоциации, эти учреждения стали заниматься главным образом ипотечным финансированием.

Сберегательные счета на сберегательной книжке (*passbook savings accounts*) — сберегательные счета, по которым ведется сберегательная книжка. В ней содержатся записи всех операций и размеры остатков. Эти счета не имеют срока погашения, а для принятия вкладов или снятия денег со счетов должна быть предъявлена сберегательная книжка.

Сберегательные счета с выпиской (*statement savings accounts*) — сберегательные счета, владельцы которых периодически получают выписку из банковского счета об операциях и размере остатка. Не имеют установленного срока погашения. Принятие вкладов и снятие денег со счетов могут осуществляться по почте.

Сберегательные учреждения-зомби (*zombie thrifts*) — ссудо-сберегательные ассоциации и сберегательные банки, фактически обанкротившиеся, но функционирующие вследствие бездействия органов надзора.

Сбережение (*saving*) — отказ от потребления.

Свобода действий в денежно-кредитной политике (*monetary policy discretion*) — меры денежно-кредитной политики, которые ФРС предпринимает в ответ на происходящие экономические события по мере их возникновения, в отличие от мер, которые ФРС предварительно спланировала в отсутствие этих событий.

Свободная чеканка серебряных монет (*free silver*) — термин, появившийся в конце XIX в., который относился в широком смысле к предложению разрешить неограниченную чеканку серебряных денег для удовлетворения потребностей экономики в деньгах.

Свободные резервы (*free reserves*) — разница между избыточными резервами и заемными резервами.

Своп (*swap*) — сделка с иностранной валютой, которая сочетает элементы форвардной сделки и сделки спот.

Сдвиг базы (дрейф базы) (*base drift*) — тенденция к смещению фактических и ожидаемых уровней денежных агрегатов во времени.

Секьюритизация (*securitization*) — процесс объединения однотипных долговых обязательств в пул и продажи долей такого пула как торгуемых ценных бумаг, облигаций, обеспеченных

активами, или облигаций, обеспеченных пулом ипотек.

Секьюритизация активов (*asset securitization*) — процесс, при помощи которого депозитные учреждения неявно продают свои активы, неликвидные в отдельности, объединяя их в пулы, которые используются для обеспечения ценных бумаг, продаваемых депозитными учреждениями на финансовых рынках.

«Сердцевинный» капитал (*core capital*) — основная часть собственных средств («капитальной базы») банка. Другое название — капитал первого уровня.

Сертификаты клиринговой палаты (*clearinghouse certificates*) — права на металлические деньги банков—членов клиринговой палаты, которые эти банки использовали для осуществления взаимных расчетов при обмене банкнот на золото в XIX в.

Сертификаты на сумму чистых активов (*net worth certificates*) — сертификаты, выпуск которых был разрешен Законом Гарна—Сент-Жермена 1982 г. и которые эмитировались сберегательными учреждениями, находящимися в затруднительном положении, для предоставления в FSLIC в обмен на простые векселя. Сберегательные учреждения могли использовать такие сертификаты для включения в чистые активы. Таким образом, FSLIC намеревалась помочь сберегательным учреждениям укрепить свою финансовую базу.

Сертификаты специальных прав заимствования (сертификаты СДР) (*special drawing rights certificates/SDR certificates*) — активы ФРС, которые представляют собой казначейские облигации, полученные в качестве обеспечения доли ФРС в финансировании специальных прав заимствования; являются одним из видов международных средств платежа, появившихся в 1970-е годы.

Синдицированные банковские кредиты (*syndicated loans*) — ссуды, выдаваемые небольшой группой банков, которые затем продают часть ссуды другим банкам, как бы приглашаемым в банковский консорциум.

Система автоматических кассовых машин (банкоматов) (*automated teller machine networks, ATM networks*) — система платежей, которую используют вкладчики банков для снятия наличных денег со своих счетов.

Система банков, имеющих филиалы (*branch banking*) — система, в которой банки могут вести деятельность в нескольких регионах.

Система бесфилиальных банков (*unit banking*) — банковская система, в которой банкам запрещается вести деятельность в нескольких отделениях.

Система межбанковских электронных клиринговых расчетов (*Clearing House Interbank Payment System, CHIPS*) — электронная система перевода крупных сумм, находящаяся в собственности и управлении Нью-Йоркской ассоциации банков—членов клиринговой палаты.

Система «место продажи» (*point-of-sale networks, POS networks*) — система терминалов для производства платежей, которые позволяют потребителям оплачивать покупки путем прямого вычета средств с их депозитных счетов в финансовых учреждениях.

Система организованного бартера (*trading-post economy*) — бартерная торговля, при которой индивиды на постоянной основе обменивают товары и услуги непосредственно на другие товары и услуги.

Система плавающих обменных курсов (*floating-exchange-rate system*) — система международных платежей, в которой допускаются колебания обменных курсов в соответствии с законом спроса и предложения.

Система платежей (*payments system*) — институциональная структура, с помощью которой домашние хозяйства, фирмы и финансовые учреждения осуществляют взаимные расчеты.

Система «почти текущего» учета резервов (*almost contemporaneous reserve accounting system, ACRA*) — система расчета величины обязательных резервов, применяемая в настоящее время, в которой банки вычисляют средний объем депозитов за двухнедельный период и затем поддерживают обязательные резервы на уровне среднего объема депозитов.

Система страхования депозитов с «центральными активами» (*core banking*) — система страхования депозитов, при которой банки обязаны выделять «центральную» часть портфеля активов (которая всегда остается неизменной), включая в нее активы с нулевым риском, например, наличность и казначейские векселя, посредством которых банк может возместить ущерб застрахованным вкладчикам в случае банкротства.

Система текущего учета резервов (*contemporaneous reserve accounting system, CRA*) — способ еженедельного расчета обязательных резервов депозитного учреждения, основываясь на среднем объеме ежедневных чистых депозитов за текущую неделю.

Система учета резервов на основе прошлых показателей (*lagged reserve accounting system, LRA*) — способ расчета обязательных резервов депозитного учреждения, основанный на среднем объеме ежедневных чистых депозитов этого учреждения за две прошедшие недели.

Система фиксированных обменных курсов (*fixed-exchange-rate system*) — система международных платежей, в которой обменные курсы фиксируются на определенном официальном уровне и допускаются лишь их незначительные колебания.

Система чистого бартера (*pure barter economy*) — система обмена, в которой индивид, имеющий потребность в товарах или услугах, должен найти другого индивида, который хочет предоставить эти товары и услуги в обмен на товары и услуги, предоставляемые первым.

Система Fedwire — электронная система перевода крупных сумм, которая находится в собственности и управлении ФРС.

Системный риск (*systemic risk*) — вероятность того, что некоторые учреждения в силу того, что в системе платежей они взаимосвязаны с другими учреждениями, не смогут выполнить своих обязательств по кредитным соглашениям в результате неплатежей по сделкам между другими учреждениями; вид отрицательных внешних эффектов в системе платежей.

Снижение обменного курса (*currency depreciation*) — ситуация, в которой для покупки единицы национальной валюты требуется меньшее количество иностранной валюты.

Собственный капитал (*equity capital*) — доля владельцев в капитале депозитного учреждения.

Совет управляющих Федеральной резервной системы (*Board of Governors of the Federal Reserve System*) — новое название, данное Федеральному резервному совету в соответствии с Законом о банках 1935 г. Члены совета назначаются президентом США и одобряются сенатом Конгресса.

Совокупные автономные расходы (*aggregate autonomous expenditures*) — совокупные ожидаемые расходы, включая автономное потребление и автономные инвестиции, которые не зависят от уровня национального дохода.

Соглашение о покупке и обратной продаже в коммерческом банке (соглашение REPO) (*repurchase agreement at a commercial bank, RP*) — соглашение о продаже банком своим клиентам ценных бумаг Казначейства или федерального агентства с совершением через определенное время обратной сделки по оговоренной цене, включающей накопленный процент.

Составная валюта (*composite unit of account*) — корзина валют нескольких стран, например европейская валютная единица (ЭКЮ).

Сотрудничество в области международной политики (*international policy cooperation*) — обмен информацией между странами о целях, стратегиях их политики, экономической деятельности и т. д.

Спекулятивный спрос на деньги (*speculative demand for money*) — теоретическое обоснование обратно пропорциональной зависимости между номинальной процентной ставкой и спросом на деньги, данное Дж. М. Кейнсом.

Специальные права заимствования (СДР) (*special drawing rights, SDR*) — резервные активы МВФ, которые страны могут использовать для осуществления международных платежей.

Спрос на деньги, не эластичный по проценту (*interest-inelastic demand for money*) — спрос на деньги, нечувствительный к изменениям процентной ставки.

Спрос на деньги, эластичный по проценту (*interest-elastic demand for money*) — спрос на деньги, чувствительный к изменениям процентной ставки.

Среднесрочные казначейские облигации (*Treasury notes*) — среднесрочные (от 1 до 10 лет) долговые обязательства Казначейства США, обеспеченные «всем достоянием Соединенных Штатов».

Средняя склонность к потреблению (*average propensity to consume, APC*) — совокупное потребление домашних хозяйств, деленное на совокупный располагаемый доход; часть дохода после уплаты налогов, идущая на потребительские расходы.

Средняя склонность к сбережению (*average propensity to save, APS*) — совокупные сбережения домашних хозяйств, деленные на величину совокупного располагаемого дохода; доля сберегаемого дохода после уплаты налогов.

Средство обращения (*medium of exchange*) — любые активы или инструменты, принимаемые в оплату купленных товаров и услуг; основная функция денег.

Средство платежа (*standard of deferred payment*) — свойство актива, делающее его предпочтительным средством оплаты долгов, имеющих срок погашения в будущем; основная функция денег.

Средство сохранения стоимости (*store of value*) — способность товара сохранять стоимость во времени; основная функция денег.

Срок погашения (*maturity*) — дата прекращения или погашения обязательства.

Срочные депозиты крупных размеров (*large-denomination time deposits*) — сберегательные депозиты с установленным сроком погашения и на сумму не менее 100 000 долл.

Срочные депозиты малых размеров (*small-denomination time deposits*) — сберегательные депозиты с установленным сроком погашения на сумму менее 100 000 долл.

Ссуда (*advance*) — долговое обязательство, подписанное официальным представителем депозитного учреждения; последнее использует государственные ценные бумаги США и другие активы в качестве залога для получения ссуды от ФРС.

Ссудное обязательство (*loan commitment*) — обязательство банка предоставить ссуду в пределах некоторого оговоренного максимума в течение известного периода времени под заранее установленный процент.

Ссудный капитал (*loanable funds*) — этим термином экономисты-классики называют часть

реального дохода, которую домашние хозяйства сберегают. Эта сберегаемая часть дохода представляет собой права на реальные товары и услуги.

Ссудо-сберегательные ассоциации (*savings and loan associations*) — учреждения, занимающиеся деятельностью, связанной с предоставлением ипотечных ссуд.

Ставка предложения на лондонском межбанковском рынке депозитов (*London Interbank Offer Rate, LIBOR*) — процентная ставка, по которой шесть крупнейших банков Лондона предоставляют ссуды или принимают депозиты, устанавливаемая каждое утро при открытии рыночных операций.

Ставка процента (*interest rate*) — норма дохода (в процентах), получаемая с ссужаемых или сберегаемых средств.

Стагфляция (*stagflation*) — одновременное наличие высокого уровня инфляции и безработицы.

Стерилизация (*sterilization*) — операции центрального банка на открытом рынке, направленные на нейтрализацию оттока или притока иностранной валюты в страну.

Стратегия (*strategy*) — подход, используемый индивидом для достижения цели, например победы в игре.

Структурная взаимозависимость (*structural interdependence*) — ситуация, при которой экономические системы двух или более стран взаимосвязаны и экономическая политика одной страны воздействует на экономику других.

Субординированный долг (*subordinated debt*) — банковское долговое обязательство, содержащее условие, что держатели любых других долговых обязательств имеют приоритет в случае банкротства учреждения; часто имеет форму долговой расписки.

Суммарные резервы (*total reserves*) — сумма обязательных и избыточных резервов.

Суммарный капитал (*total capital*) — сумма «сердцевинного» и дополнительного капиталов (капиталов первого и второго уровня).

Схема кругооборота доходов-расходов (*circular flow diagram*) — концептуальное представление основных потоков доходов-расходов в экономике за определенный период.

Счет операций с капиталом (*capital account*) — счет, отражающий операции с активами между данной страной и остальным миром.

Счет текущих операций (*current account*) — счет, отражающий динамику международной торговли и межстрановые потоки товаров и услуг. Его также называют открытым счетом.

Счета ATS (*automatic-transfer-system accounts*) — счета системы автоматического перевода денежных средств. Счет ATS представляет собой комбинацию сберегательного счета, по которому начисляются проценты, и текущего счета, по которому проценты не начисляются. В этой комбинации в случае овердрафта на текущем счете необходимая сумма автоматически перечисляется на этот счет со сберегательного счета.

Счета NOW (*negotiable order of withdrawal accounts*) — счета с обращающимся приказом об изъятии средств. Это сберегательные счета с выплатой процентов и возможностью выписки чеков.

Т

Тактические цели (*operating procedures*) — методы проведения повседневной денежно-кредитной политики ФРС.

Таргетирование заемных резервов (*borrowed reserves targeting*) — тактическая цель денежно-кредитной политики, используемая ФРС с октября 1982 по 1989 г. Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка покупал и продавал ценные бумаги в количестве, достаточном для достижения равновесной процентной ставки по федеральным фондам. В свою очередь, это вынуждало банки занимать заданный объем резервов у ФРС через дисконтное окно.

Таргетирование незаимствованных резервов (*nonborrowed reserves targeting*) — тактическая цель денежно-кредитной политики. Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка покупал и продавал ценные бумаги в количестве, достаточном для поддержания незаимствованных резервов на уровне, соответствующем целевой установке или близком к заданной цели. Была взята на вооружение, так как обладает возможностями автоматической стабилизации денежной массы при изменчивости спроса на деньги, нейтрализуя отклонения денежной массы от целевой установки ФРС. Использовалась с октября 1979 г. по октябрь 1982 г.

Таргетирование процентной ставки по федеральным фондам (*federal funds rate targeting*) — тактическая цель денежно-кредитной политики. Департамент ценных бумаг Федерального резервного банка Нью-Йорка осуществлял покупку и продажу ценных бумаг на открытом рынке в объеме, достаточном для поддержания процентной ставки по федеральным фондам на заданном уровне или очень близком к уровню, который Комитет по операциям на открытом рынке считал согласующимся с достижением промежуточной цели денежно-кредитной политики. Использовалась ФРС на протяжении 1970-х годов до октября 1979 г.

Тарифы (*tariffs*) — налоги на импортируемые из других стран товары.

Текущая доходность (*current yield*) — ежегодная купонная выплата, деленная на текущую рыночную цену облигации.

Текущий платежный баланс (*current account balance*) — соотношение между стоимостью экспорта товаров и услуг данной страны (включая военные расходы других стран и доходы от зарубежных инвестиций) и трансфертов (частных и государственных) из других стран, и стоимостью импорта товаров и услуг (включая военные расходы за рубежом) и трансфертов (частных и государственных) в другие страны.

Теоретики реального цикла деловой активности (*real business cycle theorists*) — экономисты, разработавшие экономические модели, основанные на том, что «предложение товаров порождает спрос».

Теория инсайдеров—аутсайдеров (*insider-outsider theory*) — идея о том, что работники фирмы (инсайдеры), используя феномен издержек их замещения, могут препятствовать найму потенциальных работников (аутсайдеров) по более низкой ставке реальной заработной платы.

Теория коммерческих ссуд, или доктрина «реальных векселей» (*commercial loan theory, or real bills doctrine*) — теория, согласно которой банки обеспечивают ликвидность путем выдачи только краткосрочных самоликвидирующихся (автоматически погашаемых) ссуд, обеспеченных товарами, находящимися в процессе производства, или товарами в пути.

Теория общественного выбора (*public-choice theory*) — теория регулирования, предполагающая, что органы надзора устанавливают ограничения, которые позволяют фирмам получать прибыль выше уровня, обеспечиваемого при совершенной конкуренции, но ниже уровня, обеспечиваемого установлением монопольных цен.

Теория общественных интересов (*public-interest theory*) — теория регулирования, которая предполагает, что органы надзора применяют политику, максимизирующую экономическое благосостояние общества в целом.

Теория ожидаемого дохода (*anticipated income theory*) — согласно этой теории, банки могут не беспокоиться о проблеме ликвидности, даже если они выдают долгосрочные ссуды — главное, чтобы эти ссуды выплачивались через продолжительную серию выплат.

Теория передаваемости (*shiftability theory*) — теория, предлагающая банкам решение проблемы ликвидности через покупку высоколиквидных активов.

Теория реального цикла деловой активности (*real business cycle theory*) — расширенный и модифицированный вариант теорий новой классической макроэкономики 1970—80-х годов, в котором деньги нейтральны и только реальные факторы со стороны предложения влияют на уровень занятости и реальный объем производства.

Теория «срастания» (*capture theory*) — теория, предполагающая, что объекты регулирования (а не общество в целом) получают выгоду от регулирования. При этом органы надзора частично «срастаются» с регулируемым бизнесом.

Теория стагфляции, обусловленной ростом издержек (*cost-push theory of stagflation*) — одновременное увеличение краткосрочной инфляции и уровня безработицы, происходящее вследствие уменьшения доступности факторов производства или повышения цен на них.

Теория стагфляции, обусловленной спросом (*demand-pull theory of stagflation*) — одновременное увеличение краткосрочной инфляции и уровня безработицы, происходящее вследствие долгосрочной корректировки экономики, следующей за длительным увеличением совокупного спроса.

Теория управляемых цен (*administered pricing hypothesis*) — теория, согласно которой фирмы, обладающие известной монополией, установят цены произвольным образом и будут удерживать их на протяжении достаточно длительного периода.

Теория эффективной заработной платы (*efficiency wage theory*) — теория о том, что производительность труда работников зависит от уровня реальной заработной платы.

Теория эффективной структуры (*efficient structure theory*) — теория, предполагающая, что банки, работающие с высокой эффективностью, захватывают большую долю рынка и являются более прибыльными.

Техническая неэффективность (*technical inefficiency*) — производство товара или услуги при долгосрочных средних общих издержках, превышающих минимальный уровень.

Техническая эффективность (*technical efficiency*) — производство товара или услуги при минимальных долгосрочных средних общих издержках. В банковском деле эффективность, имеющая место, когда банковские услуги предоставляются при минимально возможных затратах социальных ресурсов.

Товарные деньги (*commodity monies*) — реальные товары, например шерсть, зерно или скот, имеющие одинаковую меновую и потребительную стоимость.

Товарный стандарт (*commodity standard*) — использование в качестве денег стандартизованных денежных знаков, чья стоимость обеспечена стоимостью реального товара, например золота или серебра.

Тождество валового национального продукта (*national product identity*) — тождество, в соответствии с которым реальный валовой национальный продукт равен сумме реального потребления домашних хозяйств, фактических реальных инвестиций, государственных расходов и реальных расходов на экспорт, т. е. $y \equiv c + i_r + g + x$.

Тождество национального дохода (*national income identity*) — тождество, в соответствии с

которым реальный национальный доход равняется сумме реального потребления домашних хозяйств, их реальных сбережений, реальных чистых налогов и величины реального импорта, т. е. $y \equiv c + s + t + m$.

Торгово-промышленные ссуды (*commercial and industrial loans, C&I loans*) — банковские ссуды компаниям.

Трансакционные депозиты (счета) (*transactions accounts*) — счета NOW, счета ATS, сберегательные депозиты в кредитных союзах и депозиты до востребования во взаимных сберегательных банках.

Трансакционные издержки (*transaction costs*) — издержки помимо цены, которые несет индивид при совершении сделки купли-продажи товара или услуги.

Трансакционный мотив (*transactions motive*) — мотив хранения денег в связи с предполагаемой покупкой товаров и услуг.

Трансакционный подход (*transactions approach*) — подход к оценке денежной массы, основанный на функции денег как средства обращения.

Трансляционный валютный риск (*accounting risk*) — риск потери стоимости собственного капитала вследствие изменения разницы между валютными активами и обязательствами.

Требования к размеру капитала (*capital requirements*) — официальные ограничения на размер активов (по отношению к собственному капиталу), которые могут иметь депозитные учреждения.

Требуемая норма резервного покрытия (*required reserve ratio*) — процент от общего объема депозитов, который ФРС предписывает всем депозитным учреждениям хранить в виде кассовой наличности или на резервном счете в ФРС.

Т-счета (*T-accounts*) — Т-образные бухгалтерские счета; упрощенные балансовые отчеты, включающие только статьи активов и пассивов (или их изменения), необходимые для анализа.

У

Универсальная банковская деятельность (*universal banking*) — способность банков предлагать практически неограниченное число услуг финансового характера.

Управление контролера денежного обращения (*Office of the Comptroller of the Currency*) — управление в структуре Министерства финансов США, которое осуществляет надзор и проводит проверки национальных банков.

Управление надзора за сберегательными учреждениями (*Office of Thrift Supervision, OTS*) — орган надзора, сформированный в 1989 г. Входит в структуру Министерства финансов. Его первостепенная задача — регулирование деятельности ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков.

Управление спросом (*demand management*) — использование денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики для изменения уровня совокупных ожидаемых расходов с целью достижения ожидаемого уровня реального дохода, занятости и цен.

Управляемые пассивы (*controllable liabilities*) — долговые обязательства, размер которых выбирается банком.

Уравнение баланса (*balance sheet constraint*) — при условии, что все банковские активы состоят только из выданных ссуд, а все пассивы — из депозитов, если активы равны пассивам, то и объем выданных банком ссуд должен равняться объему банковских депозитов.

Уравнение обмена (*equation of exchange*) — тождество, в соответствии с которым номинальный объем всех денежных сделок на приобретение конечных товаров и услуг равен номинальной стоимости приобретенных товаров и услуг. В наиболее полном виде представлено американским экономистом Ирвингом Фишером.

Уровень производства при полном использовании производственных мощностей (*full-capacity output level*) — количество товаров и услуг, которое может быть произведено в экономике, если все ее ресурсы максимально используются.

Утечка наличности (*currency leakage*) — снятие наличных денег небанковским сектором со счетов депозитных учреждений.

Участие в кредите (*loan participations*) — организация предоставления ссуды компаниям, когда банки владеют долями крупной ссуды и могут при определенных обстоятельствах продавать свои доли другим банкам.

Учетная ставка (*discount rate*) — процентная ставка, которую ФРС устанавливает по ссудам, предоставляемым депозитным учреждениям.

Ф

Фактические реальные инвестиции (*real realized investment*) — фактические инвестиционные расходы фирм на товарных рынках.

Фактический график *LM* (*effective LM schedule*) — график *LM*, параллельный оси абсцисс, который получается в результате таргетирования ставки процента со стороны ФРС.

Факторные затраты (*real resource expenses*) — затраты, которые несет банк по ежедневным операциям в виде денежных выплат заработной платы работникам и выплат владельцам других факторов производства, и, кроме того, в виде альтернативных издержек, связанных с возможностью альтернативного использования факторов производства.

Фальсификация (порча) монет (*debasement*) — снижение содержания благородного металла в

монетах, выпускаемых правительством в качестве денег.

Федеральная корпорация страхования депозитов (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*) — правительственное агентство, которое занимается страхованием депозитов во всех учреждениях, участвующих в программе федерального страхования депозитов. В соответствии с положениями законодательных актов 1989 г., FDIC управляет отдельными страховыми фондами коммерческих банков и сберегательных учреждений.

Федеральная корпорация страхования ссудо-сберегательных ассоциаций (*Federal Savings and Loan Insurance Corporation, FSLIC*) — правительственное агентство, которое занимается страхованием депозитов в ссудо-сберегательных ассоциациях — членах FSLIC. Была упразднена в 1989 г.

Федеральная резервная система (ФРС) (*Federal Reserve System, Fed*) — центральный банк США.

Федеральная сеть безопасности финансовой системы (*federal financial safety net*) — различные виды защиты федерального правительства от обострения широко распространенных финансовых проблем и возникновения финансовой паники. Предполагает осуществление функций ФРС как гаранта стабильности финансовой системы и как кредитора последней инстанции, наличие федеральной системы страхования депозитов.

Федеральные фонды (*federal funds*) — ссуды резервных депозитов одних депозитных учреждений, предоставляемые другим учреждениям.

Федеральный резервный совет (*Federal Reserve Board*) — совет из семи членов, созданный в соответствии с Законом о Федеральной резервной системе 1913 г. В совет вошли министр финансов, контролер денежного обращения и пять других членов. Последние должны были представлять различные региональные, коммерческие и отраслевые интересы (см. *Совет управляющих Федеральной резервной системы*).

Федеральный совет банков жилищного кредита (*Federal Home Loan Bank Board, FHLBB*) — комитет, состоявший из трех назначаемых президентом США лиц. Его задача состояла в регулировании деятельности банков — членов Федеральной системы банков жилищного кредита, кроме того, FSLIC и Федеральной корпорации жилищного ипотечного кредита. Был упразднен в 1989 г.

Фиксированный обменный курс (*fixed exchange rate*) — цена валюты, которую центральный банк устанавливает на определенном уровне в течение определенного периода.

Филиальный риск (*affiliated-institution risk*) — риск, которому подвергается депозитное учреждение при выпуске обязательств, частично обеспеченных стоимостью капитала аффилированной компании, например дочерней компании банковского холдинга, что позволяет депозитному учреждению расти без расширения собственного капитала.

Финансовое посредничество (*financial intermediation*) — процесс аккумуляции финансовыми учреждениями сбережений домашних хозяйств и ссужения этими средствами фирм.

Финансовые инструменты (*financial instruments*) — такие финансовые активы, как деньги и ценные бумаги.

Финансовые учреждения (*financial institutions*) — такие учреждения, как коммерческие банки, ссудо-сберегательные ассоциации, страховые компании, пенсионные фонды и т. д., которые привлекают средства домашних хозяйств и ссужают их фирмам и др.

Фискальный агент (*fiscal agent*) — функция центрального банка как депозитария государственных средств, полученных от сбора налогов и размещения займов, и как координатора правительственной эмиссии долговых инструментов при размещении займов.

Фонд банковского страхования (*Bank Insurance Fund, BIF*) — фонд страхования депозитов коммерческих банков, образованный FDIC.

Фонд страхования сберегательных учреждений (*Savings Association Insurance Fund, SAIF*) — страховой фонд ссудо-сберегательных ассоциаций и сберегательных банков, образованный FDIC в 1989 г. вместо FSLIC.

Фондовые инструменты (*equity instruments*) — свидетельства долевого участия в капитале компании, например акции.

Форвардная премия (*forward premium*) — величина, на которую текущий форвардный курс превышает курс спот.

Форвардная скидка (*forward discount*) — величина, на которую текущий форвардный курс превышает текущий курс спот.

Форвардный валютный рынок (*forward exchange market*) — рынок, на котором поставка валюты производится через определенный период в соответствии с установленным заранее курсом.

Форвардный контракт (*forward contract*) — финансовый контракт, по которому обязуются купить или продать конкретный товар по определенной цене в установленный срок в будущем.

Форвардный курс (*forward exchange rate*) — текущая цена валюты, поставка которой будет производиться через определенный период времени.

Фьючерсная цена (*futures price*) — цена, устанавливаемая фьючерсным контрактом.

Фьючерсный контракт (*futures contract*) — форвардный контракт, заключенный на официально зарегистрированной товарной бирже в соответствии с ее правилами.

Ц

Цена предельного продукта труда (*value of the marginal product of labor*) — стоимость предельного продукта труда в текущих рыночных ценах, измеряемая как произведение предельного продукта на цену товарной единицы.

Цена спот (*spot price*) — цена, по которой товар может быть куплен в настоящий момент; цена по кассовой сделке.

Ценные бумаги (*securities*) — документы, свидетельствующие о владении или кредитовании компаний или государственных органов, например федерального правительства, правительств штатов или местных органов власти.

Ценные бумаги, обеспеченные активами (*asset-backed securities*) — ценные бумаги, представляющие собой доли рыночной стоимости пула активов.

Ценные бумаги, обеспеченные закладными (*mortgage-backed securities*) — ипотеки, объединенные в пулы ипотек на недвижимость.

Ч

Частичные банковские резервы (*fractional reserve banking*) — система, по которой депозитные учреждения хранят резервы, составляющие менее 100% объема всех депозитов.

Чековый депозит (текущий счет) (*checkable account*) — банковский депозит, который может быть непосредственно обменен вкладчиком на товары или услуги, которые он хочет приобрести.

Чернинг (*churning*) — процесс проведения большого количества операций на открытом рынке, которые изменяют общий уровень резервов на сравнительно малую величину.

Чистое автономное потребление (*net autonomous consumption*) — автономное потребление за вычетом налогов.

Чистые потери от банковского монополизма (*deadweight loss due to bank monopoly*) — излишек (дополнительная выгода) для потребителя, который имеет место в условиях конкуренции. При монопольном банковском рынке потребители не получают дополнительных доходов, которые не перераспределяются между вкладчиками банков.

Чистые потери по ссудам (*net loan losses*) — общее уменьшение доходов депозитного учреждения от невыплат несостоятельных должников (потери доходов от безнадежных ссуд).

Чистые совокупные автономные расходы (*net aggregate autonomous expenditures*) — сумма автономного потребления за вычетом налогов, ожидаемых автономных инвестиций и государственных автономных расходов.

Ш

Штрафные ставки (*penalty rates*) — процентные ставки типа учетной ставки ФРС, которые устанавливаются выше уровня рыночных процентных ставок и, таким образом, как бы штрафуют учреждение-заемщика.

Э

Эквивалент купонного дохода (*coupon yield equivalent*) — доход по казначейскому векселю, пересчитанный на год (365 дней) на основе рыночной цены облигации, а не ее номинальной стоимости.

Экономическая прибыль (*economic profits*) — валовой доход минус экономические издержки.

Экономические издержки (*economic costs*) — включают в себя *денежные затраты*, т. е. затраты на выплату процентов по вкладам и факторные затраты, необходимые для поддержания каждодневного нормального функционирования банка, и *альтернативные издержки*, которые несет банк, так как его владельцы могли бы использовать факторы производства, которыми располагает банк, как-то по-другому.

Экономическое благо (*economic good*) — товар, количество которого ограничено.

Экспорт (*export*) — продажа товаров (услуг), вывозимых в другие страны.

Эластичность ожидаемых инвестиций по проценту (*interest elasticity of desired investment*) — показатель реакции ожидаемых инвестиций на изменения процентной ставки.

Эластичность спроса на деньги по проценту (*interest elasticity of money demand*) — показатель реакции спроса на деньги на изменения процентной ставки.

Электронная система перевода пособий (*electronic benefits transfer, EBT*) — управляемая государством сеть, которая осуществляет выплату пособий нуждающимся (типа пособий многодетным семьям) или выдачу продуктовых талонов.

Электронные системы перевода крупных сумм (*large-dollar payments systems*) — системы платежей, специализирующиеся на обслуживании платежей, которые характеризуются очень большим стоимостным объемом.

Электронный перевод (*wire transfer*) — перечисление средств между частными лицами или фирмами, осуществляемое путем передачи распоряжений по проводным или кабельным сетям или по телефону.

Эмиссия банкнот (*note issuance*) — выпуск бумажных денег государством, центральным или коммерческим банком.

Эффект вытеснения (*crowding-out effect*) — происходит при увеличении дефицита государственного бюджета. Повышение реальной процентной ставки вследствие этого влечет за собой сокращение частных расходов. В классической модели это сокращение в точности равно увеличению бюджетного дефицита. В сущности, расходы по его финансированию «вытесняют» соответствующую величину частных расходов.

Эффект ликвидности (*liquidity effect*) — понижение номинальной процентной ставки, вызванное увеличением денежной массы при неизменном уровне цен.

Эффект мультипликатора (*multiplier effect*) — отношение изменения равновесного уровня национального дохода к увеличению размера совокупных автономных расходов. Когда график совокупных расходов смещается по вертикали, равновесный уровень национального дохода изменяется на кратную величину.

Эффект объявления (*announcement effect*) — воздействие изменений, например учетной ставки, на экономическую активность, когда такое изменение рассматривается как изменение денежно-кредитной политики.

Эффект от диверсификации (*economies of scope, or scope economies*) — ситуация, в которой банк способен снизить издержки за счет диверсификации портфеля ценных бумаг, предлагаемых к продаже, и предоставляемых им услуг.

Эффект от масштаба (*economies of scale, or scale economies*) — уменьшение средних издержек с ростом размера банка.

Эффект перераспределения вследствие банковской монополии (*redistribution effect due to bank monopoly*) — в монопольной банковской системе потребительский излишек, который получали бы потребители при совершенной конкуренции, присваивается банками в виде их прибыли.

Эффект реальных денежных остатков (*real balance effect*) — повышение (снижение) номинальной процентной ставки вследствие повышения (снижения) уровня цен на товары и услуги, при неизменной номинальной денежной массе.

Эффективность рынка (*market performance*) — степень достижения эффективности распределения ресурсов и технической эффективности на рынках банковских услуг.

Предметный указатель

А

Автоматизированная клиринговая палата (*automated clearing house, ACH*) 412
Автоматические расчетные палаты (*automated clearing houses*) 60
Автономное потребление (*autonomous consumption*) 500
Автономные инвестиции (*autonomous investment*) 504
Адаптивные ожидания (*adaptive expectations*) 593
Актив (*asset*) 83
Активные операции на открытом рынке (*dynamic open-market operations*) 433
Активы с плавающей ставкой (*variable-rate assets*) 217
Активы, скорректированные с учетом риска (*risk-adjusted assets*) 258
Аллокационная эффективность (*allocation efficiency*) 37, 240
Альтернативная стоимость (*opportunity cost*) 72
Альтернативные издержки (*opportunity cost*) 8
Анализ затраты—выпуск (*input-output table*) 632
Анализ общего равновесия (*general equilibrium analysis*) 201
Анализ частичного равновесия (*partial equilibrium analysis*) 202
Антициклическая бюджетно-налоговая политика (*countercycle fiscal policy*) 517
Антициклическая денежно-кредитная политика (*countercyclical monetary policy*) 715
Арбитражные операции (*arbitrage*) 762
Ассоциации банков—членов клиринговой палаты (*clearing-house associations*) 410

Б

Базельское соглашение (*Basle Agreement*) 812
Баланс движения капиталов (*capital account balance*) 775
Банк международных расчетов (БМР) (*Bank for International Settlements, BIS*) 811
Банки в ведущих финансовых центрах (*money center banks*) 229
Банкноты (*bank notes*) 122
Банковский акцепт (*bank acceptance*) 130
Бартер (*barter*) 11
Биметаллизм (*bimetallism*) 382
Богатство (*wealth*) 6
«Большая десятка» (*Group of Ten, G10*) 812
«Большая пятерка» (*Group of Five, G5*) 801
«Большая семерка» (*Group of Seven, G7*) 801
Бумажно-денежный (фидуциарный) стандарт 17
Бюджетно-налоговая политика (*fiscal policy*) 517
Бюджетный излишек (*budget surplus*) 517

В

Валовой национальный продукт (ВНП) (*gross domestic product, GDP*) 4
Валютные опционы (*foreign exchange options*) 759
Валютный коридор (*target zone*) 811
Валютный риск (*foreign exchange risk*) 759
Валютный рынок спот (*spot exchange market*) 757
Валютный фьючерс (*foreign exchange futures*) 758
Взаимные фонды денежного рынка (*money market mutual funds*) 54
Внешние деньги (*outside money*) 635
Внешние эффекты (экстерналии) (*externalities*) 403, 633
Внешние эффекты международной политики (*international policy externalities*) 800
Внутренние деньги (*inside money*) 635
Воздействие убеждением (*moral suasion*) 446
Временная структура процентных ставок (*term structure of interest rates*) 163
Временные лаги в политике (*policy time lags*) 715
Временные чековые кредиты ФРС (*Federal Reserve float*) 407
Вторичные резервы (*secondary reserves*) 214
Вторичный рынок (*secondary market*) 104

Г

Гарант стабильности финансовой системы (*custodian of the financial system*) 405
Географический рынок (*geographic market*) 282
Гипотеза рациональных ожиданий (*rational expectations hypothesis*) 595
График долгосрочных средних общих издержек (*long-run average total cost schedule, LRATC schedule*) 274
График ожидаемых инвестиций (*desired investment schedule*) 502
График совокупного предложения (*aggregate supply schedule*) 474, 565
График совокупного спроса (*aggregate demand schedule*) 476, 559
График совокупных расходов (*aggregate expenditures schedule*) 504
График *IS* (*IS schedule*) 539
График *LM* (*LM schedule*) 535
Гринбеки (*greenbacks*) 381
«Грязное» плавание обменных курсов (*dirty float*) 785
Гудвилл (*goodwill*) 326

Д

Двойное совпадение потребностей (*double coincidence of wants*) 12
Денежная база (*monetary base, MB*) 32, 363, 429

Денежная иллюзия (*money illusion*) 461
Денежные активы (*cash assets*) 127
Денежные документы на инкассо (*cash items in the process of collection*) 127
Денежные поручения (*money orders*) 59
Денежный агрегат M1 50
Денежный агрегат M2 52
Денежный агрегат M3 54
Денежный агрегат L 55
Денежный мультипликатор (*money multiplier*) 360
Денежный рынок (*money market*) 106
Деньги (*money*) 6
Депозитные учреждения (*depository institutions*) 49, 100
Депозитный мультипликатор (мультипликатор расширения депозитов) (*deposit expansion multiplier*) 360
Депозитный сертификат-«гигант» (*jumbo certificate of deposit, or jumbo CD*) 54
Депозиты до востребования (*demand deposits*) 51
Депозиты иностранных государств (*foreign official deposits*) 407
Депозиты, прошедшие через брокера (*brokered deposits*) 331
Дефицит баланса движения капиталов (*capital account deficit*) 776
Дефицит бюджета (*budget deficit*) 517
Дефицит текущего платежного баланса (*current account deficit*) 775
Дефицит торгового баланса (*merchandise trade deficit*) 775
Дефицитное финансирование (*deficit spending*) 517
Дефлятор дохода—цен (*income price deflater*) 459
Дефляция (*deflation*) 15
Диверсификация (*scope*) 277
Директива FOMC (*FOMC directive*) 431
Дисконтированная стоимость (*discounted present value*) 155
Длинная позиция (*long position*) 112
Дневной овердрафт (*daylight overdraft*) 418
Доверие к денежно-кредитной политике (*credibility of monetary policy*) 727
Доктрина «реальных векселей» (*real bills doctrine*) 214
Долговые инструменты (*debt instruments*) 98
Долговые сертификаты клиринговой палаты (*clearing-house loan certificates*) 410
Долгосрочные казначейские облигации (*Treasury bonds*) 99
Дополнительный капитал (*supplementary capital*) 258
Доход от эмиссии денег (сеньораж) (*seigniorage*) 36
Доходность активов (*return on assets*) 224
Доходность от сбережения (*rate of return from saving*) 79
Доходность при погашении (*yield to maturity*) 154

Е

Евровалютный рынок (*Eurocurrency market*) 763
Единица счета (*unit of account*) 8
Естественная монополия (*natural monopoly*) 277
Естественный уровень безработицы (*natural level of unemployment*) 579
Естественный уровень занятости (*natural level of employment*) 579
Естественный уровень производства (*natural output level*) 580

З

Задержка осуществления (реакции) (*implementation lag, response lag*) 715
Задержка передачи (*transmission lag*) 716
Задержка распознавания (*recognition lag*) 715
Заемные резервы (*borrowed reserve, BR*) 429
Закон Гласса—Стиголла (*Glass-Steagall Act*) 242
Закон о банках 1935 г. (*Banking Act*) 389
Закон о возобновлении размена бумажных денег на металлические 1875 г. (*Resumption Act*) 381
Закон о казначейских векселях 1890 г. (*Treasury Note Act*) 382
Закон о надзоре за международным кредитованием (*International Lending Supervision Act*) 256
Закон о национальных банках (*National Banking Act*) 380
Закон о регулировании процентных ставок 1966 г. (*Interest Rate Adjustment Act*) 244
Закон о реформе финансовых учреждений, поддержке и исполнении (*Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act*) 259
Закон о Федеральной резервной системе (*Federal Reserve Act*) 386
Закон об обращении золотых и серебряных денег 1836 г. (*Specie Circular Act*) 377
Закон Сея (*Say's law*) 460
Закон убывающей предельной отдачи (*law of diminishing marginal returns*) 462
Закон убывающей предельной полезности (*law of diminishing marginal utility*) 73
Закон Эджа (*Edge Act*) 250
Законы о нерегулируемой банковской деятельности (*free-banking laws*) 378
Закрытая экономика (*closed economy*) 498
«Закрытые» договоры (*implicit contracts*) 565
Залоговые активы (*pledged assets*) 408
Затраты на выплату процентов (*interest expenses*) 179
Защитные операции на открытом рынке (*defensive open-market operations*) 433
Золотое покрытие (*gold reserve ratio*) 33
Золотой резерв (*gold bullion*) 32
Золотые сертификаты (*gold certificates*) 406
Зона основных услуг (*primary service area*) 282

И

Избыточные резервы (*excess reserves*) 350, 429
Издержки ожидания (*waiting costs*) 23
Излишек для потребителя (*consumer surplus*) 84
Излишек для производителя (*producer surplus*) 83
Импорт (*import*) 748
Импортные квоты (*import quotas*) 745
Инвестиции (*investment*) 79
Индексация заработной платы (*wage indexation*) 609
Индексные агрегатные показатели (*divisia aggregates*) 58

Индикатор политики (*policy indicator*) 670
Инертность цен (*price inertia*) 623
Инструмент хеджирования (*hedging instrument*) 100
Инструменты (*instruments*) 427
Инфляционная тенденция (*inflation bias*) 725
Инфляционный разрыв (*inflationary gap*) 509
Инфляция (*inflation*) 5
Ипотеки с плавающей ставкой (*adjustable-rate mortgages, ARM*) 108
Ипотечные ссуды (*real estate loans*) 130
Искусственное поддержание (*peg*) 657

К

Казначейские векселя (*Treasury bills*) 99
Капитал депозитного учреждения (*depository institution capital*) 256
Капитальные блага (*capital goods*) 77
Кассовая наличность (*vault cash*) 127
Кембриджское уравнение (*Cambridge equation*) 475
Количественная теория денег (*quantity theory of money*) 474
Комитет по операциям на открытом рынке ФРС (*Federal Open Market Committee, FOMC*) 390
Коммерческая бумага (*commercial paper*) 98
Коммерческий банк (*commercial bank*) 126
Компенсационный остаток (*compensating balance*) 151
Конвертируемые облигации (*convertible bonds*) 99
Консерватор центрального банка (*conservative central banker*) 730
Консоль (*consol*) 158, 526
Координация международной политики (*international policy coordination*) 801
Координация политики (*policy coordination*) 551
Короткая позиция (*short position*) 112
Корреспондентские счета (*correspondent balances*) 127
Косвенные выплаты (*indirect payoff*) 308
Краткосрочный период (*short run*) 580
Кредит (*credit*) 82
Кредитные карточки (*credit cards*) 59
Кредитные союзы (*credit union*) 124
Кредитный риск (*credit risk*) 416
Кредитор последней инстанции (*lender of last resort*) 404
Кривая безразличия (*indifference curve*) 72
Кривая доходности (*yield curve*) 166
Кривая Филлипса (*Phillips curve*) 573
Курс спот (*spot exchange rate*) 757

Л

Ликвидация (*resolution*) 335
Ликвидность (*liquidity*) 7, 46
Ликвидный подход (*liquidity approach*) 45
Ловушка ликвидности (*liquidity trap*) 550

М

Макроэкономические переменные (*macroeconomic variables*) 460
Международная интеграция (*international integration*) 744
Международные банковские услуги (*International Banking Facilities, IBFs*) 766
Международный валютный фонд (МВФ) (*International Monetary Fund, IMF*) 782
Мировые индексные фонды (*world index funds*) 763
Многобанковые холдинги (*multi-bank holding companies*) 222
Многосекторная модель экономики (*multisector economy*) 636
Множество потребительских возможностей (*consumption opportunities set*) 71
Множество производственных возможностей (*production possibilities set*) 76
Модели формирования цен на опционы (*option pricing models*) 314
Модель «структура—поведение—эффективность» (*structure-conduct-performance model, SCP model*) 280
Монетаристы (*monetarists*) 575
Мотив предосторожности (*precautionary motive*) 475
Мультипликатор автономных расходов (*autonomous expenditures multiplier*) 512

Н

Наличные деньги (*currency*) 49
Национальное управление кредитных союзов (*National Credit Union Administration, NCUA*) 243
Небанковский сектор (*nonbank public*) 191
Недействующие ссуды (*nonperforming loans*) 225
Незаемная база (*nonborrowed base*) 429
Незаемные резервы (*nonborrowed reserve, NBR*) 429
Нейтральность денег (*neutrality of money*) 456
Неокейнсианцы (*new Keynesian theorists*) 623
Неравновесие платежного баланса (*balance-of-payments disequilibrium*) 772
Неразменные деньги (*fiat money*) 16
Неуправляемые пассивы (*noncontrollable liabilities*) 132
Низкие инфляционные (дефляционные) издержки (*small menu costs*) 627
Номинальная доходность (*nominal yield*) 154
Номинальная процентная ставка (*nominal interest rate*) 146
Нормативная маржа (*margin requirements*) 112
Нормативный риск (*regulatory risk*) 308
Нулевая разница между активами и пассивами (*zero funds gap*) 217

О

Облигации, обеспеченные пулом ипотек (*collateralized mortgage obligation, CMO*) 108
Облигации под доходы (*revenue bonds*) 100
Облигации под общую гарантию (*general obligation bonds*) 100
Облигации с нулевым купоном (*zero-coupon bonds*) 108
Облигация (*bond*) 94
Обменный курс (*rate of exchange*) 72, 745
Общепринятые принципы бухгалтерского учета (*generally accepted accounting principles, GAAP*) 309
Общий объем кредитования (*total credit*) 361
Обычные акции (*common stock*) 98
Обязательные резервы (*required reserves*) 350

Обязательства с плавающей ставкой (*variable-rate liabilities*) 217
Обязательство (*liability*) 83
Однобанковый холдинг (*one-bank holding company*) 222
Ожидаемые инвестиции, не эластичные по проценту (*interest-inelastic desired investment*) 540
Ожидаемые инвестиции, эластичные по проценту (*interest-elastic desired investment*) 540
Операции на открытом рынке (*open-market operations*) 396, 427
Операционный валютный риск (*transaction risk*) 760
Операционный отдел (*Trading Desk*) 353
Оплата счетов через автоматическую кассовую машину (*automated teller machine bill payment*) 60
Оптимальная валютная зона (*optimal currency area*) 818
Оптимальный размер (*minimum efficient scale*) 276
Опционы (*options*) 100
Основная сумма долга (*principal*) 82
Основные цели (*ultimate objectives*) 645
Отказ от финансового посредничества (*financial disintermediation*) 96
«Открытые» договоры (*explicit contracts*) 565
Отрицательная разница между активами и пассивами (*negative funds gap*) 219
Отрицательный внешний эффект (*negative externalities*) 403
Отрицательный эффект от масштаба (*diseconomies of scale*) 276
Оценка на основе активов (*asset approach*) 278
Оценка на основе добавленной стоимости (*value-added approach*) 278
Оценка на основе издержек использования (*user-cost approach*) 278
Ошибки координации (*coordination failures*) 633

П

Первичный рынок (*primary market*) 104
Перевод в «место продажи» (*point-of-sale transfer*) 60
Передаточный механизм кейнсианской денежно-кредитной политики (*Keynesian monetary policy transmission mechanism*) 546
Передача ресурсов (*resource transfer*) 340
Плавающий обменный курс (*floating exchange rate*) 754
Платежный баланс (*balance of payments*) 774
Подпольная экономика (*underground, or subterranean, economy*) 50
Подтвержденные кредитные линии (*confirmed lines of credit*) 128
Подход единого резервного фонда (*pool-of-funds approach*) 215
Подход конвертируемости банковских средств (*conversion-of-funds approach*) 216
Покупательная способность (*purchasing power*) 17
Покупка и принятие на себя обязательств (*purchase and assumption*) 308
Полезность (*utility*) 72
Политика дисконтного окна (*discount window policy*) 435
Политика «разори соседа» (*beggar-thy-neighbor policies*) 800
Полноценные деньги (*full-bodied money*) 15
Положительная разница между активами и пассивами (*positive funds gap*) 218
Положительное сальдо баланса движения капиталов (*capital account surplus*) 775
Положительное сальдо текущего платежного баланса (*current account surplus*) 775
Положительное сальдо торгового баланса (*merchandise trade surplus*) 775
Положительный внешний эффект (*positive externalities*) 403
Популизм (*populism*) 382
Портфельный спрос на деньги (*portfolio demand fo money*) 527
Потеря эффективности вследствие банковской монополии (*efficiency loss due to bank monopoly*) 271
Потребительские ссуды (*consumer loans*) 130
Потребление, производное от дохода (*income-induced consumption*) 500, 510
«Почти деньги» (*near monies*) 48
Правило денежно-кредитной политики (*monetary policy rule*) 713
Прайм-рейт (*prime rate*) 149
Предельная склонность к потреблению (*marginal propensity to consume, MPC*) 499
Предельная склонность к сбережению (*marginal propensity to save, MPS*) 499
Предельные издержки (*marginal cost*) 34
Предельный доход (*marginal revenue*) 34
Предельный продукт капитала (*marginal product of capital*) 77
Предельный продукт труда (*marginal product of labor*) 462
Предположение о неэффективности политики (*policy ineffectiveness proposition*) 602
Представители полноценных денег (*representative full-bodied money*) 15
Премия за риск (*risk premium*) 153
Премия за срок (*term premium*) 168
Прибыль на собственный капитал (*return on equity*) 224
Приведенная стоимость (*present value*) 81
Привилегированные акции (*preferred stock*) 98
Прирост активов (*asset growth*) 225
Проблема временной несогласованности (*time incostistency problem*) 725
Проблема морального риска (*moral hazard problem*) 303
Проблема неблагоприятного выбора (*adverse selection problem*) 296
Проблема равнозначности наблюдений (*observational equivalence problem*) 616
«Провалы» рынка (*market failures*) 311
Проверка на месте (*field examination*) 313
Программа предписанного внешнего управления (*Management Consignment Program*) 332
Производственная функция (*production function*) 461
Промежуточные цели (*intermediate targets*) 646
Простые агрегатные показатели (*simple-sum monetary aggregates*) 57
Протекционизм (*protectionism*) 801
Процент (*interest*) 82

Процентная ставка по федеральным фондам (*federal funds rate*) 152
Процентные ставки по казначейским векселям (*Treasury bill rates*) 160
Проциклическая денежно-кредитная политика (*procyclical monetary policy*) 715
Прямая с углом наклона 45° (*45-degree line*) 505
Прямое финансирование (*direct assistance*) 308
Прямые выплаты вкладов (*direct deposit payoff*) 308

Р

Равновесие в модели *IS-LM* (*IS-LM equilibrium*) 542
Равновесие платежного баланса (*balance-of-payments equilibrium*) 772
Размер банка (*scale*) 274
Разница в ставках (спрэд) (*spread*) 668
Разумные резервы (*prudential reserves*) 362, 445
Реальная процентная ставка (*real interest rate*) 147
Реальное потребление домашних хозяйств (*real household consumption*) 497
Реальные денежные остатки (*real money balances*) 530
Реальные расходы на экспорт (*real export spending*) 498
Реальные сбережения домашних хозяйств (*real household saving*) 497
Реальные чистые налоги (*real net taxes*) 496
Реальный импорт (*real imports*) 497
Реальный национальный доход (*real national income*) 496
Реальный располагаемый доход (*real disposable income*) 499
Револьверные кредитные обязательства (*revolving credit commitments*) 128
Региональные банки (*regional banks*) 229
Регистрационные сделки с ценными бумагами (*book-entry security transactions*) 413
Регулирование безопасности и надежности (*safety and soundness regulation*) 309
Регулирование капитала (*capital controls*) 756
Регулируемые арбитражные операции (*regulatory arbitrage*) 807
Регулируемые принципы учета (*regulatory accounting principles, RAP*) 309
Редисконтирование (*rediscounting*) 386
Резервные депозиты (*reserve deposits*) 127
Резервы (*reserve*) 118
Резервы для возмещения потерь по ссудам (*loan loss reserves*) 225
Резервы для покрытия сомнительных долгов (*loan loss provisions*) 225
Рейтинг CAMEL (*CAMEL rating*) 313
Рецессионный разрыв (*recessionary gap*) 508
Риск изменения прибыльности (*profitability risk*) 760
Риск ликвидности (*liquidity risk*) 413
Риск непоставки (*delivery risk*) 416
Рисковая структура процентных ставок (*risk structure of interest rates*) 163
Рост обменного курса (*currency appreciation*) 745
Рынок (*market*) 282
Рынок банковских резервов (*market for bank reserves*) 676
Рынок капиталов (*capital market*) 106
Рынок федеральных фондов (*federal funds market*) 107
Рыночная концентрация (*market concentration*) 280
Рыночная ставка процента (*market rate of interest*) 83
Рыночный риск (*market risk*) 416

С

Сбалансированный бюджет (*balanced budget*) 517
Сберегательные банки (*savings banks*) 124
Сберегательные учреждения (*thrift institutions*) 51, 124
Сберегательные учреждения-зомби (*zombie thrifts*) 333
Сберегательный счет на сберегательной книжке (*passbook savings account*) 53
Сберегательный счет с выпиской (*statement savings account*) 53
Сбережение (*saving*) 78
Свобода действий в денежно-кредитной политике (*monetary policy discretion*) 714
Свободная чеканка серебряных монет (*free silver*) 382
Свободные резервы (*free reserves, FR*) 430
Своп (*swap*) 758
Сдвиг базы (*base drift*) 704
Секьюритизация (*securitization*) 108
Секьюритизация активов (*asset securirization*) 221
«Сердцевинный» капитал (*core capital*) 258
Сертификаты клиринговой палаты (*clearing-house certificates*) 410
Сертификаты на сумму чистых активов (*net worth certificates*) 326
Сертификаты специальных прав заимствования (сертификаты СДР) (*special drawing rights certificates, SDR certificates*) 406
Синдицированные банковские кредиты (*syndicated loans*) 766
Система автоматических кассовых машин (банкоматов) (*automated teller machine networks, ATM networks*) 412
Система банков, имеющих филиалы (*branch banking*) 245
Система бесфилиальных банков (*unit banking*) 245
Система межбанковских электронных клиринговых расчетов (*Clearing House Interbank Payment System, CHIPS*) 412
Система «место продажи» (*point-of-sale networks, POS networks*) 412
Система организованного бартера (*trading-post economies*) 13
Система плавающих обменных курсов (*floating-exchange-rate system*) 778
Система «почти текущего» учета резервов (*almost contemporaneous reserve accounting, ACRA*) 444
Система текущего учета резервов (*contemporaneous reserve accounting system, CRA*) 443
Система учета резервов на основе прошлых показателей (*lagged reserve accounting system, LRA*) 443
Система фиксированных обменных курсов (*fixed-exchange-rate system*) 778
Система чистого бартера (*pure barter economies*) 11

Система Fedwire 412
Системный риск (*systemic risk*) 416
Системы платежей (*payments system*) 408
Системы страхования депозитов с «центральными активами» (*core banking*) 315
Снижение обменного курса (*currency depreciation*) 745
Собственный капитал (*equity capital*) 133
Совет управляющих Федеральной резервной системы (*Board of Governors of the Federal Reserve System*) 389
Совокупные автономные расходы (*aggregate autonomous expenditures*) 510
Соглашение о покупке и обратной продаже в коммерческом банке (*repurchase agreement at a commercial bank, REPO, or RP*) 53
Составная валюта (*composite unit of account*) 816
Сотрудничество в области международной политики (*international policy cooperation*) 801
Спекулятивный спрос на деньги (*speculative demand for money*) 527
Специальные права заимствования (*special drawing rights, SDR*) 784
Спрос на деньги, не эластичный по проценту (*interest-inelastic demand for money*) 536
Спрос на деньги, эластичный по проценту (*interest-elastic demand for money*) 537
Среднесрочные казначейские облигации (*Treasury notes*) 99
Средняя склонность к потреблению (*average propensity to consume, APC*) 500
Средняя склонность к сбережению (*average propensity to save, APS*) 500
Средство обращения (*medium of exchange*) 7
Средство платежа (*standard of deferred payment*) 8
Средство сохранения стоимости (*store of value*) 7
Срок погашения (*maturity*) 82
Срочные депозиты крупных размеров (*large-denomination time deposits*) 54
Срочные депозиты малых размеров (*small-denomination time deposits*) 53
Ссуда (*advance*) 435
Ссудные обязательства (*loan commitments*) 128
Ссудный капитал (*loanable funds*) 480
Ссудо-сберегательные ассоциации (*savings and loan associations*) 124
Ставка предложения на лондонском межбанковском рынке депозитов (*London Interbank Offer Rate, LIBOR*) 765
Ставка процента (*interest rate*) 83
Стагфляция (*stagflation*) 457, 582
Стерилизация (*sterilization*) 781
Стратегии (*strategies*) 721
Структурная взаимозависимость (*structural interdependence*) 800
Субординированный долг (*subordinated debt*) 133
Суммарные резервы (*total reserves*) 351
Суммарный капитал (*total capital*) 258
Схема кругооборота доходов-расходов (*circular flow diagram*) 496
Счет операций с капиталом (*capital account*) 775
Счет текущих операций (*current account*) 775
Счет ATS (*automatic-transfer-system account*) 51
Счета NOW (*negotiable orders of withdrawal accounts*) 51

Т

Тактические цели (*operating procedures*) 675
Таргетирование заемных резервов (*borrowed reserves targeting*) 703
Таргетирование незаимствованных резервов (*nonborrowed reserves targeting*) 698
Таргетирование процентной ставки по федеральным фондам (*federal funds rate targeting*) 694
Тарифы (*tariffs*) 745
Текущая доходность (*current yield*) 154
Текущий платежный баланс (*current account balance*) 775
Теоретики реального цикла деловой активности (*real business cycle theorists*) 623
Теория инсайдеров—аутсайдеров (*insider-outsider theory*) 631
Теория коммерческих ссуд (*commercial loan theory*) 214
Теория общественного выбора (*public-choice theory*) 268
Теория общественных интересов (*public-interest theory*) 267
Теория ожидаемого дохода (*anticipated income theory*) 216
Теория передаваемости (*shiftability theory*) 214
Теория реального цикла деловой активности (*real business cycle theory*) 634
Теория стагфляции, обусловленная ростом издержек (*cost-push theory of stagflation*) 583
Теория стагфляции, обусловленная спросом (*demand-pull theory of stagflation*) 584
Теория управляемых цен (*administered pricing hypothesis*) 627
Теория эффективной заработной платы (*efficiency wage theory*) 630
Теория эффективной структуры (*efficient structure theory*) 281
Теория «срастания» (*capture theory*) 268
Техническая неэффективность (*technically inefficient*) 276
Техническая эффективность (*technical efficiency*) 240, 276
Товарные деньги (*commodity monies*) 14
Товарный стандарт (*commodity standard*) 15
Тождество валового национального продукта (*national product identity*) 498
Тождество национального дохода (*national income identity*) 498
Торгово-промышленные ссуды (*commercial and industrial loans, C&I loans*) 130
Трансакционные депозиты (счета) (*transactions accounts*) 51
Трансакционные издержки (*transaction costs*) 23
Трансакционный мотив (*transactions motive*) 475
Трансакционный подход (*transactions approach*) 45
Трансляционный валютный риск (*accounting risk*) 759
Требования к размеру капитала (*capital requirements*) 256
Требуемая норма резервного покрытия (*required reserve ratio*) 350
Т-счета (*T-accounts*) 350

У

Универсальная банковская деятельность (*universal banking*) 288
Управление контролера денежного обращения (*Office of the Comptroller of the Currency*) 245
Управление надзора за сберегательными учреждениями (*Office of Thrift Supervision, OTS*) 259
Управление спросом (*demand management*) 457
Управляемые пассивы (*controllable, or managed, liabilities*) 132
Уравнение баланса (*balance sheet constraint*) 178
Уравнение обмена (*equation of exchange*) 474
Уровень производства при полном использовании производственных мощностей (*full-capacity output*) 720
Утечка наличности (*currency leakage*) 362
Участие в кредите (*loan participations*) 130
Учетная ставка (*discount rate*) 435

Ф

Фактические реальные инвестиции (*real realized investment*) 498
Фактический график *LM* (*effective LM schedule*) 653
Факторные затраты (*real resource expenses*) 179
Фальсификация (порча) монет (*debasement*) 36
Федеральная корпорация страхования депозитов (*Federal Deposit Insurance Corporation, FDIC*) 239
Федеральная корпорация страхования ссудо-сберегательных ассоциаций (*Federal Saving and Loan Insurance Corporation, FSLIC*) 243
Федеральная резервная система (*Federal Reserve System Fed*) 44
Федеральная сеть безопасности финансовой системы (*federal financial safety net*) 421
Федеральные фонды (*federal funds*) 130
Федеральный резервный совет (*Federal Reserve Board*) 386
Федеральный совет банков жилищного кредита (*Federal Home Loan Bank Board*) 259
Фиксированный обменный курс (*fixed exchange rate*) 754
Филиальный риск (*affiliated-institution risk*) 306
Финансовое посредничество (*financial intermediation*) 94
Финансовые инструменты (*financial instruments*) 94
Финансовые учреждения (*financial institutions*) 100
Фискальный агент (*fiscal agent*) 402
Фонд банковского страхования (*Bank Insurance Fund, BIF*) 259
Фонд страхования сберегательных учреждений (*Saving Association Insurance Fund, SAIF*) 259
Фондовые инструменты (*equity instruments*) 98
Форвардная премия (*forward premium*) 758
Форвардная скидка (*forward discount*) 758
Форвардные валютные рынки (*forward exchange markets*) 757
Форвардный контракт (*forward contract*) 109
Форвардный курс (*forward exchange rate*) 757
Фьючерсная цена (*futures price*) 111
Фьючерсные контракты (*futures contracts*) 100

Ц

Цена предельного продукта труда (*value of the marginal product of labor*) 464
Цена спот (*spot price*) 111
Ценные бумаги (*securities*) 97
Ценные бумаги, обеспеченные активами (*asset-backed securities*) 100
Ценные бумаги, обеспеченные закладными (*mortgage-backed securities*) 100

Ч

Частичные банковские резервы (*fractional reserve banking*) 118
Чековые депозиты (текущие счета) (*checkable accounts*) 6
Чернинг (*churning*) 436
Чистое автономное потребление (*net autonomous consumption*) 513
Чистые потери от банковского монополизма (*dead-weght loss to bank monopoly*) 272
Чистые потери по ссудам (*net loan losses*) 225
Чистые совокупные автономные расходы (*net aggregate autonomous expenditures*) 513

Ш

Штрафные ставки (*penalty rates*) 420

Э

Эквивалент купонного дохода (*coupon yield equivalent*) 160
Экономическая прибыль (*economic profits*) 178
Экономические издержки (*economic costs*) 179
Экономическое благо (*economic good*) 3
Экспорт (*export*) 748
Эластичность ожидаемых инвестиций по проценту (*interest elasticity of desired investment*) 540
Эластичность спроса на деньги по проценту (*interest elasticity of money demand*) 537
Электронная система перевода крупных сумм (*large-dollar payments systems*) 412
Электронная система перевода пособий (*electronic benefits transfer, EBT*) 412
Электронный перевод (*wire transfer*) 60
Эффект вытеснения (*crowding-out effect*) 485, 549
Эффект ликвидности (*liquidity effect*) 533
Эффект мультипликатора (*multiplier effect*) 511
Эффект объявления (*announcement effect*) 440
Эффект от диверсификации (*economies of scope*) 277
Эффект от масштаба (*economies of scale, or scale economies*) 275
Эффект перераспределения вследствие банковской монополии (*redistribution effect due to bank monopoly*) 272
Эффект реальных денежных остатков (*real balance effect*) 534
Эффективность рынка (*market performance*) 280

Роджер Лерой Миллер, Дэвид Д. Ван-Хуз

Современные деньги и банковское дело

Редактор *С.М. Рыловский*
Корректор *Е.А. Морозова*
Дизайн и компьютерная верстка
О.В. Савостиной, О.Н. Емельяновой
Художественное оформление «Ин-Арт»

ЛР № 070824 от 21.01.93 г.

Подписано в печать 10.03.98. Формат 70×100/16
Усл. печ. л. 70,95
Тираж 5 000 экз. Заказ № 2046

Издательский Дом «ИНФРА-М»
127214, Москва, Дмитровское ш., 107
Тел.: 485-74-00; 485-70-63; факс: 485-53-18
E-mail: books@infra-m.ru
WWW.INFRA-M.RU

Отпечатано в полном соответствии
с качеством предоставленных диапозитивов
в ОАО «Можайский полиграфический комбинат».
143200, г. Можайск, ул. Мира, 93.

ISBN 5-86225-819-1

9 785862 258196