

# **Money, Banking, and Monetary Policy**

**Colin D. Campbell**  
Dartmouth College

**Rosemary G. Campbell**

**Edwin G. Dolan**  
George Mason University

**Copyright © 1988 by The Dryden Press,  
a division of Holt, Rinehart and Winston, Inc.**

# **Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика**

**Эдвин Дж. Долан**

Русско-американский университет  
(Москва)

и Гэттисберг колледж (Пенсильвания)

**Колин Д. Кэмпбелл**

Дартмут колледж (Нью-Гемпшир)

**Розмари Дж. Кэмпбелл**

**Копирайт © 1988 г. издательства Драйден Пресс,  
отд. Холт, Райнхарт энд Уинстон Инк.  
Издательское право на перевод © 1991 г.**

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

Общая научная редакция  
кандидата экономических наук В. В. Лукашевича

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

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

**Долан Э. Дж. и др.**  
Д 64 Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика/Пер. с англ. В. Лукашевича и др.; Под общ. ред. В. Лукашевича.— М., 1996—448.

ISBN 5-7261-0061-1

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

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

ББК 65.9(7)США

ISBN 5-7261-0061-1

© Издательство АНК, 1996 г.  
© Издательство «Жусуп Баласагын», 1996 г.  
© Издательство «Туран», 1996 г.  
© КФМЦ «ТКИСО», 1996 г.

Подписано в печать 23.10.96 г.  
Формат 84×108 1/16. Объем 28 печ. л.  
Тираж 10000 экз. Заказ . 7462.

Издательство «Туран»  
720000, г. Бишкек, ул. Суворова, 20

Набрано и отпечатано на АП «Ташполиграфкомбинат»,  
700129, г. Ташкент, ул. Навои, 30.

## Предисловие к русскому изданию

При переходе к рыночной экономике не так уж много факторов могут сравниться в своей значимости с эффективной системой управления финансовыми и денежно-кредитными отношениями и ее сердцем — стабильной и активно функционирующей структурой коммерческих банков. Банковская система в экономике, связанной рыночными отношениями, исполняет триединую роль. Во-первых, развитая структура коммерческих банков управляет системой платежей. В развитых рыночных отношениях огромное большинство коммерческих сделок производится путем перераспределения средств между различными банковскими вкладами посредством чеков, либо электронных переводов. Во-вторых, наряду с другими финансовыми посредниками, банки направляют сбережения населения к фирмам и деловым предприятиям. Эффективность осуществления процесса инвестирования средств в значительной степени зависит от способности банковской системы направлять денежные фонды именно тем заемщикам, которые найдут способы их оптимального использования. И, в-третьих, коммерческие банки, действуя в соответствии с денежно-кредитной политикой центральных государственных эмиссионных банков, регулируют количество денег, находящихся в обращении в той или иной экономической системе. Стабильный и умеренный рост денежной массы — это залог обеспечения постоянства уровня цен, при достижении которого рыночные отношения воздействуют на экономическую систему самым эффективным и выгодным образом.

В настоящей книге рассматриваются все три вышеуказанных аспекта функционирования банковской системы. В части I дан краткий обзор финансовой системы. Часть II детально анализирует процессы создания и жизнедеятельности коммерческой банковской системы. Часть III описывает деятельность Федеральной Резервной Системы — органа, который в финансово-экономической системе США исполняет функции центрального государственного банка. Часть IV содержит краткое изложение современного состояния теории денег, акцентируя внимание на ту роль, которую играют деньги и банковская система в регулировании инфляционных процессов. Часть V посвящена рассмотрению деятельности международных финансовых рынков и осуществления транснациональных финансовых операций.

Изложенное в настоящей работе введение в банковскую систему Соединенных Штатов Америки ни в коем случае не следует рассматривать как жесткую застывшую схему, обязательную к использованию в процессе развития и организации новых финансовых институтов в Советском Союзе. Не вызывает сомнения, что ряд фундаментальных принципов их организации справедлив как для американской экономической системы, так и для других стран, экономические системы которых характеризуются наличием развитых рыночных отношений. Вполне вероятно ожидать, что они войдут и в новую зарождающуюся систему финансовых институтов в Советском Союзе. Однако, каждая из банковских и финансовых систем содержит в себе уникальные черты, которые определяются адаптацией неких общих финансовых институтов в СССР также будет опираться на существующие в этой стране традиции.

Существует еще одна серьезная причина, препятствующая механическому копированию опыта США. Как становится очевидно по мере изучения настоящей книги, американская денежно-кредитная и финансовая системы сложилась в результате длительного эволюционного процесса, в развитии которого были допущены серьезные просчеты и ошибки. Одной из наиболее важных причин выхода в свет этой книги в русском переводе и обращенной к широкой советской аудитории — это надежда на то, что она поможет использовать чужой опыт горьких ошибок и избежать их повторения. Предлагаемая читателю книга представляет собой специально переработанное для русского читателя издание К. и Р. Кэмпбеллов и Э. Долана «Деньги, банковское дело и денежно-кредитная политика», впервые увидевшее свет в 1988 году в издательстве «Драйден пресс». Кроме того, в процессе работы над русскоязычным вариантом в оригинальный текст были внесены некоторые дополнения, касающиеся развития американской экономической системы за два последних года. Отмечу, что американское издание этой книги так же неоднократно корректировалось, имея в своей основе ранние работы Колина и Розмари Кэмпбеллов. Считаю своим долгом от-

метить, что многие разделы этой книги по-прежнему содержат их оригинальные разработки, хотя они и не принимали участия в подготовке русского издания этой книги. С благодарностью признавая их вклад, хочу отметить, что они не несут никакой ответственности за какие-либо ошибки и неточности, которые, возможно, вкрались в книгу в процессе ее переработки, перевода и подготовки к печати.

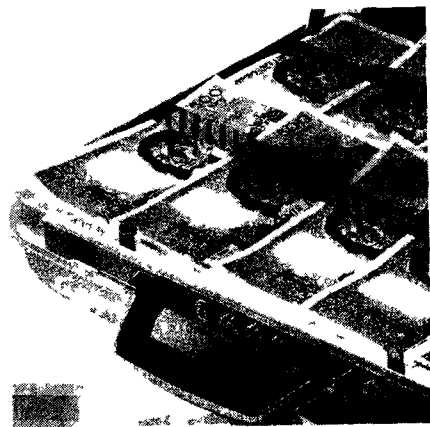
Особую признательность я хочу выразить Виктору Лукашевичу (Ленинградский государственный университет) и его «команде» — Елене и Михаилу Ярцевым и Александру Маноцкову. Им пришлось продемонстрировать всю свою изобретательность и изощренность в процессе перевода этой книги, сделав ее максимально доступной для совершенно новой аудитории.

Нельзя не отметить многих других — американцев и русских — чье участие сделало возможным выход этой книги в свет. Среди них — мой давний друг, Дэйвид Е. Линдсей, заместитель руководителя денежно-кредитного отдела Федеральной Резервной Системы, который оказал существенную помощь своими практическими советами при подготовке американского издания 1988 года; Стефен Халпер и Гарольд Е. Мак-Карти, младший — сотрудники Национального банка Северной Вирджинии предоставили в мое распоряжение ценный материал по менеджменту в банковских сферах; Уильям Скуф, издатель «Драйден Пресс», способствовал разрешению многих вопросов, связанных с получением авторских прав на русский перевод этой книги; Дмитрий Любомудров (СП «Профико») не только обеспечил финансирование этого издания, но также проявил недюжинную энергию и решительность, без которых эта книга вряд ли увидела бы свет в столь сжатые сроки.

**Эдвин Дж. Долан**  
**Москва**  
**Апрель 1991 года**



# Часть I



**ПРИРОДА  
ДЕНЕГ**

**Часть I**

**ПРИРОДА ДЕНЕГ**

---

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

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

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

Нет ничего на наш взгляд более важного для понимания механизмов функционирования рыночной экономики, чем ясное понимание роли денег. Недаром деньги нередко называют «языком рынка». Действительно, реальная деловая информация состоит главным образом из высказываний, описывающих разного рода денежные платежи, которые либо кем-то произведены, либо кем-то получены; изрядную роль в этого рода информации играют и цены, отражающие относительную стоимость различного рода товаров и услуг, выраженную в денежных единицах, а

**Деньги** — средство оплаты товаров и услуг, средство измерения стоимости, и средство сохранения (накопления) стоимости.

**Микроэкономика** — отрасль экономической науки, изучающая деятельность малых экономических единиц, таких как семейные хозяйства, деловые фирмы и правительственные учреждения.

**Макроэкономика** — отрасль экономической науки, изучающая такие крупномасштабные экономические явления, как инфляция, безработица и экономический рост.

также будущие финансовые обязательства, также выражающиеся в денежной форме. Все эти функции денег отражены в их стандартном определении: **деньги** — это средство оплаты товаров и услуг, средство измерения стоимости, а также средство сохранения стоимости.

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

**Микроэкономика** — (термин происходит от греческого «микро», что означает «маленький») — отрасль экономической науки, изучающая деятельность малых экономических единиц, таких как семейные хозяйства (или так называемые «хаусхолды»<sup>1</sup>), деловые фирмы и предприятия, а также правительственные учреждения. Все эти хозяйственные единицы используют наличные деньги и банковские вклады в своих ежедневных деловых операциях. Первые десять глав этой книги, в которых рассказывается о финансовых рынках и банковской системе, в основном освещают микроэкономические функции денег.

**Макроэкономика**, с другой стороны, представляет собой отрасль экономической теории, изучающую крупномасштабные экономические явления, в особенности такие, как инфляция, безработица и экономический рост. Как вы поймете из последующего изложения, здоровая денежная система является существо-

венно предпосылкой создания условий стабильности цен, при которой становятся возможными полная занятость и устойчивый рост экономической системы. В современных рыночных экономических системах ответственность за проведение денежно-кредитной политики возлагается на центральные эмиссионные банки (в США — Федеральную Резервную Систему). В главах 11—20 этой книги подробно рассматривается макроэкономическая роль денег, то есть денежно-кредитная политика центрального эмиссионного банка.

Помимо своей роли в национальной экономике, деньги выполняют важные функции в международных деловых операциях. Две последующие главы книги посвящены рассмотрению международной денежно-кредитной системы. Задача вступительной главы состоит в том, чтобы рассмотреть в целом все функции денег — микроэкономические и макроэкономические, внутренние и международные. Здесь вводятся ключевые понятия и термины которые в дальнейшем будут неоднократно использованы.

## Деньги в кругообороте.

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

Эта модель описывает поток товаров и услуг, которыми обмениваются домашние хозяйства и фирмы, сбалансированный контрпоток денежных платежей, совершаемых при этом обмене. Мы начинаем с наиболее простой из возможных версий кругооборота, рассматривая его на примере экономической системы, в которой вообще отсутствуют финансовые рынки, правительство<sup>2</sup>, а также отсутствуют такие понятия, как импорт и экспорт.

**Поток** — экономический процесс, происходящий непрерывно во времени и изменяемый в единицах за некоторый период времени.

**Кругооборот доходов и продуктов** — поток товаров и услуг, которыми обмениваются фирмы и домашние хозяйства, уравновешенный соответствующим потоком денежных платежей, совершаемых в качестве компенсации за эти товары и услуги.

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

<sup>2</sup> Государственный сектор экономики — прим. пер.

### Основной кругооборот (Basic Circular Flow)

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

#### Основной кругооборот продуктов и доходов.

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

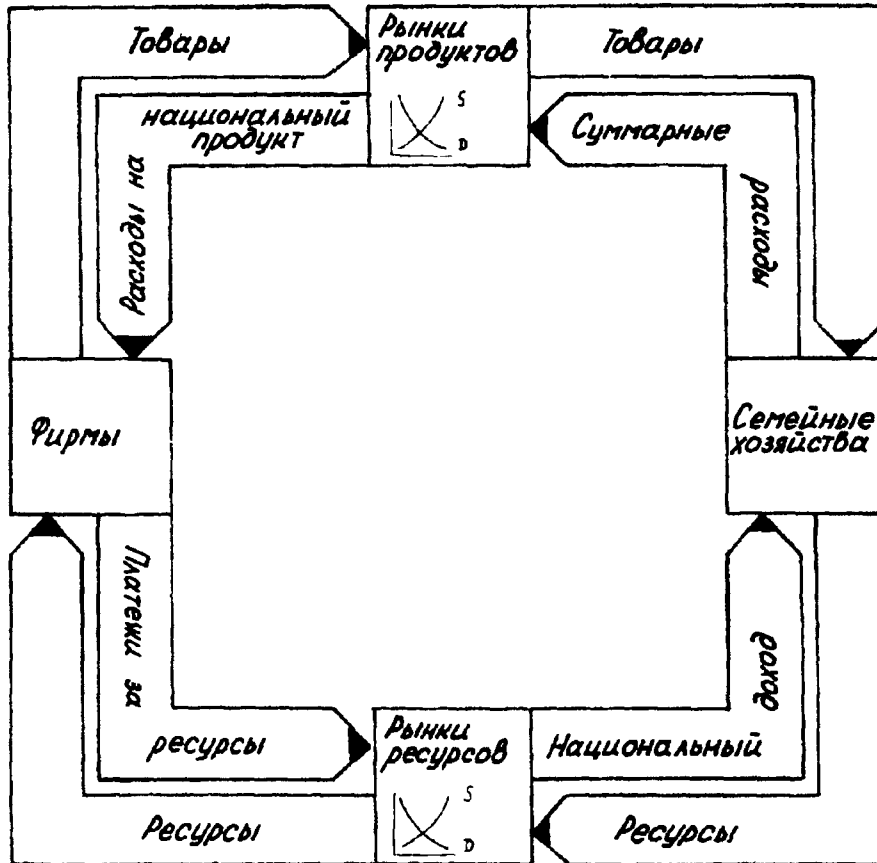


Рис. 1.1

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

## Национальный продукт и национальный доход

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

**Национальный продукт** — совокупная стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных в экономической системе.

**Готовые товары и услуги** — это все товары и услуги, которые либо готовы для продажи, либо уже проданы группам лиц, которые затем будут использовать их для потребления, частных инвестиций, государственных закупок или экспорта.

**Промежуточные товары** — товары, которые покупаются с целью последующего их использования в виде ресурсов производства других товаров.

**Национальный доход** — суммарный доход, полученный семейными хозяйствами, включая всю сумму заработной платы, ренты, процентных выплат и прибыли.

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

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

Другой важнейший поток на рисунке 1.1 — это **национальный доход**, представляющий собой суммарный доход, полученный семейными хозяйствами, включая всю заработную плату, ренту,

процентные выплаты и прибыль. В модели кругооборота национальный доход и национальный продукт равны. Для того, чтобы понять, почему это именно так, достаточно проследить кругооборот средств, перемещающихся «через» рынки продуктов к фирмам, а затем, «через» рынки ресурсов к семейным хозяйствам. Когда фирмы получают платежи за товары и услуги, составляющие национальный продукт, они используют часть этих платежей, выдавая своим рабочим заработную плату и выплачивая ренту и процент владельцам ресурсов, использованных в производстве. Эти выплаты, представляющие собой затраты на производство национального продукта, вмещают в себя весь объем национального дохода. То же, что остается у фирм после осуществления всех затрат, является прибылью, которая также считается частью национального дохода, потому что она заработана семейными хозяйствами, одновременно являющимися и собственниками фирм. Таким образом, как заработная плата, так и другие виды выплат за ресурсы, а также прибыль учитываются как суммы, полученные от продажи национального продукта, эти суммы целиком переходят к семейным хозяйствам.

**Номинальная оценка** — экономический количественный показатель, рассчитанный без учета инфляционных влияний.

**Реальная оценка** — экономический количественный показатель, рассчитанный с учетом инфляционных влияний.

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

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

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

## Деньги в кругообороте доходов и продуктов

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

Из всех рассмотренных нами экономических статических величин важнейшей являются деньги. Если представить себе, что потоки, направленные на рис. 1.1 против часовой стрелки — это своего рода трубы, то деньги вполне

можно считать «жидкостью», текущей по этим «трубам» в направлении против часовой стрелки. В этом случае национальный продукт становится оценкой скорости течения жидкости. Количество денег (*stock of money*) совпадает с количеством галлонов жидкости, содержащейся в «трубах». Если подгонять жидкость насосом, то можно увеличить поток (национальный доход), заставляя насос работать быстрее, даже если количество галлонов жидкости в системе (статическое количество денег) останется неизменным. В этом случае, каждый галлон статического количества воды, содержащейся в трубах, естественно, будет совершать большее количество оборотов в день.

Зависимость между статическим количеством денег и потоком национального продукта аналогична зависимости между количеством воды в замкнутой системе труб и потоком воды, текущей через эти трубы. В денежной форме эта зависимость может быть выражена следующим уравнением, известным как **уравнение обмена**:

$$MV = Py,$$

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

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

**Уравнение обмена** — уравнение, согласно которому произведение величины денежной массы на скорость обращения денег равно произведению уровня цен на реальный национальный продукт.

**Скорость обращения** — среднее количество раз в год, которое каждый доллар из общей массы денег, находящихся в обращении, используется на покупку готовых товаров; равна отношению номинального национального продукта к массе денег в обращении.

**Уровень цен** — среднее взвешенное значение цен готовых товаров и услуг, выраженное относительно базового годового показателя, равного 1,0.

## Сбережения, инвестиции и финансовые рынки

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

### Сбережения и инвестиции

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

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

Заметим, что не все семейные хозяйства относятся к категории сберегающих. Например, ряд молодых семейных хозяйств тратят существенно больше, чем зарабатывают, чтобы приобрести некие дорогие товары и услуги, такие, например, как жилье и образование. Эти покупки осуществляются за счет займов. Многие пожилые люди, находясь на пенсии, тратят больше, чем получают для того, чтобы обеспечить себе более высокий уровень

**Сбережения** — та часть доходов семейных хозяйств, которая не идет на приобретение товаров и услуг, или на уплату налогов.

**Инвестиции в основной капитал** (*fixed investment*) — приобретение вновь произведенных капитальных благ, к числу которых относятся, например, производственное оборудование, компьютеры и новые производственные здания.

**Инвестиции в товарно-материальные запасы** — накопление запасов последующего производственного потребления, а также запасов нереализованных готовых товаров.

**Финансовые рынки** — совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от собственников к заемщикам.

жизни. Эти расходы обеспечиваются за счет изъятия средств, накопленных в результате сделанных в прошлом сбережений. Однако отрицательная величина сбережений семейных хозяйств этого типа перекрывается положительной величиной сбережения семейных хозяйств, состоящих из лиц с высокими доходами и стабильной карьерой.

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

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

### Сбережения, инвестиции и финансовые рынки в модели кругооборота

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

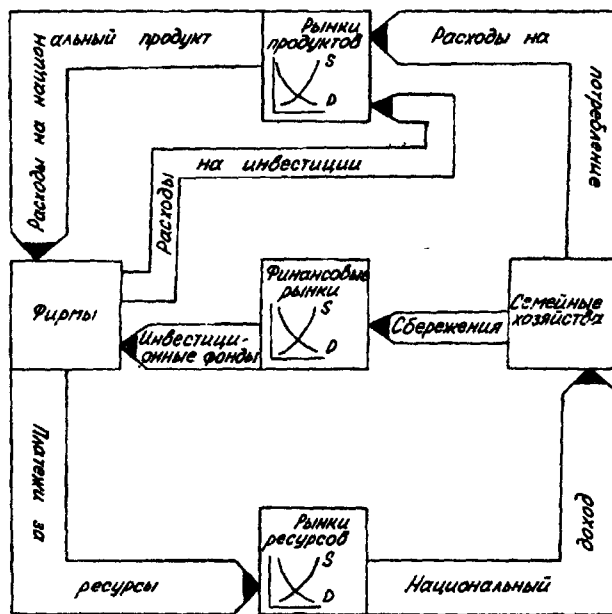


Рис 1.2

### Финансовые рынки (рынки денег)

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

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

Можно выделить две подгруппы способов прямого финансирования. **Капитальным финансированием** называется любое соглашение, по которому фирма получает денежные средства для осуществления инвестиций в обмен на предоставление права долевого участия в собственности на эту фирму. Наиболее известный пример, — продажа



корпорациями **обыкновенных** («простых») акций. Обыкновенная акция — это сертификат долевого участия в собственности корпорации, дающий его владельцу право на долю прибыли, получаемой этой корпорацией.

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

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

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

## РОЛЬ ГОСУДАРСТВЕННОГО СЕКТОРА В КРУГООБОРОТЕ ПРОДУКТОВ И ДОХОДОВ

Следующим шагом в нашем анализе кругооборота продуктов и доходов, будет включение в круг рассматриваемых объектов **государственного** (букв. «правительственного» — прим. пер.) сектора. Для удобства анализа мы рассматриваем все уровни правительственных организаций США (федеральный, уровень правительств отдельных штатов и муниципальный), так, как если бы все они функционировали как единое целое. Рассматриваемый таким образом «объединенный» государственный сектор связан с остальной экономической системой следующими тремя способами: через налоги, через государственные закупки и, наконец, через займы. Эти связи и отражены на рисунке 1.3.

### Связи государственного сектора с кругооборотом доходов и продуктов

Прежде всего рассмотрим налоги. При построении модели кругооборота нас прежде всего интересует чистое количество денежных средств, взятых у сектора, представленного семейными хозяйствами. Налоговые поступления в государственный бюджет превосходят величину потока денежных средств, исходящих из сектора «семейные хозяйства», поскольку этот поток частично возмещается выплатами денежных средств правительства из госбюджета семейным хозяйствам; эти выплаты принимают форму **трансфертных платежей**, к числу которых относятся государственные пенсии, выплаты лицам с низкими доходами и пособия по безработице, которые не являются платой за какие-либо текущие трудовые услуги, покупаемые государством в лице правительства. Для того, чтобы получить достоверную оценку чистого влияния существующей налоговой системы на величину потока денежных средств, поступающих от семейных хозяйств к правительству, предоставляющему государственный сектор, мы считаем трансфертные платежи из налоговых поступлений. В результате мы получаем величину **чистых налогов (net taxes)**, показанных стрелкой на рисунке 1.3.

**Прямое финансирование** — совокупность финансовых рыночных каналов, средства по которым перемещаются непосредственно от собственников сбережений к заемщикам.

**Капитальное финансирование** — любое соглашение, по которому фирма получает инвестиционные средства в обмен на предоставление права долевого участия в собственности на эту фирму.

**Обыкновенная акция** — сертификат долевого участия в собственности корпорации, дающий его владельцу право голоса при принятии управленческих решений, а также право на долю прибыли корпорации.

**Финансирование путем получения займов (debt finance)** — любое соглашение, согласно которому фирма получает денежные средства для инвестиций в обмен на обязательство выплатить эти средства в будущем с процентом, но без предоставления кредитору прав на какую бы то ни было долю собственности фирмы.

**Облигация** — сертификат, представляющий собой обязательство выплатить денежный долг в течение определенного периода времени (обычно за несколько лет) с оговоренным процентом, а также в соответствии с заранее определенным графиком.

**Ценные бумаги** — общий термин для обозначения обыкновенных акций, облигаций и некоторых других финансовых инструментов, продаваемых и покупаемых на финансовых рынках.

**Косвенное финансирование** — совокупность финансовых рыночных каналов, по которым денежные средства перемещаются в направлении от семейных хозяйств к фирмам через финансовых посредников.

**Финансовые посредники** — совокупность финансовых фирм, таких, например, как банки, взаимные и пенсионные фонды, а также страховые компании, чьи функции заключаются в аккумулировании денежных средств семейных хозяйств и последующем предоставлении этих средств в распоряжении фирм (на коммерческой основе — прим. пер.)

### Модель кругооборота с учетом роли государственного сектора

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

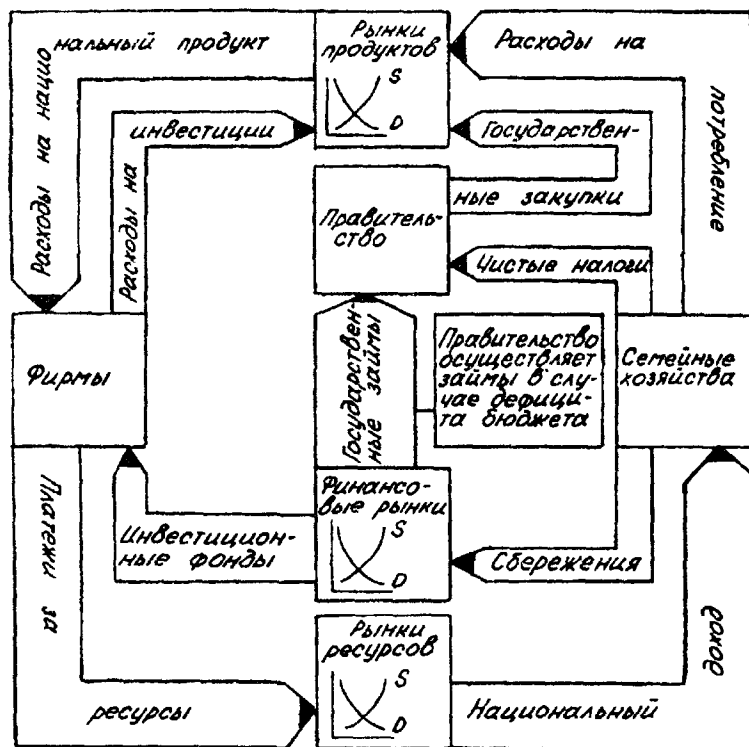


Рис. 1.3

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

Суммарные государственные расходы<sup>1</sup> делятся на две категории. Мы уже использовали одну из этих категорий, а именно трансфертные платежи, при расчете чистых налогов. Другая категория государственных расходов представлена **государственными закупками товаров и услуг**, или просто **государственными закупками**. В нее входят платежи государства в лице правительства за все приобретенные им товары и услуги, а также заработная плата всех государственных служащих. Таким образом, термин **государственные расходы** может быть формально определен, как сумма государственных закупок и трансфертных платежей.

Обратите внимание, что все государственные закупки показаны на рис. 1.3. стрелкой, направленной от правительства к рынкам продуктов, откуда эти денежные средства перетекают к фирмам, а затем, уже через рынки ре-

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

сурсов, — к семейным хозяйствам. Здесь как и при рассмотрении движения налоговых поступлений, нами в модели сделано известное упрощение. В реальной действительности та часть государственных закупок, которая представлена жалованием (окладами) государственных служащих, минует в своем движении рынки продуктов, а также минует сектор, реально представленный фирмами, непосредственно двигаясь «из» государственного сектора по направлению к рынкам трудовых ресурсов, и, далее, попадая в сектор «семейные хозяйства».

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

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

**Трансфертные платежи** — все выплаты, осуществляемые государством (в лице правительства) семейным хозяйствам (пенсии, выплаты лицам с низкими доходами, пособия по безработице и т.п.), которые не представляют собой какого-либо рода компенсацию за оказываемые государству текущие трудовые услуги.

**Чистые налоги (net taxes)** — разность между доходом правительства, полученным от взимания налогов и правительственными трансфертными платежами.

### Влияние государства в лице правительства на кругооборот: предварительные выводы

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

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

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

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

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

В последующих главах результаты налогово-бюджетной (фискальной) политики будут рассмотрены более подробно; однако, еще большее внимание мы уделим рассмотрению второго средства государственного воздействия на кругооборот. Этот источник — денежно-кредитная политика<sup>1</sup>. В это понятие включаются все действия прави-

**Фискальная (налогово-бюджетная) политика** — политика правительства в области налогообложения и государственных расходов.

**Денежно-кредитная политика** (нередко ее называют монетарной или денежной — прим. пер.) — правительственная политика, воздействующая на количество денег, находящихся в обращении.

<sup>1</sup> Нередко ее называют монетарной или денежной — прим. пер.

тельства, влияющие на количество денег, находящихся в обращении. Механизмы, позволяющие правительству влиять на денежную массу, станут вам более понятны после того, как мы объясним природу банковской системы и воздействие на нее Федеральной Резервной Системы.

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

В главах 11—20 мы детально рассмотрим сущность воздействия изменений количества денег, находящихся в обращении на эти три переменные. Как будет нам показано, рост денежной массы на краткосрочных временных интервалах, как правило, приводит к росту реального национального продукта и росту уровня цен, а также к снижению скорости обращения денег. На долгосрочных временных интервалах рост количества денег, находящихся в обращении, приводит обычно к росту уровня цен, не оказывая сколько-нибудь продолжительного воздействия на реальный национальный продукт или скорость обращения денег. Краткосрочный и долгосрочный эффекты сокращения денежной массы противоположны соответствующим эффектам ее роста (расширения).

## Модель кругооборота с учетом воздействия иностранного сектора экономики

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

**Замкнутая экономическая система** — экономическая система, не имеющая связей с зарубежными странами.

**Открытая экономическая система** — экономическая система, связанная с зарубежными странами механизмами экспорта, импорта и финансовых операций.

### Импорт и экспорт

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

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

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

### Потоки капитала

**Приток капитала** — величина нетто-средств (чистая величина), полученных путем займов у иностранных финансовых посредников, а также путем продажи реальных или финансовых активов иностранным покупателям.

**Отток капитала** — величина нетто (чистая величина) кредитов, выданных иностранным заемщикам, и средств, использованных для покупки реальных или финансовых активов у иностранных продавцов.

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

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

кут в американскую экономику так же, как если бы за эти доллары японская фирма покупала американский компьютер. Примерно то же самое происходит и в том случае, когда американская химическая компания осуществляет заем на сумму в 1 млн. долларов в Лондонском банке. Банк получает простой вексель, а взамен передает фирме указанную денежную сумму. В обоих случаях в результате сделки происходит приток капитала в экономическую систему США.

Потоки долларов, направленные «внутри» экономической системы, возникающие в результате чистых закупок активов иностранными покупателями и чистых займов, сделанных у иностранных финансовых посредников, назы-

### Модель кругооборота с учетом иностранного сектора экономики

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

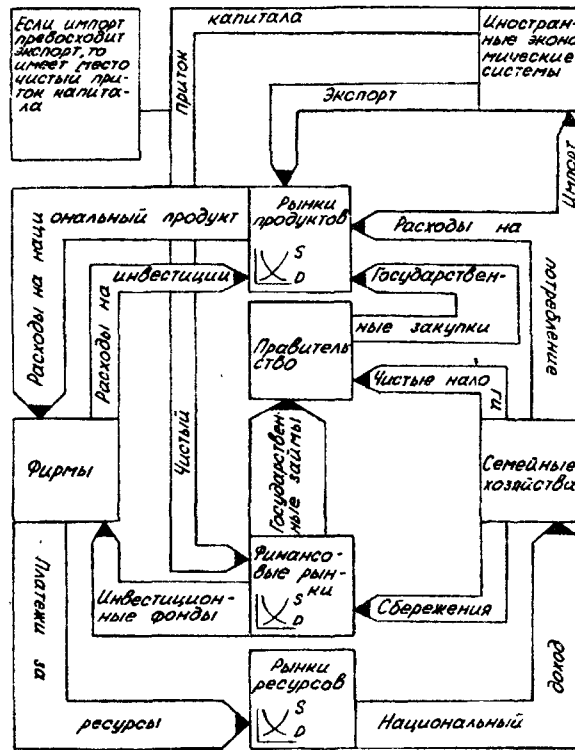


Рис. 1.4

ваются **притоком капитала**. Под чистыми займами в этом контексте понимается разность между величиной новых займов и величиной выплат по старым займам (ссудам). Аналогично, мы говорим о чистой величине объема продаж активов иностранным покупателям, имея в виду тот подчас имеющий место факт, что эти покупатели иногда перепродают ранее приобретенные американские активы американским же покупателям.

У притока капитала есть своего рода «зеркальное отражение». Так, например, если американский пенсионный фонд покупает акции шведской компании по производству бумаги или американский банк выдает ссуду японскому горнодобывающему концерну, то денежные средства, естественно, текут из экономической системы США. Величина нетто-покупок (т.е. чистая величина) иностранных активов и кредитов (ссуд), выданных иностранным заемщикам, финансовыми посредниками США называется **оттоком капитала**.

Существует определенная взаимная связь между потоками платежей по импорту и экспорту и потоками капиталов. Логике этой связи можно показать на достаточно примитивном примере. Предположим, что вы — единственный человек в Соединенных Штатах, занимающийся бизнесом с Францией. Вы желаете покупать французское вино, и в то же время, продавать французам антибиотики, произведенные в США. Вы поместили во Франции заказы на вино на общую сумму 1000 долларов, но, к несчастью, вам удалось найти покупателей ваших антибиотиков на сумму всего в 600 долларов. Означает ли провал вашей попытки экспортировать ровно столько же, сколько вы вознамерились импортировать, что вам придется отменить часть винных заказов? Нет, не означает. Оказывается, существуют и другие способы расчета с вашими французскими партнерами. Вот два из них. Во-первых, вы можете взять необходимые вам 400 долларов займа во французском банке; во-вторых, вы можете продать французским покупателям акции на сумму 400 долларов вашей компании по производству антибиотиков. Иначе говоря, вы мо-

жете оплатить импорт либо экспортом, либо притоком капитала, причем практически в любых сочетаниях. Все могло быть и наоборот: французам нужны были бы антибиотики на общую сумму, превышающую вашу потребность в импортном вине. В этом случае уже французской стороне пришлось бы брать ссуду у американского финансового посредника или продавать какие-нибудь активы американскому покупателю. Тогда имел бы место отток капитала из экономической системы США.

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

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

### «Утечки» и «инъекции»

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

ся некоторые совершенно новые потоки.

**«Утечки» (leakages)** — те части национального дохода, которые не используются семейными хозяйствами для покупки потребительских товаров, произведенных внутри страны; в их состав включаются сбережения, чистые налоги и расходы на покрытие импорта.

**«Инъекции» (injections)** — расходы на финансирование национального продукта, осуществляемые не потребителями; в состав инъекций входят инвестиции, государственные закупки и денежное покрытие экспорта.

Во-первых, существует три способа использования денежных средств, которые непосредственно не приводят к приобретению товаров и услуг, произведенных для внутреннего рынка. Таковыми являются чистые налоги, поступающие в распоряжение правительства, сбережения, попадающие на финансовые рынки, и компенсационные платежи по импорту, которые просто уходят за границу в «иностранный сектор». Эти три способа расходования денежных средств носят название «утечек» и величины расходов на потребление всегда равна национальному доходу<sup>1</sup>.

Во-вторых, существует три таких вида расходов на товары и услуги, произведенные внутри страны, которые непосредственно не являются расходами внутренних потребителей. К их числу относятся инвестиции, государственные закупки и платежи по

экспорту. Такие потоки называются «инъекциями», производимыми в кругооборот.

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

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

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

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

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

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

Национальный доход =  $C + T + S$ . Исходя из равенства национального дохода и национального продукта, основного свойства кругооборота, можно сделать вывод, что:

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

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

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

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

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

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

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

### Заглядывая вперед

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

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

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Модель кругооборота (замкнутого потока) доходов и продуктов отражает основные макроэкономические зависимости, существующие между отдельными секторами рыночной экономической системы. В главной части потока потребители покупают готовые товары и услуги, составляющие собственно национальный продукт; эти покупки приводят к появлению потока доходов фирм. Фирмы, в свою очередь, используют доходы от реализации национального продукта для приобретения ресурсов у семейных хозяйств, которые в обмен на эти ресурсы получают заработную плату, ренту, процентные доходы и прибыль, которые в сумме и составляют национальный доход.

2. Деньги можно представить себе как некую жидкость, которая потоками обращается внутри замкнутой системы (в модели кругооборота). Зависимость между деньгами и кругооборотом выражена уравнение обмена:

$$MV = Py,$$

где  $M$  — количество денег, находящихся в обращении,  $V$  — скорость обращения денег (среднего годовое количество раз, когда каждая денежная единица используется для приобретения готовых товаров),  $P$  — уровень цен (рассчитывается по отношению к базовому годовому значению, равному 1), и  $y$  — реальный доход (доход, рассчитанный с учетом влияния инфляции).

3. Задача финансовых рынков состоит в том, чтобы переправлять сбережения из рук тех экономических единиц, которые зарабатывают больше, чем тратят (в основном, семейных хозяйств), в руки единиц, которые тратят больше, чем зарабатывают (в основном, фирм). Финансовые рынки содержат различные каналы, по которым денежные средства перемещаются из рук собственников сбережений в руки заемщиков. По каналам прямого финансирования средства переходят непосредственно к заемщикам в обмен на акции и долговые обязательства. По каналам косвенного финансирования средства проходят через финансовых посредников, таких, как, например, банки, взаимные фонды и страховые компании.

4. Правительство связано с другими элементами кругооборота следующими тремя способами. Во-первых, правительство получает чистые налоги (разницу между налоговыми поступлениями и трансфертными платежами) от семейных хозяйств. Во-вторых, оно осуществляет закупки товаров и услуг на рынках продуктов. Наконец, в-третьих,

если импорт превышает экспорт, то внутренние финансовые рынки получают чистый приток капитала из-за рубежа. Если экспорт превышает импорт, то происходит отток капитала из внутренней экономической системы.

### Термины для повторения

|  |  |
|--|--|
| Деньги   | Обыкновенная акция                                   |
| Микроэкономика                                   | Финансирование путем получения займов (debt finance) |
| Макроэкономика                                   | Облигация  |
| Кругооборот доходов и продуктов                  | Ценные бумаги  |
| Поток  | Косвенное финансирование                             |
| Национальный продукт                             | Финансовые посредники                                |
| Готовые товары и услуги                          | Трансфертные платежи                                 |
| Промежуточные товары                             | Чистые налоги (net taxes)                            |
| Реальная оценка                                  | Государственные закупки товаров и услуг              |
| Статическая величина                             | Государственные расходы                              |
| Уравнение обмена                                 | Налогово-бюджетная (фискальная) политика             |
| Скорость обращения                               | Денежно-кредитная политика                           |
| Уровень цен                                      | Замкнутая экономическая система                      |
| Сбережения                                       | Открытая экономическая система                       |
| Инвестиции в основной капитал (fixed investment) | Приток капитала                                      |
| Инвестиции в товарно-материальные запасы         | Отток капитала                                       |
| Финансовые рынки                                 | «Утечки» (leakages)                                  |
| Прямое финансирование                            | «Иньекции» (injections)                              |
| Капитальное финансирование (equity finance)      |  |

### Вопросы для повторения

1. Какова разница между микроэкономикой и макроэкономикой? Приведите макроэкономические и микроэкономические примеры важности денег и финансовых рынков.
2. Почему в модели кругооборота национальный продукт должен быть равен национальному доходу?
3. Используя уравнение обмена, объясните, почему возможен рост номинального национального продукта без изменения количества денег, находящихся в обращении?
4. Объясните различия между прямым и косвенным финансированием. Приведите примеры.
5. Перечислите три способа взаимодействия государственного сектора экономики с процессами кругооборота. Чем определяется направление потока средств, перемещающегося из государственного сектора и попадающего на финансовые рынки?
6. Какими двумя способами правительство может повлиять на величину национального продукта?
7. Назовите три способа связи иностранного сектора экономики с механизмами кругооборота. Чем определяется направление потока денежных средств, циркулирующих между внешним сектором и внутренними финансовыми рынками?
8. Назовите основные «инъекции» и «утечки» кругооборота. Объясните почему сумма «инъекций» должна быть равна сумме «утечек», несмотря на существующую возможность отсутствия равновесия в отдельных «парах» этих показателей.

### Темы для обсуждения.

1. «Существует всего три возможных источника инфляции (роста среднего уровня цен): рост количества денег, находящихся в обращении, рост скорости обращения, денег и уменьшение реального национального продукта». Рассмотрите обоснованность этого высказывания с точки зрения уравнения обмена и приведите примеры действия каждого источника инфляции.
2. Есть ли у вас свой вклад (депозит) в коммерческом или сберегательном банке? Что происходит с вашими деньгами, когда вы вкладываете их в подобный институт? При объяснении пользуйтесь моделью кругооборота.
3. Какие из приведенных ниже операций приводят к притоку, а какие — к оттоку капитала из экономики США?
  - а) Компания «Форд Мотор» покупает 100000 акций шведской корпорации «Вольво».
  - б) Богатый мексиканский бизнесмен покупает 1000 акров земли в Техасе.
  - в) Нью-Йоркский банк «Чейз Манхэтэн» дает правительству Российской республики ссуду в 50 млн. долларов.
  - г) Американский розничный магазин занимает в Канадском банке 2500 долларов для оплаты доставки бумаги которую магазин покупает у канадской компании.
4. В восьмидесятых годах дефицит государственного бюджета США достиг рекордного уровня; в то же время на рекордную высоту поднялся дефицит международного платежного баланса (то есть, чистый импорт). Является ли, по вашему мнению, простым совпадением тот факт, что оба дефицита выросли одновременно, или между ними существует некая логическая связь? При анализе воспользуйтесь уравнением обмена. Какие допущения относительно сбережений и инвестиций нужно сделать, чтобы приступить к рассмотрению зависимости между дефицитом госбюджета и дефицитом платежного баланса?



---

# **ФУНКЦИИ, СПОСОБЫ ИЗМЕРЕНИЯ И ИСТОРИЯ ДЕНЕГ**

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Объяснить функции денег как средства обращения, как средства измерения стоимости и как средства накопления.**
- 2. Классифицировать различные активы с точки зрения их ликвидности.**
- 3. Рассказать о различных способах измерения денежной массы.**
- 4. Кратко обрисовать историю денег, от старинных монет до электронных переводов денежных средств.**

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

## Деньги как средство обращения

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

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

**Средство обращения** — деньги, используемые для покупки товаров и услуг, а также для уплаты долгов.

**Бартер (бартерная сделка)** — обмен одного товара (или услуги) на другой без помощи денег.

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

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

Даже в весьма примитивных обществах люди редко бывают абсолютно «самодостаточны»; обычно они ведут торговлю не с помощью бартера, а используя некое средство обращения. В Гватемале, в индийских сообществах племен Киче одни фермеры выращивают кукурузу, а другие — капусту, некоторые выращивают лук, а некоторые — все остальные культуры. Затем в специальный «базарный» день, обычно — раз в неделю, фермеры приносят свои продукты на рынок. Каждый фермер продает (за деньги) всю свою продукцию и затем покупает все необходимое на вырученные деньги. До появления в Новом Свете испанцев, в качестве денег там использовались какао-бобы; сегодня индейцы ведут торговлю с помощью бумажных денег, выпускаемых центральным банком Гватемалы.

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

## Приемлемость денег как средства обращения

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

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

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

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

С примерно аналогичными целями, британское правительство недавно выпустило в обращение маленькую монету достоинством в один фунт стерлингов. В этом случае, однако, у населения не было возможности отвергнуть нововведение, поскольку в момент выпуска монет выпуск соответствующих банкнот был вообще прекращен. Судя по прозвучавшим неодобрительным отзывам самых широких слоев населения Соединенного Королевства, однофунтовую монету вполне могла ожидать судьба доллара «Сьюзен Б. Энтони», если бы не куда более решительный, чем в США, подход к делу британского Казначейства.

## Возрождение бартера

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

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

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

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

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

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

В последние годы различные формы ратионирования были введены в некоторых районах Советского Союза. Цель, как и в США во время войны, состояла в том, чтобы ограничить спрос в условиях контролируемых цен и быстрого роста номинальных доходов. Многие потребители считают ратионирование необходимым в условиях существующих искусственных дефицитов, порожденных жестким ценовым контролем. Во-первых, многие надеются, что ратионирование поможет избавиться от длинных очередей за дефицитными товарами. Во-вторых, ратионирование нередко видится, как определенная альтернатива черным рынкам и спецмагазинам, в которые имеют доступ только высокопоставленные чиновники. Например, если действует действительно строгое ратионирование, то вдова с маленькой пенсией может получить такое же количество талонов на сахар, как и чиновник с гораздо большим доходом. Однако, далеко не все схемы ратионирования, опробованные в СССР, работали эффективно.

**Рационирование** — система распределения товаров и услуг, устанавливающая максимальный предел того количества товаров и услуг, которые может купить или получить одна потребляющая единица.

Первая причина этих неудач состоит в том, что чрезвычайно трудно добиться того, чтобы количество талонов в точности соответствовало имеющемуся количеству товара. Например, если в каком-то городе выпущено талонов на 1.000.000 килограммов сахара, а в наличии (в магазинах и на складах) имеется только 500.000 килограммов, то очевидно, что не всем обладателям талонов удастся купить сахар. В этом случае, несмотря на рacionamento, образуются огромные очереди, и одна из главных задач рационирования оказывается невыполненной.

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

### Деньги как мера стоимости

**Мера стоимости (unit of account)** — денежная единица, используемая для измерения и сравнения стоимостей товаров и услуг.

В дополнение к своим функциям средства обращения деньги также выполняют роль меры стоимости<sup>1</sup>. Правительство каждой страны обычно устанавливает свою собственную меру стоимости (масштаб цен — прим. ред.) В США мерой стоимости является доллар, в ФРГ — марка, в Мексике — песо. С помощью меры стоимости стоимость вещей измеряется так же, как с помощью унций и футов, измеряются вес и длина.

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

Вообразим, что наша экономическая система не имеет меры стоимости. В этом случае, вместо того, чтобы однозначно выражать цену каждого товара в долларах, нам придется составлять пропорции обмена каждого товара и услуги на каждый другой товар. Для различных товаров и услуг количество возможных парных комбинаций равно  $n(n-1)/2$ . При таком количестве обменных пропорций определение стоимости товара становится чрезвычайно сложным делом. Например, в экономической системе, производящей 5000 различных товаров и услуг, покупателю придется пользоваться не 5000 цен, выраженных посредством меры стоимости (точнее, масштаба цен — прим. ред.), а 12.497.500 обменными пропорциями для всех возможных сочетаний товаров и услуг.

### Развитие денег как меры стоимости

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

Законом о Чеканке Монет (Mint Act) 1792 года была введена десятичная монетная система; выпускались в обращение следующие виды монет: «золотой орел» (достоинством в 10 долларов), а также монеты достоинством в 5 и 2,5 доллара, серебряный доллар, монеты в полдоллара, четверть доллара, десять центов, пять центов, медный цент и даже полцента. Замена старого британского масштаба цен была одним из важнейших нововведений совершенных «отцами-основателями» Америки. (см. 2.1 «Кто сказал? Кто сделал?»).

Несмотря на очевидно большее удобство пользования новой десятичной системой измерения стоимости, люди сопротивлялись изменениям. Окончательный переход ко всеобщему использованию долларов и центов в качестве меры стоимости завершился только после Гражданской войны. До этого времени цены часто выражались в долларах и девятипенсовиках, долларах и шиллингах, долларах и так называемых «леви» (levi — монета, равная по стоимо-

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

сти 12 1/2 цента), или долларах и мелких монетах, также стоящих 12 1/2 цента (так называемых «битах» — от англ. bit — кусочек — прим пер.).

### Инфляция и мера стоимости

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

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

Аналогичные процессы в последние годы имели место и в других странах. Например, в Израиле, в период гиперинфляции 1970-х годов и в Бразилии в 1980-х годах доллар США стал стандартной мерой стоимости, в то время как национальные валюты продолжали сохранять роль средства обращения.

**Денежная реформа** — переход от одной меры стоимости к другой, сопровождаемый уменьшением общего количества денег.

### Денежные реформы и мера стоимости

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

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

## 2.1. «Кто сказал? Кто сделал!» ТОМАС ДЖЕФФЕРСОН О МЕРЕ СТОИМОСТИ

Будучи политическим философом, Томас Джефферсон стремился к созданию системы правительственной власти, основанной, прежде всего, на рациональных принципах, которая работала бы лучше, чем все аналогичные системы, созданные в прошлом. Однако, его стремление к тому, чтобы все вокруг работало как можно лучше, выливалось не в одно лишь создание трактатов об управлении государством. Например, Джефферсон изобрел оригинальные механические двери для своего дома. Именно он изобрел стену «змеевидного» типа, которая может стоять веками, даже если она и построена в один кирпич толщиной. Свой излюбленный принцип функциональной простоты Томас Джефферсон применил и к денежной системе молодой Америки.

Назвать английскую денежную систему того времени простой — значит сильно погрешить против истины. Основной единицей был фунт. Фунт равнялся двадцати шиллингам; в шиллинге было двенадцать пенсов; каждый пенни был равен четырем фартингам. Джефферсон хотел избавить торговцев и школьников от необходимости воевать с арифметикой фунтов, шиллингов, пенсов и фартингов. В памятной записке, датированной 1791 г., он выдвигает следующие аргументы в защиту десятичной денежной системы:

«Я сомневаюсь в том, что может быть предложена более удобная единица, чем доллар», — пишет Джефферсон: «Самая удобная пропорция умножения и деления — это десятичная пропорция. Каждый человек помнит, с каким трудом он изучал денежную

арифметику, складывая фартинги и деля их на четыре, держа итог в уме, складывая пенсы, деля их на двенадцать, снова держа итог в уме складывая шиллинги, деля сумму на двадцать и опять-таки держа все это в уме, но стоит только дойти до фунтов и начать десятичные вычисления, как все становится просто... Очевидно, что во всех тех случаях, когда имеется возможность выбирать между простым и сложным способами действия, более рационален выбор простого способа...»

Источник: «Notes by Secretary of State Tomas Jefferson on the Establishment of a Mint and a Coinage System 1791» in Herman E. Kroos, ed., *Documentary History, of Banking and Currency in the United States*, vol. 1 (New York; Mc Graw-Hill Book co., 1969), pp. 193—194.

В 1953 году в Южной Корее прошла денежная реформа, в ходе которой сотня старых денежных единиц (вонов) обменивалась на одну новую (хван). Цель этого мероприятия, как и европейских реформ, состояла в том, чтобы

**Гиперинфляция** — инфляция, характеризующаяся очень высокими темпами роста, уровень которой может превышать несколько сот процентов в год.

снизить темпы инфляции и цены до разумного уровня. Корейское правительство изъяло часть денег из обращения и положило их на «блокированные» счета. Людям выдавались титулы собственности на эти счета, но они не могли приобретать на эти средства товары и услуги.

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

В 1960 году в Советском Союзе была проведена денежная реформа, хотя в это время в стране не было сильной инфляции и присутствовала достаточная экономическая стабильность. Правительство изъяло из обращения все рубли и заменило их новыми банкнотами в пропорции десять к одному. Это привело к снижению всех цен в государственных магазинах в десять раз по сравнению с прежним уровнем. «Нью-Йорк Таймс» писала, что новая цена автомобиля «Волга» составляет 4500 рублей (до реформы эта автомашинка стоила 45000 рублей). Одной из целей реформы было нанесение удара по черному рынку. Советские лидеры считали, что дельцы «теневой» экономики, накопившие большие суммы денег, не смогут обменять свои накопления старых банкнот на новые банкноты.

**Латиноамериканские денежные реформы.** В 1980-х годах денежные реформы как оружие против гиперинфляции, приобрели особую популярность в Латинской Америке. Реформы были проведены в Аргентине, Бразилии, Перу и Боливии. Денежные реформы в этих странах значительно упростили торговлю, так как с ценовых этикеток исчезло множество нулей, но не это было основной целью проводимых реформ. Главным образом, дело заключалось в том, что правительства стремились показать, что они как бы перевернули новую страницу в экономической истории, прекратив проведение инфляционной политики. Денежные реформы сопровождались рядом действий по ограничению роста денежной массы, по уменьшению дефицита государственного бюджета, а также в отдельных случаях, введением контроля за заработной платой и ценами.

При отсутствии такого рода действенных мер, обеспечивающих осуществление денежной реформы, новые деньги будут представлять собой лишь новый фундамент, на котором вырастет новая башня инфляции. Например, из-за отсутствия комплексного подхода к проведению реформы, переход Израиля от фунта к шекелю привел к развитию в 1970-х годах инфляции, измеряемой трехзначными цифрами.

## Деньги как средство накопления

**Средство накопления (store of value)** — актив, сохраняемый после продажи товаров и услуг и обеспечивающий покупательную способность в будущем.

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

Деньги по определению обладают совершенной ликвидностью. Они могут быть использованы как средство платежа, и поскольку они выполняют функцию меры стоимости, то не изменя-

ют своей собственной номинальной стоимости в терминах масштаба цен. Всем остальным видам активов ликвидность присуща лишь в большей или меньшей степени. Например:

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

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

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

**Ликвидность** — возможность использования актива в качестве средства платежа, и способность актива сохранять свою номинальную стоимость неизменной.

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

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

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

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

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

### Денежный агрегат в узком смысле: деньги как средство обращения

Табл. 2.1.  
Параметры М1 и М2 в экономике США, январь 1990 года  
(млрд. долларов)

|   |             |
|---|-------------|
| Наличные деньги                           | 232         |
| Трансакционные депозиты                   | 563         |
| В том числе:                              |             |
| Вклады до востребования                   | 277         |
| Прочие чековые депозиты                   | 285         |
| <b>Итого: М1</b>                          | <b>795</b>  |
| Взаимные фонды денежного рынка            | 318         |
| Депозитные счета денежного рынка          | 485         |
| Сберегательные вклады                     | 410         |
| Срочные вклады                            | 1143        |
| Однодневные соглашения об обратном выкупе | 64          |
| Однодневные займы в евродолларах и прочее | 17          |
| <b>Итого: М2</b>                          | <b>3232</b> |

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

**Денежный агрегат (monetary aggregate)** — любая из нескольких специфических группировок ликвидных активов, служащих альтернативными измерителями денежной массы.

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

**Трансакционные депозиты (вклады)** — депозиты, средства с которых могут быть переведены другим лицам в виде платежей по сделкам, осуществляемым с помощью чеков или электронных денежных переводов.

**Параметр М1** — денежный параметр, в который включаются наличные деньги и трансакционные депозиты.

**Депозитные институты** — финансовые посредники, в число которых входят коммерческие банки и сберегательные учреждения, которые принимают вклады у населения.

**Вклады до востребования** — не приносящие процента вклады, владельцы которых обладают правами на пользование чеками и электронными переводами.

**Прочие чековые депозиты (вклады)** — приносящие процент вклады, владельцы которых обладают правами на пользование чеками и электронными переводами.

Первый денежный агрегат, а именно он в течение многих лет играл роль доминирующего измерителя денежной массы акцентирует внимание на функции денег как средства обращения. В США почти все обменные операции осуществляются с помощью двух высоколиквидных активов — наличных денег и транзакционных депозитов. **Наличные деньги** — это металлические монеты и бумажные деньги. **Транзакционные депозиты** — это такие депозиты (или вклады), средства с которых могут быть переведены другим лицам в виде платежей по сделкам, осуществляемым с помощью чеков или электронных денежных переводов. Сумма наличных денег и вкладов до востребования обозначается термином **параметр M1**.

Транзакционные вклады принимаются как коммерческими банками, так и сберегательными институтами — двумя тесно связанными типами финансовых посредников, в совокупности носящих название **депозитные институты**. Различия между этими типами институтов будут подробно рассмотрены в последующих главах. Обычно все депозитные институты обозначаются одним словом «банки», однако специалисты применяют этот термин только по отношению к коммерческим — в тех контекстах, где такое словоупотребление не приводит к ошибкам.

Из таблицы 2.1 следует, что величина совокупности наличных денег и вкладов до востребования в январе 1994 года была равна 794,7 млрд. долларов. Наличные деньги составляют примерно три десятых этой суммы. В таблице транзакционные депозиты подразделяются на две категории — **вклады до востребования** (вклады, не приносящие процента, позволяющие их владельцам пользоваться чеками и электронными переводами) и **другие чековые депозиты** (они отличаются от вкладов до востребования тем, что приносят процент).

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

**Взаимные фонды денежного рынка** — независимые финансовые посредники, которые продают паи населению и используют вырученные деньги для покупки краткосрочных ценных бумаг с фиксированным процентом.

**Депозитные счета денежного рынка** — специальные вклады в депозитных институтах, сходные с взаимными фондами денежного рынка.

**Сберегательные вклады** — приносящие процент вклады в депозитных институтах, средства с которых могут быть изъяты без штрафа в любой момент; эти вклады не предоставляют их владельцам прав на пользование чеками.

**Срочные вклады** — приносящие процент вклады в депозитных институтах, средства из которых могут быть изъяты без штрафа только по истечении установленного в договоре периода.

**Односторонние соглашения об обратном выкупе** — краткосрочные ликвидные активы, предоставляющие собой договоры о согласии фирмы или частного лица купить у финансового учреждения ценные бумаги, с тем, чтобы перепродать их обратно на следующий же день по заранее оговоренной цене.

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

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

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

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

**4. Срочные вклады.** Вклады в депозитных институтах, приносящие процент; средства с них могут быть изъяты без штрафа только по истечении установленного в договоре периода времени, например, шести месяцев, двух лет, и так далее. На практике, штрафы за преждевременное изъятие вклада не очень велики, что делает эти вклады почти такими же ликвидными, как сберегательные.

**5. Односторонние соглашения об обратном выкупе (RP).** Краткосрочные ликвидные активы, предоставляющие собой договоры о согласии фирмы или частного лица купить у некоего финансового учреждения ценные бумаги, с тем, чтобы перепродать их обратно на следующий день по заранее оговоренной цене. Разность цены продажи и цены перепродажи эквивалентна процентным выплатам за использование денежных средств. Ее величина опреде-



ляется в ходе заключения соглашения. Однодневные соглашения об обратном выкупе обычно имеют номинал, равный 100000 долларов, или более; эти активы в основном используются фирмами и финансовыми посредниками.

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

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

### Другие денежные агрегаты.

Кроме активов, входящих в параметр M2, существуют и другие несколько менее ликвидные активы. Например, многие депозитные институты продают **депозитные сертификаты (ДС)** — сертификаты крупных срочных вкладов, продаваемые в основном единицами по 100000 долларов и более; основными покупателями этих активов являются фирмы. Депозитные сертификаты могут быть проданы их владельцами до наступления даты погашения. Владелец же обыкновенного срочного вклада может получить свои средства, только погасив счет в банке-эмитенте. Поскольку цена, по которой продается депозитный сертификат, подвержена некоторым изменениям, его номинальная стоимость до погашения не является полностью фиксированной. В этом смысле депозитные сертификаты по своей сущности ближе к ценным бумагам, чем к вкладам.

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

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

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

### Какой из денежных агрегатов лучше!

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

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

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

В течение многих лет лишь незначительное меньшинство экономистов считало, что параметр M2 более устойчиво связан с другими переменными из уравнения обмена, чем параметр M1. Эта точка зрения стала более распространенной в конце 1980-х годов. По-видимому, организационные и политические изменения начала 1980-х годов

**Однодневные займы в евродолларах** — краткосрочные ликвидные активы, аналогичные соглашениям об обратном выкупе (RP), служащие для операций с долларовыми фондами, находящимися на балансах депозитных институтов вне США.

**Параметр M2** — денежный параметр, включающий в себя M1, сберегательные вклады, срочные вклады, однодневные соглашения об обратном выкупе, однодневные займы в евродолларах, а также принадлежащие семейным хозяйствам паи взаимных фондов денежного рынка.

**Депозитные сертификаты (ДС)** — срочные депозиты с крупными номиналами, продаваемые единицами не менее 100000 долларов.

**Параметр M3** — денежный параметр, включающий в себя M2, а также депозитные сертификаты, срочные RP и срочные займы в евродолларах, акции взаимных фондов денежного рынка.

**Параметр L** — денежный параметр, включающий в себя параметр M3, а также банковские акцепты, коммерческие бумаги, казначейские векселя и сберегательные облигации США.

привели к росту стабильности зависимости  $M2$  от остальных переменных и к снижению стабильности подобной зависимости для параметра  $M1$ . К концу 1980-х годов Федеральная Резервная Система также заняла эту позицию и в проведении своей политики начала подчеркивать значение параметра  $M2$ .

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

Во многих разделах этой книги традиционно подчеркивается роль параметра  $M1$ , но это не означает отрицания полезности других денежных агрегатов. Необходимо помнить, что все большее число экономистов считает параметр  $M2$  стандартным показателем, который может быть более полезным инструментом осуществления текущей денежно-кредитной политики.

## Краткая история денег

Рассказ о денежных агрегатах, который мы только что завершили, касался только современной стадии длительного процесса исторического развития денег. Деньги существуют так же давно, как и сама человеческая цивилизация, а может быть, они даже старше самой цивилизации. На протяжении веков деньги постоянно изменялись и сегодняшнее их состояние отнюдь не является завершающей и окончательной фазой. В следующем разделе дается краткий обзор развития денег.

**Наличные деньги в древности.** Считается, что самые первые монеты появились в Китае и в древнем Лидийском царстве в VII веке до нашей эры. Около 500 лет до нашей эры персидский царь Дарий совершил экономическую революцию в своем государстве, введя в обращение монеты и заменив ими бартер. Хорошо сохранившиеся на скальные надписи в Персеполисе (современный Иран) свидетельствуют о происходивших изменениях<sup>1</sup>.

Бумажные деньги появились в Китае в VIII веке нашей эры (бумага там впервые была произведена приблизительно в 100 г. н. э.). Наиболее ранний тип бумажных денег в Китае представлял собой особые расписки, выпускаемые либо под ценностями, сдаваемые на хранение в специальные лавки, либо в качестве свидетельств об уплаченных налогах, хранящихся на счетах в центрах провинций, а не в столице.

**Биметаллический стандарт** — правительство выражает стоимость национальной денежной единицы в определенных количествах как золота, так и серебра.

**Полноценная монета** — монета, содержащая драгоценный металл в количестве, соответствующем ее номинальной стоимости.

Бумажные деньги производили большое впечатление на путешественников, посещавших Китай в VII—VIII веках. Марко Поло писал, что выпуск бумажных денег — это новый способ достижения той цели, к которой так давно стремились алхимики<sup>2</sup>. В XIII веке правительство Чингиз-Хана свободно обменивало бумажные денежные знаки на золото, поэтому подделка бумажных денег приносила большие доходы и считалась страшным преступлением. К 1500 году китайское правительство было вынуждено прекратить выпуск бумажных денег из-за трудностей, связанных с избыточным выпуском и инфляцией, но уже существовавшие тогда в Китае частные банки продолжали эмиссию бумажных денег.

**Монетная система США.** Федеральное Казначейство вновь образовавшихся США начало чеканить свою монету в 1793 году, но в течение еще долгих лет в стране продолжали циркулировать иностранные монеты. Некоторые типы иностранных монет сохранили свой статус законного платежного средства вплоть до 1857 года. В этот период монетная система была биметаллической и монеты были полноценными. При биметаллической системе устанавливается фиксированная пропорция между денежными стоимостями золота и серебра.

**Полноценные монеты** имеют металлическое содержание, соответствующее их стоимости. Оба эти свойства биметаллической системы порождали определенные проблемы.

<sup>1</sup> Richard N. Frye, *Iran* (New York: Holt, Rinehart and Winston, 1953), p. 37.

<sup>2</sup> *The Travels of Marco Polo*, trans. by Aldo Ricci from the text of L. F. Benedetto (London: George Routledge and Sons, 1931), pp. 147—149.

**Биметаллизм и закон Грешама.** В соответствии с Законом о чеканке монет (Mint Act) 1792 года, стоимость доллара была эквивалентна стоимости 371,12 гран (1 гран равен 0,0648 г.) чистого серебра или 24,75 гран чистого золота; монетный паритет был равен 15 к 1. Биметаллический стандарт действовал недостаточно хорошо, поскольку рыночные цены золота и серебра менялись с течением времени. Как только возникла разница между ценовой пропорцией на мировом рынке и официальной внутренней ценовой пропорцией, один из двух металлов становился более ценным, чем другой. Это периодически приводило к росту прибыльности продажи золота или серебра, и время от времени оказывалось, что в США в качестве денег обращался только один металл.

С 1792 по 1834 годы рыночный паритет между серебром и золотом был равен примерно 15,5 к 1. Поскольку официальный монетный паритет в США был равен 15 к 1, спекулянты за серебряные деньги покупали золото, которое затем вывозили за границу, где можно было получить 15,5 унции серебра за 1 унцию золота. В этот период, по практическим соображениям, Соединенные Штаты пользовались серебряным стандартом.

В 1834 году Конгресс ввел новый официальный паритет, равный 16 к 1. Но рыночная обменная пропорция все еще была равна 15,5 к 1, что фактически привело к переходу страны на золотой стандарт. Стоимость золота в форме денег превышала его стоимость в иных формах, чем деньги, поэтому серебряные деньги начали исчезать из обращения.

Тенденция к исчезновению из обращения денег, рыночная стоимость которых превышает их официально установленную стоимость, известна под названием **закон Грешама** (хотя, как указывается в разделе 2.2 «Кто сказал? Кто сделал?», это название по сути неверно).

**Монетный паритет (mint ratio)** — при биметаллическом стандарте, отношение официальной стоимости весовой единицы золота к официальной стоимости такой же единицы серебра.

**Закон Грешама** — закон, гласящий, что любой тип денег, который становится более ценным в каком-либо ином качестве, чем деньги, постепенно исчезает из обращения.

**Сеньораж** — прибыль, получаемая Казначейством от выпуска денег; равна разности номинальной стоимости денег и издержек эмиссии.

**Разменная монета** — монета, номинальная стоимость которой превышает стоимость содержащегося в ней металла.

## 2.2 Кто сказал? Кто сделал? ЗАКОН ОРЕЗМА? ЗАКОН КОПЕРНИКА?

Закон Грешама в популярной форме звучит так: «Плохие деньги вытесняют хорошие деньги из обращения». При биметаллической монетной системе «плохими» являются те деньги, стоимость которых на рынке ценных металлов ниже их официальной денежной стоимости, а «хорошими» являются те деньги, которые стоят дороже своей официальной цены. Предположим, что на мировом рынке ценных металлов ценовая пропорция равна 15 1/2 к 1. Правительство, однако, чеканит золотые доллары, содержащие одну полную унцию серебра. В этом случае люди переплавят свои золотые монеты и будут их экспортировать, выручая более одной унции серебра за каждый золотой доллар. В результате в обращении останет только серебро. Если металлическое содержание золотого доллара уменьшить до 1/16 унции при не-

изменном содержании серебряного доллара, то люди переплавят или экспортируют свои серебряные монеты, ставшие в этом случае «плохими».

Аналогично в истории экономической мысли «плохое» название зачастую вытесняет из обращения «хорошее». Можно сказать, что так произошло и с самим законом Грешама. Сэр Томас Грешам (1519—1579 гг.) был выдающимся английским торговым банкиром и королевским финансовым агентом в царствование Эдуарда IV, Марии и Елизаветы. Шотландский экономист XIX века Генри Д. Маклеод приписал авторство вышеизложенного принципа действия биметаллической системы Грешаму, и с тех пор этот принцип приобрел свое теперешнее название. Однако, современные историки утверждают, что Грешам никогда самостоятельно не открывал этого закона, и впол-

не возможно, что даже не понимал его принципиальной сущности.

Известно, что французский экономист Николь Орезм, много лет писавший о монетной системе, изложил суть закона еще в 1360 году. Кроме того, польский астроном Николай Коперник, более известный своими великими открытиями в иных областях науки, независимо от Орезма открыл этот экономический закон; произошло это в 1526 году, когда Грешам был еще мальчишкой.

Таким образом, оказывается, что закон, в соответствии с которым плохие деньги вытесняют хорошие, должен называться законом Орезма (или Коперника), а отнюдь не законом Грешама, если только мы действительно хотим сохранять верность истине.

Источник: Franc W. Fetter «Some Neglected Aspects of Greshams Law», Quarterly Journal of Economics.

May 1932, pp. 480—495.

**Полноценные и разменные монеты.** В первой половине XIX века считалось, что эмиссия монет с реальным металлическим содержанием, меньшим, чем номинальная стоимость, — это обман населения. Существовала точка зрения, что Казначейство не должно получать прибыли от эмиссии монет. Термин, обозначающий такую прибыль, — **сеньораж** — появился в середине века, когда короли отдавали приказы о чеканке монет и извлекали из этого доход. Когда современные правительства чеканят монеты, они получают прибыль (сеньораж), если номинальная стоимость этих монет превышает издержки эмиссии.

Полноценные монеты, однако, становятся причиной возникновения некоторых проблем. Если цена металла, из которого сделаны монеты, растет, то в результате их количество становится ограниченным. Частные лица используют полноценные монеты для того, чтобы получать прибыль, и в итоге в обращении остается лишь множество иностранных монет с меньшим металлическим содержанием.

Пытаясь разрешить эту проблему, в 1853 году Конгресс одобрил выпуск в обращение **разменной монеты**. Разменные монеты, например, те, которыми мы пользуемся сегодня, имеют большую номинальную стоимость, чем их реальное металлическое содержание. Однако, несмотря на эти действия Конгресса США с тех пор дефициты разменных монет в США возникали еще не раз.

## 2.1. Денежная политика в действии «ЗОЛОТОЙ ОРЕЛ»

В 1986 году Казначейство США выпустило новую золотую монету «орел», содержащую одну унцию золота. Номинальная стоимость монеты, равная 50 долларов, в значительной степени является символической, поскольку цена, по которой Казначейство продает эти монеты, колеблется вверх и вниз вместе с рыночной ценой золота. К этому добавляется сумма, идущая на покрытие издержек эмиссии и распределения. Сейчас Казначейство также выпускает полноценные золотые монеты весом в одну вторую унцию, четверть унции, и в одну десятую

унции, номиналами 25, 10 и 5 долларов соответственно.

Предполагается, что новые американские монеты заменят южно-африканские крюгеррэнды (монеты весом в 1 унцию). Новая монета является законным платежным средством, что дает ей преимущества перед другими, иностранными монетами.

По закону, новые монеты должны быть изготовлены из вновь добытого ископаемого золота страны, кроме тех случаев, когда внутренняя цена нового золота превосходит мировую цену. Казначейство США не может запла-

тить за золото большую цену, чем средняя мировая цена. Если бы Казначейство могло использовать свои золотые резервы для выпуска новых монет, то доходы от производств этих монет могли бы уменьшить крупные дефициты государственного бюджета.

Также выпускается серебряный доллар, содержащий одну унцию чистого серебра. Как и «золотой орел», эта монета имеет рыночную цену, плавающую вместе с мировой ценой на серебро. Реальная стоимость монеты значительно превышает ее номинальную стоимость.

### Преращение эмиссии золотых и серебряных монет

Золотые и серебряные монеты больше не обращаются в США. Серебряные монеты вышли из обращения в 1960-х годах, поскольку серебряные монеты достоинством в десять, двадцать пять центов, а также в один доллар, которые раньше были разменными монетами, в результате роста рыночной цены на серебро стали монетами полноценными. Золотые монеты вышли из обращения еще раньше, по причинам, требующим более подробного объяснения.

Важнейший шаг в сторону демонтажа золотого стандарта был сделан в 1933 году, сразу после Великой Депрессии; именно тогда все золотые деньги в США были изъяты из обращения. Два специальных, изданных в этот период приказа потребовали, чтобы все частные лица, фирмы и банки продали все свое золото (за исключением редких коллекционных монет) банкам ФРС и Казначейству по преобладающей в то время легальной цене, равной 20,67 долларов за унцию. После того, как Казначейство сосредоточило в своих руках почти все золото, имевшееся в этот момент в стране, Конгресс США поднял цену на золото до 35 долларов за унцию. Запрет на обладание золотом имел своей целью предотвращение спекуляции на рынках золота, а также поддержание стабильности международной денежной системы; эта стабильность резко нарушалась, если в условиях паники происходило всеобщее «бегство» от долларов к золоту.

Изъятие в 1933 году золота из обращения означало, что жители Соединенных Штатов больше не могли превращать доллары в золото. Иностранцы обладатели долларов сохраняли право на конвертируемость вплоть до 1971 года.

Если правительство не обменивает бумажные деньги на золото или серебро по фиксированной цене, то эти деньги называются **неразменными деньгами**. С 1933 года банкноты ФРС являются неразменными деньгами. До 1933 года владельцы этих банкнот могли законно обменивать их на определенные количества золота.

**Неразменные деньги (fiat money)** — деньги, которые не могут быть превращены в драгоценные металлы.

Ограничения на владение золотом, введенные в 1933 году, были усилены в 1975 году. Во время быстрой инфляции в 1973 и 1974 годах на Конгресс оказывалось давление со стороны общественности, желавшей отмены запрета. Многие американцы хотели приобрести золото и защищаться таким образом от инфляции («хеджировать» себя от инфляции). Рыночная цена золота выросла с 36 долларов за унцию (1970 год) до почти 160 долларов (1974) год. Как следует из информации раздела 2.1 «Денежная политика в действии», Казначейство США недавно начало выпуск необращающихся золотых и серебряных монет, чтобы получить соответствующую прибыль, используя возросший спрос инвесторов.

Следующий важный шаг к уменьшению роли золота в денежной системе был предпринят в 1968 году. Было отменено существовавшее требование, обязывающее банки ФРС держать резервы в золоте. В 1914 году, когда ФРС только создавалась, в большинстве стран мира существовал золотой стандарт; в это время считалось, что размеры резервов коммерческих банковских систем и центральных банков будут изменяться в зависимости от притока и оттока золота. До 1945 года все банки ФРС были обязаны иметь золотые резервы, стоимость которых равнялась 40% номинальной стоимости банкнот, выпущенных ими в обращение, и 35% суммы их депозитов. В 1945 году обе эти пропорции были снижены до 25%. В 1965 году были отменены требования, касающиеся резервов для депозитов в Федеральных Резервных банках, а в 1968 году то же самое произошло и с банкнотами ФРС.

Требования о содержании золотых резервов должны были быть с необходимостью отменены в ситуации, когда банки ФРС продолжали увеличивать эмиссию банкнот, что в действительности и происходило. В течение двух десятилетий, предшествовавших 1968 году, количество наличных денег, находившихся у населения, росло в среднем на 34% ежегодно. Такие темпы роста не могли бы продолжаться, если бы банкноты ФРС должны были обеспечиваться резервами **золотых сертификатов**. В течение того периода, когда росло количество банкнот ФРС, запасы золота в Казначействе США уменьшились с 24 млрд. долларов (1949 год) до 11 млрд. долларов (1968 год).

Золотой стандарт потерпел окончательное поражение в 1971 году, когда правительство США объявило, что оно больше не будет поддерживать мировую цену на золото на фиксированном уровне. До 1971 году правительство Соединенных Штатов удерживало эту цену на постоянном уровне, продавая золото иностранцам, когда цена росла, и покупая золото, когда цена падала ниже фиксированного уровня. В главе 22 мы подробнее рассмотрим причины этой политической перемены.

### Частные банкноты

Хотя Континентальный Конгресс и экспериментировал с бумажными деньгами во времена Революции, а правительства штатов выпускали бумажные деньги в колониальный период, однако правительство США не выпускало собственных бумажных наличных денег вплоть до 1862 года. До этого момента все находящиеся в обращении бумажные деньги были выпущены частными банками. До самого конца 19 века банкноты частных финансовых учреждений обращались наряду с монетами и банкнотами правительства США.

До Гражданской Войны находящиеся в обращении бумажные деньги в основном являлись **банкнотами штатов**, выпускавшимися частными банками по соглашениям с правительствами штатов. Из-за большого количества различных типов банкнот штатов возникла путаница, широко были распространены подделки. Банки и многие торговцы вынуждены были подписываться на еженедельные издания, в которых давались описания (иногда с рисунками) до 10.000 типов подлинных банкнот, находившихся в обращении вместе с многочисленными фальшивыми деньгами. В дополнение ко всем этим бедам, торговцы часто отказывались принимать банкноты местных банков или принимали их только с дисконтом.

Денежное законодательство 1863—64 годов постановило начать выпуск **национальных банкнот** под руководством Контролера денежного обращения (Comptroller of the Currency). Национальные банки действовали по соглашению с федеральным правительством, а не с правительством штатов. Это законодательство создало тип денег, который был более стандартизированным, чем банкноты штатов, что значительно уменьшило возможности подделок. Новые законы также обязали каждый национальный банк погашать банкноты других национальных банков по их номинальной стоимости.

Национальные банкноты были более надежными деньгами, чем банкноты штатов, поскольку национальные банки должны были депонировать в Управлении Контролера денежного обращения казначейские облигации на сумму, примерно равную совокупной номинальной стоимости выпущенных ими банкнот. Национальные банкноты были настолько надежны, что даже во время банковских кризисов, деньги, выпущенные банками, которым грозило банкротство, продолжали обращаться, несмотря на то, что люди переставали держать депозиты в этих банках.

Несмотря на то, что в наши дни частные банки США уже не могут осуществлять эмиссию бумажных денег, следует отметить, что банкноты штатов и национальные банкноты были по существу весьма близки к вкладам до вос-

**Золотой сертификат** — тип бумажных денег, обеспечиваемый золотым запасом Казначейства США; вышел из обращения в 1933 году.

**Банкноты штатов** (state bank notes) — основной тип бумажных наличных денег, находившихся в обращении в США до 1865 года, и выпускаемых банками по соглашению с правительствами штатов; банкноты штатов являлись обязательствами этих частных банков.

**Национальные банкноты** — основной тип бумажных денег, находившихся в обращении в США с 1863 по 1935 год, и выпускавшихся частными национальными банками; национальные банкноты являлись обязательствами национальных банков.

требования и сберегательным вкладам, которые сегодня предлагаются частными банками. Выпущенные банкноты представляли собой обязательства банков точно так же, как и современные вклады. Банки штатов, а, позднее, национальные банки, выдававшие ссуды, выдавали заемщику свои собственные банкноты в обмен на простой вексель заемщика. После этого заемщик мог потратить банкноты.

Сходство банкнот и депозитов и привело к неудаче банковского законодательного процесса времен Гражданской войны; этим новым законодательством предусматривалось превратить все банки штатов в национальные банки. Как только была юридически оформлена идея национальных банкнот, Конгресс США ввел 10%-ный налог на банкноты штатов, ожидая, что не обладая статусом национальных чартерных банков<sup>1</sup>, обычные банки штатов не смогут существовать. Первоначально большинство банков действительно стало национальными, и к 1968 году в стране оставалось всего 247 банков штатов (при этом число национальных банков достигло 1.640). Однако в 1887 году число банков штатов снова превысило число национальных банков. Причина состояла в том, что банки штатов обнаружили, что операции с растущим количеством чековых вкладов могут принести банку прибыль, даже если он вообще не выпускает банкнот.

### Банкноты Соединенных Штатов (United States notes)

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

Выпуск банкнот Соединенных Штатов — пример того, как правительство может финансировать свои операции с помощью печатного станка. В период с начала Гражданской войны в 1861 году до ее окончания в 1865 году, налоговыми поступлениями обеспечивался лишь 21% расходов федерального правительства. Все остальные средства были получены от займов и эмиссии банкнот. С 1861 по 1865 годы на Севере США произошло удвоение денежной

массы и имел место двухкратный рост цен. Когда война окончилась, банкноты Соединенных Штатов составляли почти половину общего объема находившихся в обращении наличных денег, причем количество этих банкнот в 1865 году практически не отличалось от того количества, которое было выпущено за годы войны. Значение банкнот Соединенных Штатов постепенно снижалось по мере того, как появлялись новые типы бумажных денег, удовлетворяющих растущие потребности расширяющейся экономической системы США.

Во время Гражданской войны Юг сталкивался примерно с такими же финансовыми проблемами, что и Север. Налоговые поступления

были еще меньше, чем на Севере, и конфедератам также приходилось выпускать большие количества бумажных денег, чтобы финансировать деятельность правительства. С января 1861 года по январь 1864 года количество денег, находящихся в обращении на Юге, выросло почти в 12 раз, а цены выросли в 28 раз. Несмотря на то, что Конфедерация провела в феврале 1864 года денежную реформу, обменяв старые наличные деньги на меньшее количество новых денег, расширение предложения денег продолжалось, и инфляция ускорила. К концу войны деньги конфедератов обесценились и полностью исчезли из обращения.

**Политика, связанная с «гринбэками».** На протяжении почти двух десятилетий после Гражданской войны «гринбэки» были одним из главных политических вопросов. Первоначально, когда Казначейство США выпускало банкноты Соединенных Штатов, они не погашались золотом ни самим Казначейством, ни банками. После Гражданской войны прозвучали выступления в поддержку того, чтобы сделать эти банкноты погашаемыми, утверждая, что для достижения этой цели количество банкнот должно быть уменьшено. В 1866 году Конгресс США принял решение об изъятии «гринбэков» из обращения в количестве 10 млн. долларов ежемесячно в течение первых шести месяцев, а затем — в количестве 4 млн. долларов ежемесячно. Многие фермеры и другие слои населения, которые могли пострадать от дефляционных эффектов, выступали против подобной политики, и через два года изъятие «гринбэков» было приостановлено. В последующие годы, особенно в периоды кризисов, секретари Казначейства США временно производили повторные выпуски дополнительных банкнот, утверждая, что для этого использовались резервы. Противоречия и споры по этому вопросу, а также по вопросу о том, имеет ли Конгресс законное право обязать кредиторов принимать «гринбэки» в уплату за долги, продолжали нарастать. В результате множилось число судебных разбирательств и предложений о принятии новых законов.

Банкноты Соединенных Штатов оставались непогашаемыми до 1879 года, когда Закон о возобновлении обмена бумажных денег на драгоценные металлы (Specie Resumption Act), принятый в 1875 году, наделил Казначейство США правом погашать эти банкноты золотом. Закон 1875 года обязал Казначейство снова уменьшить количество «гринбэков», находившихся в обращении, в этот раз из расчета 4 доллара, приходящихся на каждое увеличение объема национальных банкнот на 5 долларов. Эта политика снова вызвала мощный подъем активности оппозиции; в результате ее проведение прекратилось три года спустя, когда вновь образовавшаяся «Партия гринбэк» завоевала 10% голосов на выборах и получила 14 мест в Конгрессе.

<sup>1</sup> О них подробнее см. гл. 4,— прим. ред.

**«Гринбэки» и валютные курсы.** Когда банкноты Соединенных Штатов стали погашаемыми, США практически перешли от бумажного стандарта к золотому. При бумажном стандарте цена унции золота, выраженная в «гринбэках», изменялась. Поскольку золото обменивалось на иностранную валюту для покупки товаров у других стран, обменный курс тоже изменялся. В этот период обменные курсы были гибкими и неконтролируемыми. После 1879 года цена одной тройской унции золота была зафиксирована на уровне 20,67 доллара, и Казначейство было готово к обмену банкнот Соединенных Штатов или других типов наличных денег на золото по этой цене; период гибких обменных курсов завершился.

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

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

Чеканка разменной монеты требовала весьма незначительных количеств серебра, и в этот период некоторые группы людей развернули кампанию за свободный и неограниченный выпуск серебряных монет. Они заявляли, что Закон 1873 года — это результат заговора и даже называли его «преступлением — 73». С помощью подобных лозунгов, разного рода интриг среди законодателей на Западе и поддержки со стороны общественного мнения, которую получали любые меры, способные повернуть вспять происходящее в тот период снижение цен. Конгресс сумел принять несколько биллей о закупках серебра. В соответствии с Законом Блэнда-Аллисона 1878 года, Казначейство США было обязано покупать серебро на 2 млн. долларов ежемесячно по рыночной цене; часть приобретенного серебра предназначалась для обеспечения резервных требований по серебряным сертификатам, а часть шла на производство серебряных монет. Избыточное количество приобретенного серебра, не идущее ни на одну из этих целей, называлось «свободным серебром», и оставлялось на хранении.

**Закон Шермана о Закупках Серебра 1890 года** обязывал Казначейство США ежемесячно покупать определенное количество унций серебра, а не любое количество, соответствующее стоимости в 2 млн. долларов, что первоначально привело к росту доходов производителей серебра. Для оплаты серебра, покупаемого согласно этому Закону, Конгресс США наделил Казначейство США правом выпускать специальные «Казначейские векселя 1890 года», причем они должны были обязательно обмениваться как на золото, так и на серебро. Ввиду опасного истощения золотых запасов и других финансовых трудностей связанных с финансовой паникой 1893 года, этот Закон в 1893 году был аннулирован. После этого «Казначейские векселя 1890 года» были изъяты из обращения и заменены серебряными сертификатами. Во время жесткой предвыборной борьбы за президентский пост в 1896 году Уильям Дженнингс Брайан выступал за свободную и неограниченную эмиссию серебряных монет; по его мнению, серебро должно было обмениваться на золото в пропорции, равной 16 : 1 (что было крайне выгодно производителям серебра, поскольку рыночная пропорция была равна 30 : 1). Существование такой официальной цены серебра, несомненно, привело бы к быстрому росту количества серебряных денег.

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

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

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

В 1961 году, боясь, что цены на серебро начнут расти, Казначейство США и Федеральные Резервные банки начали изымать из обращения пяти- и десятидолларовые сертификаты, заменяя их банкнотами ФРС. После того, как в 1963 году новое законодательство наделило Федеральные Резервные банки правами на выпуск однодолларовых банкнот, все серебряные сертификаты были заменены банкнотами ФРС. Эти меры были предприняты для расширения запасов свободного серебра с тем, чтобы обеспечить адекватное снабжение серебром Казначейства США, выпускающего монеты, а также для того, чтобы, путем распродажи серебра, удерживать его цену на уровне 1,29 долларов за унцию.

В 1967 году Государственное Казначейство США перестало продавать серебро и удерживать его цену от роста, и объявило, что в июле 1968 года обмен сертификатов на слитковое серебро будет прекращен. В этот период цена серебра превысила 1,29 доллара, что привело к прекращению использования серебряных сертификатов в качестве денег. Общая стоимость сертификатов, находящихся в обращении, снизилась с 2.370 млн. долларов в 1961 году до 269 млн. долларов в июле 1968 года.

**Банкноты банков ФРС** — приняты к обращению в 1913 году. Предполагалось, что эти деньги заменят национальные банкноты. Банкноты банков ФРС не следует путать с банкнотами ФРС.

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

мостью и могут рассматриваться как обязательства ФРС в целом.

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

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

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

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

### Транзакционные депозиты как средство обращения.

На протяжении всего двадцатого века транзакционные депозиты в депозитных институтах постепенно заменяли наличные деньги и становились доминирующей формой денег в США. Поскольку чаще всего эти депозиты привлекаются к использованию с помощью чеков, они получили обиходное наименование **чековых депозитов (вкладов)**, или **чековых счетов**. Как уже отмечалось выше, транзакционные депозиты на сегодняшний день составляют около трех четвертей параметра M1.

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

Использование чековых счетов в качестве денег требует наличия громоздкой бухгалтерской системы. Более 15.000 коммерческих банков и многие сберегательные учреждения ведут учетные книги. (Конечно, в наше время эти «книжки» компьютеризированы). Если балансовый остаток на вашем чековом счете составляет 100 долларов, то это записано в книжку вашего банка. Когда вы выписываете чек на 10 долларов и даете его некоему мистеру Смиту, в вашем банке величина счета уменьшается на 10 долларов, а в банке, обслуживающем мистера Смита, величина счета увеличивается на эту же сумму. Заметьте, что термин депозит (вклад) здесь не совсем верен. Чековый депозит — это всего лишь счет в банке, не представляющий собой никаких реальных физических вкладов денежных средств.

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

В Великобритании до 1960 года чеки использовались лишь в ограниченных пределах, поскольку существовал довольно странный закон, запрещавший работодателям выплачивать своим работникам зарплату чеками. Заработная плата должна была обязательно выплачиваться монетами и банкнотами. Этот закон был частью Акта о товарообмене (Truck Act) 1831 года, и он был предназначен для того, чтобы защитить права рабочих. Предпринима-



тели того времени зачастую оплачивали труд рабочих чеками, которые можно было погашать, только приобретая по завышенным ценам товары в магазинах, принадлежащих компании нанимателя.

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

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

Широкому использованию чеков способствует существующая в США система законов, защищающая права лиц, принимающих чеки. Считается, что человек совершает преступное деяние, если он платит за товар чеком, зная, что средств на его счету недостаточно для оплаты покупки. Как и в случае с любым преступлением, издержки наказания ложатся на государство, а не на пострадавшего. Обвинение должно доказать, что мошенничество было намеренным, но обычно это не составляет труда. При наличии соответствующего заявления продавца, попытка покупателя приобрести товар расценивается как свидетельство намерения совершить мошенничество. В странах, не обладающих подобной системой законов, чеки не имеют широкого применения.

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

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

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

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

В потребительских сделках электронные переводы применяются гораздо реже, чем на финансовых рынках, но даже в этой области их значение растет. Сегодня многие потребители пользуются **дебетными карточками** — пластиковыми карточками, используемые так же, как кредитные карточки, с той лишь разницей, что дебетные карточки служат для совершения электронных переводов денег с одного транзакционного депозита на другой. Все большее число рабочих получает заработную плату с помощью электронного перевода со счета нанимателя на счет наемного работника. Это ускоряет процесс перевода средств и освобождает рабочего от необходимости посещать банка для получения денег по бумажному чеку.

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

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Как средство обращения деньги используются для приобретения товаров и услуг для уплаты долгов. Использование денег для этих целей снижает издержки обращения. Как мера стоимости деньги используются для измерения и сравнения стоимостей различных товаров и услуг. В качестве средства накопления, деньги могут храниться после продажи товаров и услуг, чтобы обеспечивать их владельцу покупательную способность в будущем.

2. Ликвидность — это возможность использования некоего актива в качестве средства обращения (или быстрого превращения его в таковое) и способность актива сохранять свою номинальную стоимость неизменной. Деньги в форме наличных денег и транзакционных депозитов считаются абсолютно ликвидными. Ликвидность других активов зависит от их характеристик и может быть большей, или меньшей. Например, краткосрочные ценные бумаги федерального правительства считаются более ликвидными, чем долгосрочные облигации и обыкновенные акции; эти ценные бумаги, в свою очередь, считаются более ликвидными, чем недвижимые активы.

3. Количество денег измеряется с помощью группировки определенных классов ликвидных активов в денежные агрегаты. Один из наиболее известных денежных агрегатов, параметр M1, включает в себя наличные деньги и транзакционные депозиты. Другой агрегат, роль которого в экономической теории и политике сегодня растет, — это параметр M2. Этот параметр включает в себя несколько видов активов, являющихся ликвидными средствами накопления, но редко используемые в качестве средств обращения. Остальные, более масштабные денежные агрегаты, включают в себя все оставшиеся менее ликвидные активы.

4. Монеты — это одна из самых ранних форм денег. Впервые их использовали древние цивилизации тысячи лет назад. Бумажные наличные деньги в разных формах также известны на протяжении веков. На рубеже XIX—XX веков деньги, хранящиеся на транзакционных депозитах и переводимые с помощью чеков, стали доминирующей формой денег. Сегодня бумажные чеки как форма перевода денег со счета на счет сменяются электронными переводами.

### Термины для повторения

|  |  |
|--|--|
| Средство обращения                       | Сеньораж                                       |
| Бартер                                   | Разменная монета                               |
| Рационирование                           | Золотой сертификат                             |
| Мера стоимости                           | Банкноты штатов                                |
| Денежная реформа                         | Национальные банкноты                          |
| Гиперинфляция                            | Банкноты Соединенных Штатов                    |
| Средство накопления                      | Банкноты банков ФРС                            |
| Денежные агрегаты                        | Однодневные соглашения об обратном выкупе (RP) |
| Наличные деньги                          | Однодневные евродолларовые займы               |
| Параметр M1                              | Параметр M2                                    |
| Депозитные учреждения                    | Депозитные сертификаты                         |
| Депозиты до востребования                | Параметр M3                                    |
| Прочие чековые депозиты                  | Параметр L                                     |
| Взаимные фонды денежного рынка (MMMFs)   | Биметаллический стандарт                       |
| Депозитные счета денежного рынка (MMDAs) | Полноценная монета                             |
| Сберегательные вклады                    | Монетный паритет                               |
| Срочные вклады (вклады на срок)          | Закон Грэшама                                  |
| Ликвидность                              |  |

### Вопросы для повторения

1. Используя историю денег в различных странах, приведите следующие примеры: денег, используемых как мера стоимости, но не как средство обращения; денег, используемых как средство обращения, но не как мера стоимости; денег, являющихся средством обращения, но не являющихся средством накопления.

2. Объясните почему при использовании денег как орудия обмена издержки обращения ниже, чем при использовании бартера или рационирования.

3. Рассмотрите влияние инфляционных эффектов на полезность денег в качестве меры стоимости и средства накопления.

4. Расположите следующие активы в порядке возрастания ликвидности: (а) обыкновенная акция компании «Форд Мотор»; (б) бумажные наличные деньги; (в) сберегательный вклад; (г) краткосрочная ценная бумага федерального правительства; (д) дом.

5. Какой денежный агрегат наилучшим образом отражает функции денег как средства обращения?

6. Каковы преимущества бумажных денег по сравнению с монетами, изготовленными из драгоценных металлов? Каковы преимущества монет?

---

7. Почему нельзя назвать экономическую систему, в которой все сделки совершаются с помощью электронных переводов, в строгом смысле «экономикой без денег»?

### Темы для обсуждения

1. Несмотря на то, что деньги считаются более удобными для совершения сделок, чем бартер, бартер все же не исчез из современной экономической системы. Приведите по меньшей мере один пример бартера (из вашего личного опыта) и объясните, почему в данном случае использовался именно бартер.

2. В какой степени вы учитываете инфляцию, распораясь своими личными деньгами? Влияет ли инфляция на использование денег в качестве средства обращения? Меры стоимости? Средства накопления? Если вам приходилось использовать для выполнения этих функций что-либо, кроме официальных денег, объясните, почему вы так поступили.

3. Приходилось ли вам напрямую сталкиваться с рационированием? Если да, то опишите ту схему рационирования, с которой вам пришлось столкнуться; рассмотрите преимущества и недостатки этой схемы по сравнению с использованием денег.

4. Сравните способы использования наличных денег и банковских вкладов в США и в СССР. Какие денежные агрегаты могли бы применяться в Советском Союзе?



# **РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ И НОРМЫ ПРОЦЕНТА**

## **После изучения настоящей главы, вы сможете:**

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

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

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

## ЦЕННЫЕ БУМАГИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ПРАВИТЕЛЬСТВА США

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

**Государственный долг** — совокупное количество выпущенных в обращение правительственных ценных бумаг.

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

### Долг правительства США населению, сентябрь 1986 года

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

| Ценные бумаги                       | Количество (млрд.долларов) |
|-------------------------------------|----------------------------|
| <b>Рыночный долг</b>                |                            |
| Казначейские векселя                | 410,7                      |
| Среднесрочные казначейские векселя  | 896,9                      |
| Казначейские облигации              | 241,7                      |
| Всего:                              | 1564,3                     |
| <b>Нерыночный долг</b>              |                            |
| Сберегательные облигации            | 85,6                       |
| Иностранные правительственные серии | 4,1                        |
| Серии правительственных счетов      | 356,9                      |
| Серии местных органов власти        | 102,4                      |
| Другие ценные бумаги                | 0,4                        |
| Всего:                              | 558,4                      |
| <b>Общая сумма:</b>                 | <b>2122,7</b>              |

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

Рис. 3.1

### Рынок ценных бумаг федерального правительства

Относительно небольшое количество дилеров держит в руках большинство сделок с ценными бумагами американского правительства. В роли может выступать отделение крупного коммерческого банка или брокерской фирмы, а также отдельная фирма, специализирующаяся в этом бизнесе. Дилеры торгуют в основном с организациями-банками, страховыми компаниями, большими корпорациями, пенсионными фондами, иностранными фирмами, иностранными коммерческими и центральными банками. Например, если коммерческий банк хочет совершить покупку, то он входит в контакт с дилером по телефону, и дилер предлагает цену. Ценные бумаги обычно продаются лотами (традиционными для таких сделок количествами). Один лот соответствует 1 млн. долларов, и количества ценных бумаг, превышающие 20 млн. долларов редко продаются за один раз. Разница между ценами, по которым покупаются и перепродаются ценные бумаги, составляет важнейший источник дохода дилеров.

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

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

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

Отмена бумажных сертификатов дает много преимуществ как Казначейству, так и инвестору. Она уменьшает издержки Казначейства на печать и упраздняет проблему подделок. Кроме того, в этом случае инвестор защищен от потери или кражи бумажных сертификатов. Снижаются и издержки на хранение этих ценных бумаг.

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

**Первичный рынок** — продажа ценных бумаг их эмитентами; например — продажа Казначейством ценных бумаг федерального правительства США.

**Вторичный рынок** — продажа или покупка дилерами и брокерами, выпущенных в обращение ценных бумаг.

**Рыночные ценные бумаги федерального правительства США** — ценные бумаги, которые могут быть проданы одним собственником другому.

**Форма книжной записи** — хранение эмитентом записи о собственности на ценные бумаги вместо выдачи сертификата.

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

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

### Рыночные ценные бумаги федерального правительства США

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

(а) — сентябрь 1985 г.

(б) — состоит из инвестиций иностранных банков и международных счетов в США.

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

Рис. 3.2

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

**Срок погашения** — дата, в которую финансовый инструмент подлежит погашению наличными деньгами в размере его стоимости на момент погашения.

**Казначейский вексель** — краткосрочная рыночная ценная бумага федерального правительства США, реализуемая с дисконтом.

**Казначейская облигация** — долгосрочная рыночная ценная бумага федерального правительства США со сроком погашения более 3 лет.

**Аукцион векселей** — еженедельная распродажа Государственным Казначейством США краткосрочных ценных бумаг федерального правительства тем покупателям, которые предлагают наиболее высокую дисконтированную цену.

**Неконкурентная заявка** — предложение купить казначейский вексель по средней цене принятых конкурентных заявок, причем без участия в аукционе.

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

Казначейские векселя существенно отличаются от двух других типов правительственных ценных бумаг. Казначейство продает векселя с дисконтом, в то время как по среднесрочным векселям и облигациям их собственникам каждые шесть месяцев выплачивается купонная ставка. Поэтому цены на векселя устанавливаются особым образом, о чем и рассказывается в последующих разделах.

### Казначейские векселя

Наиболее распространенный тип казначейского векселя имеет срок погашения, равный 91 дню. Хотя Казначейство также регулярно выпускает шестимесячные и годовые векселя, иногда выпускаются и векселя со сроками, меньше, чем 91 день. Ежедневно распродаются трех- и шестимесячные векселя и ежемесячно идут продажи новых годовых векселей. С 1970 года минимальный номинал векселя равен 10.000 долларов.

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

**Аукционная технология продажи.** Аукционы по продаже векселей существуют для расширения возможностей мелких инвесторов. Инвесторы могут делать либо конкурентные, либо **некон-**

**курентные заявки.** Неконкурентные заявки на сумму до 200.000 долларов принимаются от любого участника торгов по средней цене конкурентных заявок. Дилеры и крупные финансовые организации обычно делают конкурентные заявки.

На аукционе, во время закрытых торгов, покупатели устанавливают, какую прибыль они могут получить. Когда время отведенное для подачи заявок истекает, все заявки ранжируются в порядке, соответствующем предложенным ценам. Вычитая сумму неконкурентных заявок из суммы всех заявок, Казначейство начинает удовлетворять конкурентные заявки, начиная с наиболее высокой цены, и продолжая до тех пор, пока необходимые

### Подробности аукциона трехмесячных казначейских векселей 6 января 1986 года

|                          |                     |
|--------------------------|---------------------|
| Средняя цена             | 98,218              |
| Дисконтированный процент | 7,05%               |
| Купонная ставка          | 7,28%               |
| Высокая цена             | 98,226              |
| Дисконтированный процент | 7,02%               |
| Купонная ставка          | 7,24%               |
| Низкая цена              | 98,215              |
| Дисконтированный процент | 7,06%               |
| Купонная ставка          | 7,29%               |
| Принято по низкой цене   | 42%                 |
| Всего заявок на          | 26.722.230.00 долл. |
| Принято                  | 7.402.930.000 долл. |
| Неконкурентных           | 1.299.445.000 долл. |

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



денежные средства не будут привлечены. Поскольку удачливые участники торгов обязаны платить предложенную цену, то тот, кто предложил более высокую ставку, возможно заплатит дороже рыночной цены, и ему будет трудно продать свои векселя с прибылью.

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

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

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

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

$$r = \frac{100 - p}{100} \frac{360}{d} \quad [3.1]$$

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

$$r = \frac{100 - 98.218}{100} \frac{360}{91} = 0.0705$$

Заметьте, что если бы цена этого векселя была выше, ставка по нему была бы ниже.

(Подумайте, почему в формуле для ставки по векселю  $(100-p)/100$  умножается на  $360/d$ ).

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

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

$$i = \frac{100 - p}{p} \frac{365}{d} \quad [3.2]$$

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

$$i = \frac{100 - 98.218}{98.218} \frac{365}{91} = 0.0728$$

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

### Среднесрочные векселя и облигации

В сентябре 1986 года в обращении находилось около 150 разнообразных выпусков среднесрочных векселей и облигаций с различными купонными процентами и датами погашения. На рисунке 3.1. мы видим, что в обращение было выпущено 897 млрд. долларов в среднесрочных векселях и 242 млрд. долларов облигациях.

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

**Ставка по векселям** — рассчитываемая на погодовой основе норма прибыли, получаемая инвесторами — собственниками казначейских векселей США.

**Купонный эквивалентный доход** — более точная мера дохода на казначейский вексель, чем ставка по векселю. Рассчитывается на 365-дневный год по уплаченной цене, а не по стоимости на момент погашения.

**Среднесрочный казначейский вексель** — рыночная ценная бумага федерального правительства США со сроком погашения от одного года до десяти лет.

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

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

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

| Дата         | Процент | Предложенная цена | Запрашиваемая цена | Изменение | Доход |
|--------------|---------|-------------------|--------------------|-----------|-------|
| январь 89 г. | 145/8   | 116,9             | 116,13             | -0,2      | 8,36  |
| февраль 89   | 113/8   | 107,28            | 108,0              | -0,1      | 8,39  |
| апрель 89    | 143/8   | 116,15            | 116,23             | -0,1      | 8,42  |
| май 89       | 91/4    | 102,24            | 103,0              | +0,1      | 8,21  |
| май 89       | 113/4   | 109,11            | 109,15             | -0,2      | 8,45  |
| июль 89      | 141/2   | 117,19            | 117,27             | -0,2      | 8,52  |
| август 89    | 137/8   | 115,30            | 116,2              | -0,2      | 8,60  |
| октябрь 89   | 117/8   | 110,12            | 110,16             | +0,1      | 8,56  |
| ноябрь 89    | 103/4   | 107,2             | 107,6              | -0,3      | 8,52  |

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

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

**Рис. 3.4**

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

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

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

Рассмотрим котировку на рисунке 3.4 векселя с процентом  $11\frac{3}{4}$  (май 1989 года). Казначейство продало эти

среднесрочные векселя 5 марта 1984 года на общую сумму 6068 млн. долларов.

**Купонная ставка** равна  $11\frac{3}{4}\%$ . Это значит, что вексель на 1 млн.

долларов принесет полугодовую прибыль 58750 долларов, а за год прибыль составит 117.500 долларов, срок погашения для этого выпуска истекает 15 мая 1989 года. В газетах не печатается точная дата погашения, но обычно, это — середина или последний день месяца. При погашении собственник казначейского среднесрочного векселя или облигации получает наличные деньги в размере, равном номинальной стоимости ценной бумаги. Например, лицо, обладающее облигацией на 1 млн. долларов, сдает эту облигацию в день погашения и взамен получает деньги.

Колонка «предложенная цена» на рисунке 3.4 представляет ту цену, которую дилеры платили за этот среднесрочный вексель в момент прекращения деловых операций 6 января 1986 года. Вместо долларов и центов предложенная цена выражена в процентах

к номинальной стоимости (цифры справа от запятой — это тридцать вторые доли). По предложенной цене видно, что дилеры были готовы заплатить  $109\frac{11}{32}$  процента номинальной стоимости, или 1.093.437,50 долларов за вексель

**Уменьшение стоимости** — количество ценных бумаг, которое собственники их выпусков, подлежащих погашению, отказываются принять в виде рефинансирования.

**Предварительная дата** — первая дата (обычно — пять лет до погашения), на которую Казначейство резервирует право выплаты долга по долгосрочной облигации.

**Купонная норма процента** — норма процента, которая указана на ценной бумаге, и которую заемщик обязуется уплатить.

**Запрашиваемая цена** («цена продавца») — цена, по которой дилеры готовы продать рыночные ценные бумаги федерального правительства США.

на 1 млн. долларов. Этот вексель продается с премией, по цене, превышающей стоимость на момент погашения. Если рыночная цена ниже, чем стоимость на момент погашения, то говорят, что ценная бумага продается с дисконтом.

**Запрашиваемая цена** определяет цену, по которой дилеры будут готовы продать среднесрочный вексель. Эта цена, выше чем предложенная цена, и равняется  $109\frac{15}{32}$  процента, или 1.094.687,50 долларов за вексель в 1 млн. долларов. Дилеры покупают ценные бумаги и могут удерживать их на короткий период, прежде чем продавать, надеясь на прибыль от разброса<sup>1</sup>, то есть, от разницы между предложенной и запрашиваемой ценой. В нашем примере при покупке и продаже векселя в 1 млн. долларов разброс равен 12500 долларов. Кроме разброса, на доходы дилеров существенно влияет движение цен на ценные бумаги, поскольку дилеры являются собственниками портфелей ценных бумаг. Когда цены растут, дилеры от этого выигрывают; когда цены падают, они проигрывают. И, бывает, им приходится продавать ценные бумаги с убытком. Успешно действующие дилеры управляют своими запасами бумаг так, чтобы доходы заведомо превосходили убытки.

Колонка «изменение» (см. рис. 3.4) показывает изменение цены по отношению к цене предложения ценных бумаг того же выпуска в предыдущий день. В нашем примере цена среднесрочного векселя упала на  $2/32$ , или на 625 долларов для ценных бумаг стоимостью в 1 млн. долларов.

Самая важная величина в дилерской котировке ценных бумаг федерального правительства — это доход. Здесь под доходом подразумевается **доход на момент погашения** среднесрочного векселя, купленного по запрашиваемой цене и удержанного до погашения. Показатель меняется день ото дня и отражает движение норм процента вверх и вниз. В нашем примере, цена, равная 1.094.687,50 долларов, принесет покупателю суммарную потерю капитала в размере 94687,50, если вексель будет удержан до погашения, потому что стоимость бумаги будет падать от теперешней рыночной стоимости до номинальной стоимости на момент погашения. На оставшиеся 3 года и 110 дней средняя стоимость этой инвестиции есть среднее между запрашиваемой ценой и стоимостью на момент погашения. Следующая формула дает приблизительную оценку дохода на момент погашения:

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

где  $i$  — доход;  $A$  — годовые процентные выплаты;  $C$  — пропорциональный ежегодный доход или убыток (в данном случае — убыток, равный 94687 долларов:  $3,301 \text{ год} = 28684,34$ );  $P$  — запрашиваемая цена;  $M$  — стоимость на момент погашения. Таким образом:

$$i = \frac{117500 + (-28684.34)}{(1094687.50 + 1000000)/2} = 8.48\%$$

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

**Изменения доходов.** Существует фундаментальная зависимость между доходом от ценной бумаги и ее ценой. Если цена падает, то доход растет; если растет цена, то падает доход. Как уже было показано, рост цены выше номинала (стоимости на момент погашения) привел к падению дохода ( $11\frac{3}{4}$ , май 1989

года). Если бы цена этого среднесрочного векселя упала ниже номинала, то доход на него вырос бы. В 1984 году, когда Казначейство продало этот вексель, преобладающая рыночная норма равна его купонной ставке —  $11\frac{3}{4}$ %. Так как Казначейство продает новые

выпуски ценных бумаг по номиналу, или близко к нему, то купонные ставки на среднесрочные векселя должны быть достаточно высоки, чтобы привлечь необходимое количество покупателей. В январе 1986 года, когда до истечения срока погашения бумаги оставалось три года и 110 дней, преобладающие рыночные нормы

процента на трехгодичные ценные бумаги были ниже  $11\frac{3}{4}$ %. Рост

цены этого векселя понизил приносимый им доход так, что эта бу-

**Доход на момент погашения** — прибыль, полученная от ценной бумаги, купленной по запрашиваемой цене и удержанной до погашения.

**Базисный пункт** — изменение дохода от ценной бумаги федерального правительства, равное  $1/100$  процента.

**Процентный риск** — риск того, что цена ценной бумаги упадет из-за роста нормы процента.

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

мага стала не более привлекательна, чем другие ценные бумаги, включая новые выпуски с более низкими процентными ставками.

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

**Эффекты колеблющихся норм процента.** Падение цен на ценные бумаги, вызванное ростом процентных ставок, может породить некоторые проблемы для финансовых учреждений, в собственности которых находятся эти ценные бумаги, приобретенные в период, когда их цена была высока<sup>1</sup>. Банк, купивший ценные бумаги, когда процентные ставки были низки, понесет убытки, если продаст их после поднятия норм процента. С 1981 по 1986 год снижение нормы процента позволяло финансовым учреждениям привлекать необходимые средства, продавая ценные бумаги. До 1981 года рост процентных ставок имел обратный эффект. В то время банки старались не продавать правительственные бумаги, избегая потерь капитала. Так как покупатели ценных бумаг не знают, в каком направлении будут изменяться нормы процента, они не могут избежать риска того, что цена на их ценные бумаги упадет. Этот тип риска называется **процентным риском**, так как он существует из-за возможности роста нормы процента. Он отличается от кредитного риска, то есть риска неплатежа по ссуде. Ценные бумаги федерального правительства США не несут в себе **кредитного риска**, однако с ними связан процентный риск, как впрочем, и с любыми другими ценными бумагами.

**Кредитный риск** — риск того, что заемщик не уплатит по ссуде.

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

## Нерыночные ценные бумаги федерального правительства США

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

**Сберегательные облигации серии EE** — это облигации с **повышающейся стоимостью**. Процент по ним платится только при погашении в размере, равном разности цены, по которой эти ценные бумаги были проданы, и стоимостью на момент погашения. По прошествии шести месяцев с момента выпуска, они могут быть погашены в любой момент. С 1982 года Казначейство продает облигации серии EE со сроками погашения 10 лет, номиналами от 50 долларов до 10.000 долларов по цене, равной половине стоимости на момент погашения. Один инвестор имеет право в течение года приобрести такие облигации на сумму не более 15.000 долларов (цена при покупке).

**Нерыночные ценные бумаги правительства США** — сберегательные облигации или ценные бумаги, которые не могут быть проданы другому лицу.

**Сберегательная облигация** — нерыночная ценная бумага правительства США; существует как в вариантах повышения ее стоимости, так и текущего дохода.

**Облигация с повышающейся стоимостью** — сберегательная облигация, купленная дешевле своей стоимости на момент погашения; процент выплачивается в виде разницы между ценой при покупке и стоимостью на момент погашения.

Во время Второй Мировой войны процент, выплачиваемый при погашении сберегательных облигаций, был невелик и составлял всего 2,9%. Начиная с 1952 года нормы процента периодически повышались, но зачастую они были ниже рыночных. С 1982 года облигации EE, сохраняемые на руках в течение пяти лет, стали давать право на получение плавающего, основанного на рыночных условиях, процента с минимальной ставкой, равной 7,5% в год. Этот рыночный процент составляет 85% среднего дохода на пятилетние рыночные векселя Казначейства в период, когда сберегательная

<sup>1</sup> Федеральный закон о налогообложении несколько упрощает решение поставленных проблем. Он поощряет банки продавать ценные бумаги с убытком, по низким ценам. Для всех ценных бумаг, кроме казначейских векселей, убытки от продажи в любом году с учетом всех выигрышей полностью вычитаются из дохода при налогообложении. — прим. авт.

облигация находится на руках владельца. В 1986 году минимальный уровень был понижен до шести процентов. Выплата федеральных налогов на накопленный процент может производиться регулярно или откладываться до погашения облигации. Это делает облигации серии ЕЕ привлекательными для людей, ожидающих выхода на пенсию или задумывающихся о составлении завещания.

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

С 1982 года Казначейство выпускает сберегательные облигации серии НН только в обмен на облигации серии ЕЕ или на другие типы ранее выпущенных облигаций и среднесрочных векселей. Облигации НН выпускаются номиналом от 500 долларов до 10000 долларов со сроком погашения в 10 лет. Эти облигации являются ценными бумагами с текущим доходом; процент по ним выплачивается каждые полгода в форме чека. В 1982 году тот процент был равен 7,5%, а в 1986 году он был понижен до 6%.

Начиная с 1962 года Казначейство продавало нерыночные ценные бумаги, называемые иностранными правительственными сериями иностранных правительств и финансовых органов. Продажа ценных бумаг этого типа — это одна из попыток контролировать иностранные обменные валютные курсы и приспособиться к дефициту платежного баланса. Правительство США надеялось, что высоколиквидные доллары, накопленные иностранными правительствами, будут замещены менее ликвидными ценными бумагами. В последние годы держатели погасили многие из этих ценных бумаг, каковых осталось в обращении на сумму только лишь 4,1 млрд. долларов (на сентябрь 1986 года).

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

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

**Иностранные правительственные серии** — нерыночные ценные бумаги, которые Государственное казначейство продает иностранным правительствам и финансовым органам.

**Серии правительственных счетов** — казначейские ценные бумаги, продаваемые только федеральным агентствам и траст-фондам.

**Серии местных органов власти** — нерыночные ценные бумаги Казначейства, которые могут быть куплены только правительствами штатов и местными органами власти.

## МУНИЦИПАЛЬНЫЕ ОБЛИГАЦИИ.

**Муниципальные облигации** включают в себя ценные бумаги, выпущенные штатами, городами, округами, маленькими городами, школьными районами и органами управления платными автодорогами. Более чем 91000 различных органов власти продают облигации для финансирования своих проектов, — таких как строительство школ и других общественных зданий, инфраструктуры и жилья.

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

**Муниципальные облигации** — облигации, выпущенные штатом или местным органом власти, — доход по которым не облагается федеральным подоходным налогом.

**Инвестиционный банк** — финансовый институт, контролирующий процесс выпуска муниципальных облигаций, а также акций и облигаций корпораций.

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

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

#### Средние доходы по долгосрочным казначейским облигациям, облигациям корпораций и муниципальным облигациям

Доход от муниципальных облигаций не облагается подоходным налогом. Поэтому для лица, принадлежащего к 35%-ной налоговой группе, муниципальный доход в 6,5% соответствует налогооблагаемой ценной бумаге федерального правительства с таким же риском, приносящей доход, равный 10%. Как показывает эта диаграмма, доходы муниципальных облигаций до налогообложения меньше доходов по другим рассматриваемым ценным бумагам. Доходы от ценных бумаг корпораций превышают доходы от казначейских ценных бумаг, поскольку, кроме налогообложения, здесь существует и кредитный риск.

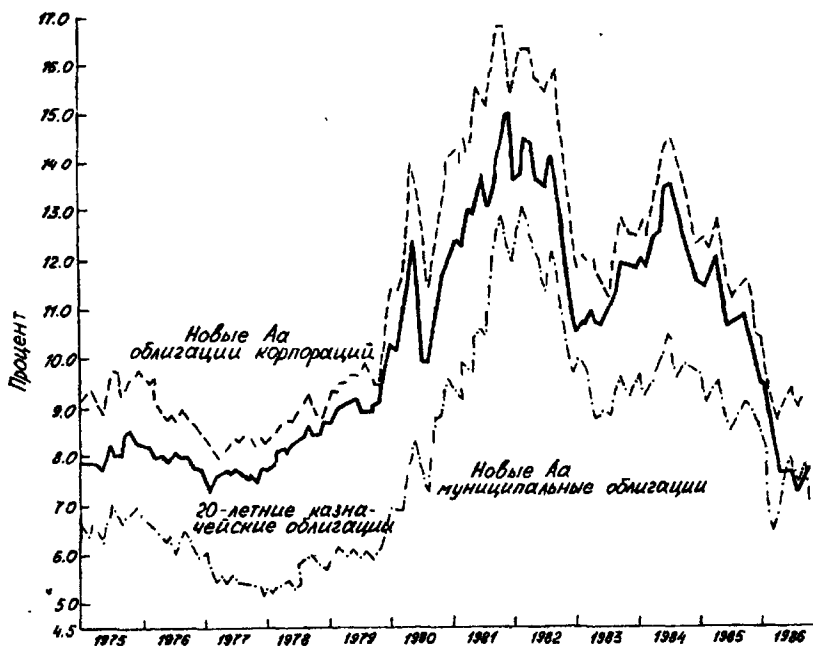


Рис. 3.5

#### Характеристики муниципальных облигаций.

Муниципальные облигации обычно выпускаются номиналами не менее 5000 долларов. По большинству из них выплачивается полугодовой процент (по прилагаемым купонам). Доход от муниципальных облигаций не облагается федеральным подоходным налогом, что делает эти ценные бумаги особенно привлекательными для людей из групп с высоким уровнем жизни. Например, инвестор из категории налогоплательщиков, подпадающих под 50-процентное налогообложение, получит по 7%-ной муниципальной облигации доход, равный облагаемому налогом доходу в 14%.

Когда в 1986 году был принят закон о налоговой реформе, и предельный подоходный налог был снижен, муниципальные облигации потеряли популярность среди людей с высокими доходами. Если, например, налоговая кате-

горя лица сместилась от 50% до 35%, то доход по 7%-ной муниципальной облигации соответствует налогооблагаемому доходу, равному всего лишь 10,8%. Как показано на рисунке 3.5, процент по муниципальным облигациям выглядит более привлекательно, если брать в расчет свободу от налогов, хотя рыночные ставки по муниципальным ценным бумагам и ниже, чем по облигациям корпораций и облигациям Государственного казначейства. Однако, по сравнению с казначейскими облигациями и облигациями корпораций большинство муниципальных облигаций недостаточно ликвидно, что связано с неясностью их ценовых котировок и неразвитостью рынка.

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

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

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

Муниципальные ценные бумаги, полностью обеспеченные налогами местного органа их выпустившего, носят название **общих облигаций**. Эмитенты облигаций, обеспеченных доходом от определенного объекта, выплачивают долг и проценты по ним целиком из прибылей проекта, который финансируется этим выпуском, — например, из сборов, взимаемых на платных автодорогах. Общие облигации обеспечены гораздо более широким спектром активов, чем облигации, обеспеченные доходом от определенного объекта. Однако, условия выпуска облигаций, обеспеченных доходом от определенного объекта, обычно ограничивают величину допустимого долга эмитента, в то время, как владелец общей облигации не может с уверенностью обладать такой информацией. Новые жилищные облигации — это свободные от налогов муниципальные облигации, выпущенные местными жилищными агентствами, но обеспеченные федеральными ресурсами через такой федеральный орган, как Общественная Жилищная администрация (Robert Metz, «Does U. S. Back City's Housing Bonds?» The New York Times, December 10, 1976, p. D2.).

**Общая облигация** — муниципальная облигация, доход по которой и ее стоимость при погашении выплачивается из будущих налоговых сборов эмитента.

### Целевые муниципальные облигации

Традиционно выпуски муниципальных облигаций предназначаются для финансирования общественных проектов. Однако, с конца 70-х годов свободные от налогов целевые муниципальные облигации стали выпускаться для финансирования частных предприятий — таких как аренда жилья, строительство частных домов, студенческие займы, сооружение электростанций, прокладка автомобильных линий, контроль за загрязнением окружающей среды, эксплуатация аэропортов и культурных центров, а также ряда частных неприбыльных организаций как, например, больницы. Предложение этого вида ценных бумаг выросло с 6,8 млрд. долларов в 1975 году до 49,3 млрд. долларов в 1983 году<sup>1</sup>. В 1983 году 36% облигаций этого вида были выпущены для финансирования жилищного строительства, а 43% были облигациями промышленного развития (ОПР).

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

Спрос на этот способ финансирования, особенно развитый в жилищном строительстве, был искусственно ограничен постановкой ряда условий. Эти средства распределялись только среди людей, впервые покупавших дома. Размеры индивидуальных займов и совокупное количество этих займов были также

**Облигация, обеспеченная доходом от определенного объекта** — муниципальная облигация, доход по которой и ее стоимость при погашении выплачиваются из доходов проекта, для финансирования которого она выпущена.

**Целевая муниципальная облигация** — свободная от налогов ценная бумага, выпущенная правительством штата или местным органом власти для финансирования жилищного строительства или другого частного предприятия.

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

ограничены, и федеральное правительство лимитировало разброс между нормой процента, уплачиваемого предпринимателям, и нормой процента, выплачиваемого инвесторам.

### Неуплата по муниципальным облигациям

Со Второй Мировой войны до середины 1970-х годов у местных органов самоуправления почти не было трудностей в выплате процентов и погашении своих задолженностей (за исключением транспортных займов в Западной Вирджинии и Чикаго). Однако, в 1975 году рынок муниципальных ценных бумаг перенес суровый удар, когда город Нью-Йорк столкнулся с серьезными финансовыми трудностями. Два главных банка Нью-Йорка отказались давать займы городу без предварительного предоставления информации об ожидаемых доходах, и группа банкиров потребовала экспертизы, которая должна была выяснить, не превышает ли город свои финансовые полномочия. Городские власти обвинили банки в распространении заведомо необъективной информации, беспрецедентно завышенных требованиях и, как следствие, увеличении своими действиями количества городских финансовых проблем. Поскольку банки по всей стране имели в тот момент ценные бумаги Нью-Йоркского муниципалитета, а семь крупнейших банков Нью-Йорка держали этих ценных бумаг на сумму 1,25 млрд. долларов (9% всего выпуска), Федеральная Резервная Система разработала планы на случай неуплаты муниципального долга. Банкам-членам ФРС было позволено пользоваться кредитами под процент, на 3% больший, чем тот, который существовал для банков-членов ФРС. Кроме этого, банки получили разрешение на то, чтобы в шестимесячный срок понизить банковскую оценку всех ценных бумаг Нью-Йоркского муниципалитета, являвшихся активами этих банков.

В 1975—76 годах Нью-Йорк избежал банкротства с помощью федерального займа, обновления (по низкому проценту) группой банков среднесрочных векселей, покупки ценных бумаг пенсионной системой городских учителей, роста налогов, урезаний бюджета, введения штатом моратория на погашение среднесрочных векселей, а также ряда других мер. Хотя такие города, как Филадельфия, Бостон, Детройт, Буффало, Кливленд, Чикаго и некоторые другие также испытали определенные финансовые трудности, однако серьезных последствий им удалось избежать.

## ЦЕННЫЕ БУМАГИ КОРПОРАЦИЙ

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

### Облигации корпораций

Облигации корпораций обладают теми же основными характеристиками, что и казначейские или муниципальные облигации — разница лишь в том, что эти ценные бумаги выпускаются не правительственными органами, а частными корпорациями. Они имеют сроки погашения и фиксированные выплаты по процентам, и доходы по ним на момент погашения варьируются в зависимости от изменений их цены. Установленный срок погашения обычно находится в пределах от десяти до тридцати лет. Покупатели облигаций — это важный источник финансирования деятельности корпораций, особенно для предприятий общественного пользования. Облигации крупных корпораций, для которых характерна финансовая стабильность, имеют очень небольшой риск неуплаты, однако, как показывает рисунок 3.5, этот маленький кредитный риск все же удерживает средние доходы по этим ценным бумагам на уровне, более высоком, чем доходы по казначейским облигациям. Некоторые облигации корпораций, называемые долговыми обязательствами, (*debentures*), представляют собой общие обязательства выпускающей их компании. Обязательства же, обеспеченные особыми физическими активами, называются облигациями, обеспеченными закладной под недвижимость.

### Акции корпораций

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

### Коммерческие бумаги

**Коммерческие бумаги** — краткосрочные ценные бумаги, выпускаемые в основном промышленниками корпорациями, предприятиями общественного пользования, финансовыми компаниями и банковскими холдинг-компаниями.

Корпорации выпускают важный вид краткосрочных ценных бумаг, называемых **коммерческими бумагами**. Рисунок 3.6 показывает быстрый рост количества коммерческих бумаг находящихся в обращении с 1962 по 1986 год. Несмотря на то, что эти ценные бумаги имели обширное хождение в двадцатые годы, их популярность резко упала во время Великой Депрессии и в годы Второй Мировой войны.

Коммерческие бумаги представляют собой необеспеченный долг, поэтому только компании с солидным кредитным ав-



## Выпущенные в обращение коммерческие бумаги 1962—86 гг.

Коммерческие бумаги — это краткосрочный долг корпорации со сроком погашения от 45 дней и менее. Он не обеспечен, поэтому только корпорации с наивысшими кредитными показателями выпускают в обращение такие ценные бумаги. Как показывает диаграмма, использование коммерческих бумаг за последние 25 лет резко возросло.

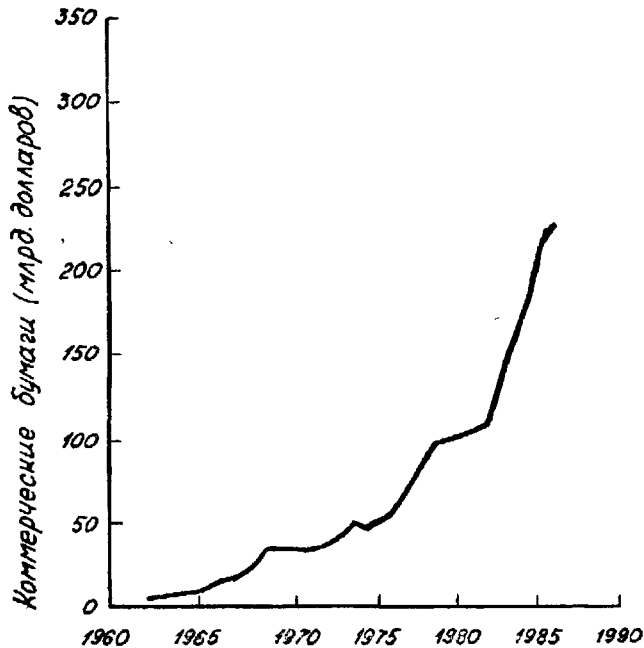


Рис. 3.6

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

Обычно коммерческие бумаги погашаются через 45 дней после выпуска или ранее. Чтобы избежать регистрационных требований Комиссии по ценным бумагам и биржам, срок погашения должен быть меньше 9 месяцев. Коммерческие бумаги обычно имеют номиналы 50.000, 100.000, 250.000, 500.000 и 1.000.000 долларов, хотя некоторые компании выпускают коммерческие бумаги номиналом и в 25.000 долларов. Коммерческие бумаги могут продаваться как с дисконтом, так и с определенным процентом.

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

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

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

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

## ФАКТОРЫ, ОПРЕДЕЛЯЮЩИЕ ТЕКУЩУЮ СТОИМОСТЬ ЦЕННОЙ БУМАГИ

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

### Текущая стоимость ценной бумаги со сроком погашения в 1 год

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

$$P = \frac{M}{1+i},$$

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

$$P = \frac{100 \text{ долларов}}{1.08} = 92.59 \text{ долларов}$$

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

### Текущая стоимость ценных бумаг с многолетним сроком погашения

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

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

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

$$P = \frac{100 \text{ долларов}}{1.166} = 85.76 \text{ долларов}$$

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

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

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

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

где  $A$  — ежегодная процентная выплата.

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

$$P = \frac{6 \text{ долларов}}{1.08} + \frac{6 \text{ долларов}}{1.166} + \frac{6 \text{ долларов}}{1.260} + \frac{100 \text{ долларов}}{1.260} =$$

$$= 5.56 \text{ долларов} + 5.15 \text{ долларов} + 4.76 \text{ долларов} + 79.37 \text{ долларов} = 94.84 \text{ долларов}$$

В этой формуле чем меньше ежегодные выплаты по процентам, тем ниже предложенная цена облигации. Если бы ежегодная выплата в только что рассмотренном примере была равна 5 долларам, то предложенная цена была бы равна всего 92,26 долларов. Процент, выплачиваемый чаще, чем раз в год, и предложенная цена, исчисляемая ранее даты купонных платежей, требуют для расчета текущей стоимости ценной бумаги такого типа привлечения более сложных формул.

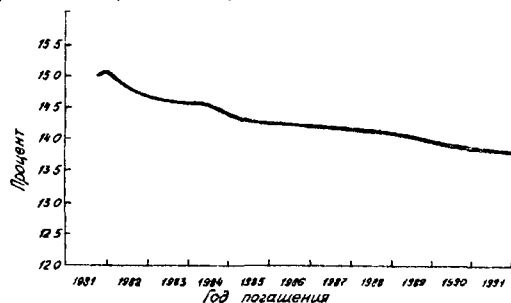
В этих формулах важнейшими источниками неопределенности является норма процента. Отметим, что платежи по процентам и стоимость на момент погашения облигации в этом случае остаются постоянными. При индивидуальной покупке облигаций норма процента, определяющая цену ценной бумаги, зависит от процентных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

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

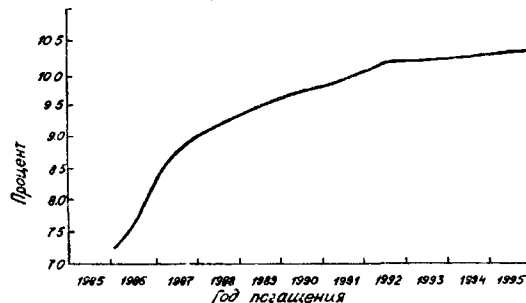
#### Четыре кривые дохода ценных бумаг Государственного Казначейства США

Кривая дохода показывает зависимость между доходом по ценным бумагам определенного типа и сроком погашения этой ценной бумаги. Форма этой кривой для каждого вида ценных бумаг изменяется в зависимости от экономических условий. Если ставки процента относительно высоки, и в будущем ожидается их падение, то наклон кривой дохода будет отрицательным. Кривая на 30 июня 1981 года иллюстрирует такую возможность. В периоды относительной экономической стабильности кривая дохода имеет положительный наклон. Кривые 3,4 иллюстрируют этот случай.

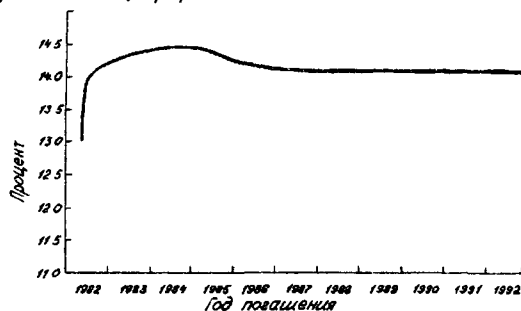
Кривая дохода I, 30 июня 1981 год



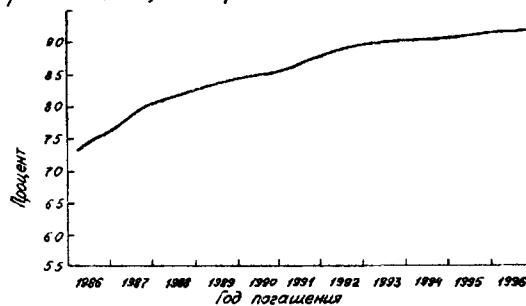
Кривая дохода III, 30 сентября 1985 год



Кривая дохода II, 26 февраля 1982 год



Кривая дохода IV, 31 декабря 1985 год



Кривые экстраполированы на основании анализа наиболее распространенных выпусков ценных бумаг. Отзываемые выпуски рассматриваются с учетом предварительной даты.

Рис. 3.7

## Текущая стоимость акций

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

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

## СТРУКТУРА ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК ПО СРОКАМ ПОГАШЕНИЯ

**Структура процентных ставок по срокам погашения** — связь процентных ставок со сроком погашения облигации.

**Кривая дохода** — кривая, показывающая доходы (на данную дату) от ценных бумаг федерального правительства США различных сроков погашения.

Чтобы продемонстрировать связь процентных ставок со сроками погашения облигаций, то есть, показать структуру процентных ставок, по срокам погашения, мы рассмотрим четыре кривые дохода, изображенные на рисунке 3.7.

Они были построены для четырех различных дат и представляют собой диаграммы доходов по казначейским ценным бумагам со сроками погашения от 3 месяцев до 10 лет, в будущем. Кривые дохода федеральных ценных бумаг особенно интересны для рассмотрения, потому что они отражают прежде всего риск, связанный с различными сроками погашения, а не кредитный риск.

Кривая дохода 1 на 30 июня 1981 года имеет отрицательный наклон. В этот период подъема, перед началом спада 1981—1982 гг., процентные ставки были очень высоки. На кривой дохода 2 (на 26 февраля 1982 г.) есть промежуток возрастания с пиком, приходящимся на 1984 год. Этот промежуток соответствует середине спада 1981—1982 гг. когда процентные ставки все еще оставались высокими. Кривая дохода 3 (на 30 сентября 1985 г.) резко идет вверх при сроках погашения до трех лет, и затем постепенно поднимается на промежутке от 4 до 10 лет. В этот период экономика медленно входила в стадию подъема, причем рыночные ставки процента были ниже, чем ранее. Кривая дохода 4 (на 31 декабря 1985 г.) идет вверх на десятилетнем промежутке, однако она имеет меньший наклон, чем кривая 30 сентября, что отражает существенное падение среднесрочных и долгосрочных процентных ставок в последней четверти 1985 г.

## Изменения кривых дохода

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

**Теория ожиданий.** В соответствии с теорией ожиданий, кривая дохода шла вверх в сентябре и декабре 1985 год вследствие медленного и постепенного экономического подъема. Это наталкивало хозяйственных агентов на мысль о том, что следует ожидать роста процентных ставок. В результате, заемщики пытались получить ссуды в основном по долгосрочным контрактам, что могло привести к росту долгосрочных ставок. Кредиторы же, с другой стороны стремились к краткосрочным займам, также ожидая роста процентной ставки. Подобная ситуация оказывает давление на ставки сверху. Сочетание влияния, оказанного давлением снизу на долгосрочные ставки, и влияния, оказанного давлением сверху на краткосрочные ставки, приводит к тому, что кривая дохода имеет положительный наклон.

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

«Горбатая» кривая дохода февраля 1982 года показывает, что ожидания на ближайшее будущее отличаются от долгосрочных ожиданий. Рост кривой на промежутке от 1982 до 1984 года типичен для периода спада, когда хозяй-

ственные агенты ожидают, что процентные ставки в будущем возрастут. После 1984 года, кривая имеет отрицательный наклон,— скорее всего, потому, что процентные ставки оставались высокими несмотря на продолжающийся экономический спад. Хозяйственные агенты в этот момент ожидали, что ставки будут снижаться постепенно или оставаться на том же уровне.

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

В соответствии с этой теорией, кривая дохода, имеющая отрицательный наклон, отражает предвидение инвесторами понижения процентных ставок в будущем, а кривая, направленная вверх, есть признак того, что инвесторы предвидят повышение процентных ставок. То обстоятельство, что кривая дохода обычно имеет положительный наклон, когда норма процента относительно невелика, как представляется, подтверждает теорию ожиданий, поскольку в этой ситуации инвесторы действительно должны ожидать роста ставок. Когда норма процента относительно высока, отрицательный наклон кривой также вполне объясним с точки зрения этой теории, поскольку резонно ожидать, что инвесторы будут предвидеть падение норм процента в будущем.

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

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

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

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

## НОВОВВЕДЕНИЯ НА РЫНКАХ ЦЕННЫХ БУМАГ<sup>1</sup>

В этой главе мы рассказали об основных традиционных типах ценных бумаг: векселях Федерального правительства, среднесрочных векселях и облигациях; о муниципальных облигациях, облигациях корпораций, ак-

<sup>1</sup> Основано на: David E. Lindsay, John P. Judd, Brian Motley, «An Overview of the U. S. Financial System», послесловие к Seventh Pacific Basin Central Bank Conference on Economic Modeling, Reserve Bank of Australia, Sydney, Australia, December 1—4, 1986.

**Ценные бумаги с нулевым купоном** — ценная бумага, выпущенная Казначейством, проданная с большим дисконтом, не дающая права на получение процентных платежей, которые продаются отдельно.

циях и коммерческих бумагах. Финансовые рынки, активно сотрудничая с правительством, создали целый ряд ценных бумаг инновационного типа.

### Облигации с нулевым купоном

Традиционно, краткосрочные векселя правительства продавались с дисконтом, в то время, как по долгосрочным выпускам производились периодические процентные платежи, получившие название купонов. В некоторых случаях, однако, инве-

сторы предпочитают купить долгосрочные ценные бумаги с дисконтом без купонных платежей. Такие ценные бумаги уменьшают риск, существующий при реинвестировании периодических выплат при неопределенных нормах процента, а в определенных обстоятельствах приносят и некоторые налоговые преимущества.

В начале восьмидесятых годов брокерские фирмы начали покупать выпуски ценных бумаг Казначейства и продавать раздельно индивидуальным инвесторам права на получение будущих платежей, причитающихся владельцам ценных бумаг. Например, теперь один покупатель может купить право на получение купонного платежа в 10.000 долларов в ноябре 1994 г., другой может купить право получения аналогичного платежа в мае 1995 г., и так далее. Эти ценные бумаги продаются с большим дисконтом. Например, в 1986 г. всего за 365 долларов можно было купить платеж в 1.000 долларов, приходящийся на 1998 год. Таким образом, брокеры создали новый тип ценных бумаг — **ценные бумаги с нулевым купоном**.

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

### Ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью

В частном секторе количество **ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью**, резко выросло. Традиционно банки и сберегательные учреждения увеличивали уровень ликвидности в экономике, принимая краткосрочные депозиты и выдавая ссуды, включая ссуды, обеспеченные недвижимостью и основанные на поступлениях по закладным.

**Ценные бумаги, обеспеченные закладными** — новый тип финансового инструмента, дающий возможность осуществлять мелкие инвестиции в общий фонд закладных.

Выступая держателем диверсифицированного портфеля ссуд, банк добивается «рассеивания» риска. Другой способ добиться большего уровня ликвидности и рассеять риск заключается в создании общего фонда закладных и выпуске ценных бумаг, обеспеченных этими закладными, причем выпущенные ценные бумаги в этом случае продаются банкам и некоторым другим инвесторам. В этом случае инвесторы получают право лишь на долю процентных выплат, а также на долю выплат номиналов по закладным. Инвесторы могут приобрести ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, в сравнительно небольших количествах. В этой ситуации кредитный риск распределяется среди всех покупателей этих ценных бумаг, обеспеченных совершенно определенным фондом закладных. Если же некое правительственное агентство, например, такое как Национальная Правительственная Залоговая Ассоциация выступит в качестве гаранта по заломам, то кредитный риск уменьшается в еще большей степени.

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

В последние годы такие ценные бумаги промежуточного типа эмитировались на основе ссуд, выдаваемых для покупки автомобилей, задолженностей по кредитным карточкам, а также под залог жилых домов. Прочитав врезку «3.1 Из практики банковского дела» вы сможете ознакомиться с тем, как это происходит.

### Рынок фьючерных сделок и опционных контрактов

**Фьючерный контракт** — соглашение о покупке или продаже финансовых инструментов или товаров в будущем в оговоренный срок по цене, установленной сегодня (при заключении контракта — прим. пер.).

**Опционный контракт** — право (но не обязательство) купить данную ценную бумагу по установленной в контракте цене в будущем в установленный срок.

В 1980-х годах процентные ставки и цены ценных бумаг изменялись с большим непостоянством, чем в прошлом. Это привело к росту рынков, функционирование которых основано на будущих изменениях цен на ценные бумаги.

Одним из финансовых инструментов подобного типа являются так называемые **фьючерные контракты**. Инвестор, покупающий фьючерный контракт, скажем, на акции корпорации, соглашается купить эти акции в будущем, причем дата покупки фиксируется в контракте, что же касается цены, то договоренность о ней достигается при заключении контракта. Продавец контракта соглашается продать ценные бумаги по прошествии оговоренного в контракте периода времени по сегодняшней цене. Таким образом, ли-

### 3.1 Из практики банковского дела

## 4 МЛРД. ДОЛЛАРОВ АВТОМОБИЛЬНЫХ ЗАЙМОВ ПРЕВРАЩЕНЫ В НАЛИЧНОСТЬ

Банк «Ферст Бостон Корп» продал на 4 млрд. долларов облигаций, обеспеченных ссудами на покупку автомобилей, выданными потребителям компанией GMAC (Дженерал Моторз Аксептэнс Корпорэйшн).. Это — крупнейший займ, полученный корпорацией в американской истории, а также пример того, как творческий подход к финансовому бизнесу позволяет гигантским корпорациям превращать ссуды в наличность в течение дня.

В январе 1986 года компания «Дженерал Моторс» испытывала особые трудности со сбытом своих автомобилей. Компания решила стимулировать сбыт моделей 1986 года, предлагая покупателям низкопроцентные ссуды. Предлагались 36-месячные ссуды под процент, равный 2,9% и 48-месячные ссуды под процент, равный 4,8%. Эти ссуды предназначались специально для покупателей автомашин и малых грузовиков в период с конца августа по 8 октября 1986 года.

Программа оказалась настолько удачной, что были

проданы сотни тысяч машин, однако «GMAC» необходимы были инвесторы с избытком наличных денег. В серии мелких сделок в прошлом году, «Ферст Бостон» уже помог «GMAC» переводить автомобильные ссуды в наличность, но последняя сделка по объему превзошла все предыдущие.

«Ферст Бостон банк» согласился выкупить у «GMAC» все ее ссуды за сумму около 4 млрд. долларов наличными; сумма была ниже совокупной стоимости займов, но «GMAC» получила необходимые ей наличные деньги. Затем банк, с помощью других фирм Уолл-Стрита, продал эти автомобильные ссуды тысячам инвесторов.

Инвесторы, — в основном большие организации — такие, как банки и финансовые фирмы, предлагающие открытие счетов денежного рынка и различные другие услуги, не купили индивидуальные автомобильные ссуды. Вместо этого «Ферст Бостон» создал новый вид ценных бумаг, известный, как обязательства, обес-

печенные активами (ABO); они и были проданы выше указанным инвесторам. ABO — это облигации корпораций, обеспеченные автомобильными ссудами. Инвесторы, покупающие ABO, получают процентные выплаты в размере от 6,3 до 7,27% в течение трех лет. Так как «Ферст Бостон банк» купил у «GMAC» ссуды с процентными ставками 2,9 и 4,8% по цене, меньшей их совокупной номинальной стоимости, то банк сумел создать такую структуру своих ценных бумаг типа ABO, чтобы и инвесторы получали относительно высокой процент, и сам банк имел прибыль.

Покупатели автомобилей, занявшие деньги у «GMAC» в соответствии с этой программой, продолжают выплачивать деньги долга «GMAC», которая будет собирать средства до тех пор, пока они полностью не перейдут к инвесторам, купившим бумаги ABO.

Основано на: David A. Vise, \$4 Billion in Car loans Converted to Cash», The Washington Post, October 15, 1986, p. F1.

цо, планирующее приобрести ценные бумаги в будущем, может избежать риска, связанного с тем, что цена на них возрастет. Однако, если цены упадут, то покупатель утрачивает возможность приобрести эти ценные бумаги по низким ценам.

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

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

## Заглядывая вперед

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

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Существует три основных типа облигаций: федеральные, муниципальные и облигации корпораций. Корпорации, кроме облигаций, выпускают также и акции. Ценные бумаги отличаются друг от друга сроками погашения, шириной рынков, номиналами, уровнями налогообложения кредитного риска, а также нормой приносимой ими прибыли.

2. Когда процентные ставки растут, цены на ценные бумаги падают. Падение цен увеличивает ежегодный доход на капитал, который может получить инвестор, покупая некую ценную бумагу и, тем самым, увеличивает доход на эту ценную бумагу, делая его конкурентоспособным по отношению к растущим процентным ставкам по другим ценным бумагам. Когда норма процента падает, происходит противоположный процесс.

3. Ценные бумаги с короткими сроками погашения считаются ликвидными, потому что их цены мало изменяются в результате изменений нормы процента. Например, если процентные ставки возрастут, то цены краткосрочной ценной бумаги упадут не в такой же степени, а лишь до уровня, необходимого, чтобы ежегодное приращение капитала, приносимое ценной бумагой было достаточно велико для поддержания конкурентоспособности этой ценной бумаги.

4. Казначейство выпускает три основных типа рыночных ценных бумаг федерального правительства США: векселя, среднесрочные векселя и облигации. Срок погашения казначейского векселя — менее одного года; вексель продается с дисконтом. Казначейские среднесрочные векселя и облигации имеют срок погашения более одного года и по ним выплачивается купонная ставка.

5. Текущая стоимость или цена ценной бумаги зависит от нормы процента (для дисконтирования процентных выплат) и от стоимости бумаги на момент погашения. Если ставка процента растет, то текущая стоимость падает; если ставка процента падает, то текущая стоимость растет.

6. Доходы по краткосрочным ценным бумагам обычно ниже доходов по долгосрочным бумагам; иногда доходы по краткосрочным ценным бумагам могут превышать доходы по долгосрочным ценным бумагам. Изменения форм кривых дохода зависят от изменений в ожиданиях будущих величин процентных ставок, от предпочтений ликвидности и от рыночных условий в различных сегментах рынков ценных бумаг.

7. В последние годы на финансовых рынках появилось множество нововведений, таких, например, как облигации с нулевым купоном, ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью; растет количество фьючерных и опционных контрактов.

### Термины для повторения

Государственный долг

Первичный рынок

Вторичный рынок

Рыночные ценные бумаги

Форма книжной записи

Срок погашения

Казначейский вексель

Аукцион векселей

Неконкурентная заявка

Ставка по векселям

Купонный эквивалентный доход

Среднесрочный казначейский вексель

Рефинансирование

Уменьшение стоимости

Предварительная дата

Купонная норма процента

Запрашиваемая цена

Доход на момент погашения

Базисный пункт

Процентный риск

Нерыночные ценные бумаги правительства США

Сберегательная облигация

Облигация с повышающейся стоимостью

Иностранные правительственные серии

Серии правительственных счетов

Серии местных органов власти

Муниципальные облигации

Муниципальный банк

Общие облигации

Облигация, обеспеченная доходом от

определенного объекта

Целевая муниципальная облигация

Коммерческие бумаги

Структура процентных ставок по срокам погашения

Кривая дохода

Ценная бумага с нулевым купоном

Ценная бумага, обеспеченная недвижимостью

Фьючерный контракт

Опционный контракт (опцион)

Кредитный риск



**Вопросы для повторения**

1. В чем разница между рыночными и нерыночными ценными бумагами федерального правительства США?
2. По каким характеристикам различаются казначейские векселя, среднесрочные векселя и облигации?
3. Почему Казначейство США продает ценные бумаги федерального правительства именно на аукционе?
4. Как подсчитать ставку по векселю, если до погашения остался 91 день и цена равна 97,727 долларов? Вычислите купонный эквивалентный доход этого же векселя.
5. Если по облигации стоимостью 1000 долларов, имеющей цену, равную 942,70 долларов, выплачивается купонная ставка, равная  $4\frac{1}{8}\%$ , то каков будет приблизительный доход на момент погашения в момент времени за четыре года до наступления даты погашения?
6. Как вы объясняете тот факт, что цены облигаций могут падать ниже номинала? Почему иногда они продаются с премией?
7. Почему сберегательные облигации США считаются ликвидными активами?
8. Какие основные типы инвесторов покупают правительственные ценные бумаги?
9. Что такое коммерческие бумаги?
10. Что такое кривые дохода? Объясните, почему они могут иметь отрицательный наклон в периоды процветания и высоких процентных ставок? Почему они могут иметь положительный наклон в периоды спада?

**Темы для обсуждения.**

1. Федеральное правительство ограничивает количество сберегательных облигаций, которые может приобрести один человек. Разумна ли такая политика?
2. На еженедельных аукционах казначейских векселей организации, инвестирующие менее 200000 долларов, не обязаны вносить конкурентные заявки. Обсудите причину такой политики.
3. Для чего покупают среднесрочные казначейские векселя, продаваемые с премией?
4. Если бы у вас были некие сбережения, позволяющие вам осуществить инвестиции, то какой тип ценной бумаги вы бы выбрали: казначейские облигации, муниципальные облигации или облигации корпораций? Почему?
5. Кривая дохода правительственных ценных бумаг иногда имеет отрицательный наклон, что противоречит норме. При каких условиях, по вашему мнению, кривая дохода будет иметь отрицательный наклон, а при каких — положительный?



# Часть II



# БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

**Часть II**

**БАНКОВСКОЕ  
ДЕЛО**

---

# СИСТЕМА КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

**После изучения настоящей главы, вы сможете**

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

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

**Коммерческие банки** — банки, представляющие широкий диапазон финансовых услуг, в особенности открытие счетов до востребования и предоставление ссуд и кредитов.

**Сберегательное учреждение** — взаимно-сберегательный банк, ссудо-сберегательная ассоциация или кредитный союз.

**Коммерческая ссуда** — краткосрочная ссуда, выдаваемая хозяйственному агенту обычно с целью финансирования покупки товарных запасов.

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

Как следует из данных таблицы 4.1, в 1985 г. в США функционировало более 15.000 коммерческих банков. В перечень услуг, оказываемых этими банками своим клиентам в настоящее время входит, помимо открытия текущих вкладов до востребования (че-

ковых депозитов) и выдачи **коммерческих ссуд**, целый ряд новых услуг. Современные коммерческие банки, помимо чисто коммерческих ссуд, предоставляют ссуды под залог недвижимости, ссуды на потребительские цели, а также инвестируют средства в покупку ценных бумаг самых разных видов. Кроме того, они обычно предоставляют услуги по открытию сберегательных и срочных счетов наряду с обычными вкладами до востребования, а также занимаются многими другими видами деятельности, включая сдачу в аренду сейфов для хранения ценностей, обмен иностранной валюты, выпуск кредитных карточек и продажу дорожных чеков (travelers checks). Некоторые коммерческие банки производят операции через свои трастовые отделы, осуществляют сделки с ценными бумагами правительства США, сдают в аренду оборудование, гарантируют размещение ценных бумаг корпораций и муниципальных органов, предлагают компьютерные услуги.

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

В 1985 г. в США функционировало более 15.000 коммерческих банков. Это число отразило длительный период сокращения численности коммерческих банков. В 1921 г. в США существовало почти 30.000 подобных учреждений. Множество мелких банков в деградирующих сельскохозяйственных районах страны было закрыто, что сократило общее число банков до 24.000 в 1929 г. Великая Депрессия нанесла банковскому делу сильнейший удар. Треть функционирующих банков разорилось за первые пять лет Депрессии, что сократило их общее число до 15.519 в 1934 г. Волна поглощений, происходивших в 1940-е и 1950-е гг. еще больше сократила их численность. Лишь в 1960-е годы численность банков вновь начала расти, что было связано со снятием отдельных ограничений на получение банковского чартера.

| Конец года  | Все коммерческие банки | Национальные банки | Банки штатов | Банки-члены ФРС | Банки, не входящие в ФРС | Отделения банков |
|-------------|------------------------|--------------------|--------------|-----------------|--------------------------|------------------|
| 1921 (июнь) | 29788                  | 8150               | 21638        | 9745            | 20043                    | 1455             |
| 1929        | 24026                  | 7403               | 16623        | 8522            | 15504                    | 3353             |
| 1934        | 15519                  | 5462               | 10057        | 6442            | 9077                     | 3007             |
| 1941        | 14278                  | 5117               | 9161         | 6616            | 7662                     | 3564             |
| 1950        | 14121                  | 4958               | 9163         | 6870            | 7251                     | 4721             |
| 1960        | 13472                  | 4530               | 8942         | 6172            | 7300                     | 10216            |
| 1970        | 13688                  | 4621               | 9067         | 5768            | 7920                     | 21424            |
| 1980        | 14836                  | 4425               | 10411        | 5422            | 9414                     | 38353            |
| 1985        | 15068                  | 4967               | 10101        | 6050            | 9018                     | 43092            |

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

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

В 1985 г. в США было 22 коммерческих банка, активы каждого из которых превосходили 20 млрд. долларов. Крупнейший коммерческий банк «Ситикорп оф Нью-Йорк» имел совокупные активы более 170 млрд. долларов. Однако большинство банков имеют небольшие размеры. Как следует из рис 4.2, в 1983 г. банк среднего размера имел активы от 25 млн. долларов до 50 млн. долларов.

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

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

| Размеры активов<br>(млн. долл) | Численность<br>банков | Объем внутренних<br>активов (млрд. долларов) |
|--------------------------------|-----------------------|--|
| Менее 5                        | 356                   | 1,2  |
| 5-9,9                          | 1302                  | 10,2   |
| 10-24,9                        | 4162                  | 70,9   |
| 25-49,9                        | 3747                  | 134,1  |
| 50-99,9                        | 2623                  | 181,0  |
| 100-299,9                      | 1578                  | 250,3  |
| 300-499,9                      | 258                   | 97,3   |
| 500-999,9                      | 191                   | 132,5  |
| 1000-4999,9                    | 206                   | 422,9  |
| 5000 и более                   | 50                    | 727,1  |
| Всего:                         | 14473                 | 2027,3                                       |

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

Рис. 4.2

## РАЗВИТИЕ СИСТЕМЫ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ И ИХ КЛАССИФИКАЦИЯ

### История банковского дела в США

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

Первым коммерческим банком США, получившим чартер<sup>1</sup>, стал Банк Северной Америки, образовавшийся в Филадельфии в 1781 году. Акционерные коммерческие банки стали финансовыми учреждениями нового типа. Деньги, создаваемые этими банками (банкноты и депозиты), значительно увеличили совокупное предложение денег в стране. Кроме того, эти банки стали новыми источниками кредитов, столь необходимых для растущей экономики.

<sup>1</sup> Чартер — документ на право ведения банковских операций.— прим. ред.

Хотя никто конкретно не брался за организацию коммерческих банков, и чартерные банки развивались за пределами США, Александр Гамильтон, первый в истории министр финансов США, оценил потенциал, скрытый в чартерных банках и содействовал распространению этого нововведения (см. 4.1 «Кто сказал? Кто сделал?»).

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

**Свободные банковские акты** — законы, принятые в начале XIX века, значительно упростившие получение банковского чартера от администрации штата.

чартера. К 1860 г. свободные банковские акты были приняты примерно в половине всех штатов.

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

### Национальные банки и банки штатов

Принятые в 1863 г. Национальный валютный акт, а в 1864 г. — Национальный банковский акт — наделили федеральное правительство правом санкционировать ведение банковских операций — выдавать чартер. С этого времени банки, получившие чартер от федерального правительства, стали называться **национальными банками**. Банки, получившие чартер от правительства штатов получили название **банков штатов**. Существование национальных банков и банков штатов создало банковскую систему двойного подчинения (dual system of banking).

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

**Национальный банк** — банк, получивший чартер от отдела контролера денежного обращения США.

**Банк штата** — банк, получивший чартер от правительства штата.

в США в период Гражданской войны.

Как явствует из данных рисунка 4.1, в 1985 г. в США насчитывалось лишь 4967 национальных банков по сравнению с 10101 банком штатов; однако реальное значение банков штатов не соответствует их количественному перевесу, так как в большинстве своем это весьма небольшие по размеру банки.

Получение чартера от правительства штата приносит преимуществу в тех штатах, где принятая система правовых ограничений имеет менее жесткий характер, чем система федеральных ограничений. В разных штатах действуют самые разные ограничения; так в отдельных случаях установлен потолок банковских штрафов за выписывание чеков на суммы, превышающие суммы, лежащие на счетах; ограничена доля банковских активов, которые можно вкладывать в недвижимость за пределами данного штата; иногда требуется даже специальное разрешение правительства штата на скрытые в новых банковских операциях, другим штатам, в особенности, таким как Южная Дакота и Делавэр.

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



## 4.1 «Кто сказал! Кто сделал!»

### АЛЕКСАНДР ГАМИЛЬТОН, 1755-1805.

Среди отцов — основателей Соединенных Штатов Александр Гамильтон был ведущей фигурой в сфере финансов и банковского дела. Он был также одним из первых сторонников развития системы коммерческих банков. Именно он написал чартер для «Банка Нью-Йорка», который одним из первых получил чартер от правительства штата. В основу этого чартера А. Гамильтон положил чартер «Банка Англии». Он также написал двадцатилетний чартер для «Банка Соединенных Штатов», который и был выдан банку Конгрессом США в 1791 г., хотя в 1811 г. Конгресс и отказался про-

длить действие чартера. Александр Гамильтон, кроме того, ввел в американское банковское законодательство принцип, согласно которому банк должен был держать часть стоимости выпускаемых им банкнот в резервах.

Гамильтон приобрел широкую известность, заняв в 1789 г. пост министра финансов США, на котором он работал до 1795 г. Находясь на посту министра финансов, он написал известный трактат под названием «Первый отчет об общественном кредите» (First Report on the Public Credit). В этом документе Гамильтон выступил в защиту полной выплаты внутренне-

го и внешнего долга нового правительства, за признание долгов периода войны, связанных с убытками, нанесенными отдельными штатами, а также за создание системы налогообложения, которая создала бы возможности для погашения этих обязательств. Эта позиция сразу увеличила кредитные возможности Соединенных Штатов как внутри страны, так и за ее пределами. Заслуги Гамильтона признаются и сегодня. Его портрет помещен на лицевой стороне десятидолларовой банкноты, а на обратной стороне помещено изображение здания Министерства финансов США.

кам в состоянии увеличить как число банковских услуг, предоставляемых обществу, так и усилить конкуренцию в банковской сфере.

В наши дни заявки на открытие новых банков как и прежде подвергаются серьезной экспертизе с целью определения экономической безопасности и целесообразности их открытия, однако ограничения ослабли настолько, что позволяют сотням новых банков выходить на рынок. (см. 4.1 «Из практики банковского дела»).

#### Банки-члены ФРС и банки-не члены ФРС

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

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

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

**Контролер денежного обращения** — лицо, назначаемое президентом США для работы в министерстве финансов, ответственное за регулирование деятельности национальных банков и контроль за их деятельностью (банковские ревизии).

**Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 г.** — законодательный акт, в соответствии с которым была расширена сфера контроля Федеральной Резервной Системы, а Инструкция бала упразднена.

До принятия закона 1980 года требования к резервам для банков-нечленов ФРС значительно отличались друг от друга в разных штатах, оставаясь тем не менее на уровне низком, чем тот, что считался обязательным для банков-членов (Alton Gilbert and Jean M. Lovati, «Bank Requirements and Their Enforcement: A Comparison across States», Federal Reserve Bank of St. Louis Review (March 1978), pp. 22-31). Кроме этого, в ряде штатов банкам-нечленам ФРС разрешалось считать депозиты в других коммерческих банках, средства, вложенные в ценные бумаги правительства США, а также неинкассированные денежные суммы резервами банка. Более того, во многих штатах банки-не члены ФРС не обязаны представлять регулярные отчеты о своей финансовой деятельности, необходимые для исчисления их резервов. От них требуется лишь иметь в банке надлежащим образом составленные регистрационные записи, которые могли бы дать возможность ревизорам из штатных банков произвести ревизию. Что же касается банков-членов, то им теперь придется подчиниться требованию один раз в две недели вести учет резервам.

#### **Закон о дерегулированных депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением от 1980 года.**

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

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

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

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

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

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

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

7. Закон увеличивает минимальный объем депозитов, подлежащих страхованию Федеральной корпорацией по страхованию депозитов с 40000 долл. до 100000 долл.

Источник: «Public Law 96-211, March 31, 1980», in U. S. Statutes at Large, Vol. 94, Part 1 (96th Cong., 2nd sess., 1980), pp. 132-193.

Табл. 4.1

## **Организация системы коммерческих банков**

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

### **Банки с отделениями**

С конца Второй Мировой войны численность отделений американских коммерческих банков в США увеличилась с 4000 в 1947 г. до примерно 43000 в 1985 г. Большинство отделений принадлежащих банкам своих штатов, однако существуют и отделения банков других штатов.

В период между Гражданской и Второй Мировой войнами Контролер денежного обращения выдал разрешение на открытие отделений лишь очень небольшому числу национальных банков, хотя некоторые отделения банков предоставляли услуги сторонникам Юга и Среднего Запада до начала Гражданской войны, явно как не запрещала, так и не разрешала открытие отделений национальных банков.

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

Перед Второй Мировой войной большинство комиссий штатов по банковским делам самостоятельно запрещало штатным банкам открывать отделения банков внутри штатов. Как явствует из рис. 4.3, в некоторых штатах банкам до сих пор запрещено открывать отделения, однако постепенно эти запреты отменяются. Так, в наиболее густонаселенных штатах — Калифорния и Нью-Йорк — закон разрешает создание разветвленной сети отделений банков. В ряде штатов отделения штатных банков должны располагаться в пределах города или округа, где находится главная контора или в округе, соседствующим с главной конторой.

## 4.1 Из практики банковского дела

### РОЖДЕНИЕ БАНКА

В 1985 году Стефани Халпер, основатель и председатель правления «Папмер Нэшнл Бэнк оф Вашингтон», усмотрел возможность создать новый банк в быстро растущих окрестностях Вашингтона — в районе Вирджиния. В этом районе с огромной быстротой шло новое жилищное строительство, возникали новые высокотехнологические парки. Было очевидно, что все это потребует расширения банковских услуг. Несколько отделений местных вирджинских банков уже обслуживали этот район, однако Халпер пришел к выводу, что небольшой банк, расквартированный в этом районе, может обладать определенными конкурентными преимуществами над уже существующими отделениями.

Прежде всего ему необходимо было собрать группу инвесторов, желающих совместно внести необходимый для открытия банка капитал в 4 млн. долларов. Однако в этой ситуации Халперу подходили далеко не все состоятельные пайщики. Созданию плодотворного взаимодействия учредителей и отдела маркетинга нового банка предшествовали новые усилия. Так, в число учредителей вошли владельцы недвижимости, служащие высокотехнологических фирм этого района и другие лица, которые, через свои деловые связи могли создать реальную сферу деловой активности для нового банка, как только он откроется.

Контролер денежного обращения ослабил ограничения на выдачу чартеров банкам, но это не сделало получение согласия на ходатайство об открытии банка простой задачей. Для этого необходимо представить детальный план маркетинговой деятельности, а также прогнозы о величине будущих активов и пассивов. Каждый инвестор обязан представить детальный отчет о состоянии личных финансов, который затем направляется в Федеральное бюро расследований для негласной проверки. Управление Контролера денежного обращения располагает списком «нечестных игроков» с описанием случаев допущенных ими нарушений принятой практики банковских операций. Этих лиц Управление не желает видеть в роли участников любых вновь организуемых банковских предприятий.

Однако подлинной «Уловкой-22» (В оригинале игра слов. «Уловка-22» (Catch 22) — название знаменитого романа Дж. Хеллера. Имеется русский перевод.— прим. пер.) было требование о предании широкой гласности имени кандидата на пост председателя правления банка, что необходимо было сделать при подаче регистрационных документов. Очевидно, что это довольно нелепое требование, так как совершенно естественно, что будущий председатель правления скорее всего будет одним из служащих какой-нибудь местного банка. Однако как только будущий банк предаст

огласке имя своего предполагаемого председателя правления, нынешний работодатель этого лица об этом узнает, что приведет к тому, что предполагаемый кандидат просто потеряет работу. Если же при этом будет отклонено ходатайство об открытии нового банка, то будущий председатель правления окажется в очень сложном положении. К счастью, Халпер нашел некоего Хэла Маккарти, высококвалифицированного и опытного местного банкира, который в это время работал в качестве консультанта, а не на какой-либо конкретный банк. Ему удалось преодолеть этот барьер.

Казалось, что представители Контролера хотят знать буквально все. Как выглядит договор об аренде здания нового банка? Сколько людей, намеренных работать в новом банке, переедут в этот район? Кто осуществляет поставки оборудования и средств безопасности? Какие мероприятия намечено предпринять по повышению квалификации служащих? Опыт банковских операций, которым располагали Халпер и Мак-Карти, дал им возможность исчерпывающим образом ответить на все поставленные вопросы, и удовлетворить любопытство представителей Контролера по всем пунктам. В ноябре 1986 г., когда было закончено строительство элегантного банковского офиса, пышным банкетом было отмечено превращение банка из предпринимательской надежды в коммерческую реальность.

Штаты, где разрешено открытие отделений банков на всей территории штата, где разрешено ограниченное открытие отделений и где разрешено функционирование только бесфилиальных банков.

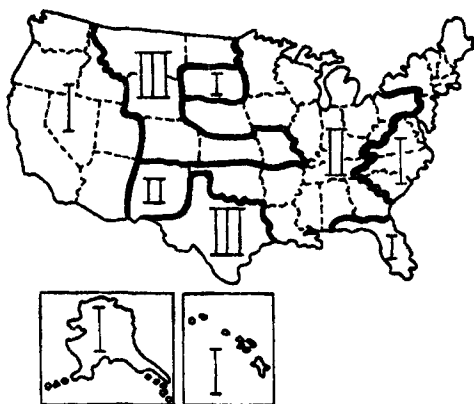
Традиционно в США сложилась система бесфилиальных банков. До Второй Мировой войны большинство штатов запрещало открытие отделений. В наши дни в большинстве штатов западного и восточного побережья разрешено открытие отделений. Во многих штатах введены ограничения на открытие отделений. В ряде штатов было введено разрешение на проникновение ограниченного числа банков, не относящихся к этим штатам.

1 — штаты, где разрешено открытие отделений на всей территории штата

2 — штаты, где разрешено открытие отделений ограничено

3 — штаты, где разрешено функционирование только бесфилиальных банков

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, April 1986.



- I штаты, где разрешено открытие отделений на всей территории штата  
 II штаты, где разрешено открытие отделений ограниченно  
 III штаты, где разрешено функционирование только бесфилиальных банков

Рис. 4.3

Среди представителей правительства, занимающихся регулированием банковских операций, отсутствует единая точка зрения, считать ли отделениями банков банковские автоматы и электронные компьютерные терминалы, расположенные в супермаркетах и торговых центрах. Контролер денежного обращения принял решение, в соответствии с которым терминалы национальных банков, находящиеся вне пределов здания банка, не являются отделениями банка. Это решение было впоследствии уточнено: максимальное расстояние между терминалом и главной конторой банка или ближайшим отделением его было определено в 50 миль. Позднее суд более низкой инстанции постановил, что банковские автоматы и электронные компьютерные терминалы должны считаться отделениями банков в том значении этого слова, которое подразумевается Законом Макфэйдена, и на этом основании могут быть запрещены законами штатов. Верховный Суд отказался пересмотреть это постановление, оставив его в силе.

Именно эти решения в значительной степени и оказали влияние на позиции отдельных штатов, которые поставили отделения банков вне закона.

В последние годы электронные компьютерные терминалы стали широко распространены во многих штатах. Более того, некоторые банки совместно владеют сетями банковских автоматов, которые позволяют получать деньги и переводить их с одного счета на другой на территории целых районов, а в некоторых

**Открытие отделений** — ситуация, при которой один банк обслуживает большие территории с помощью сети отделений и банковских автоматов.

случаях и в любой точке страны. В целом же осуществление банковских операций с использованием банковских автоматов — весьма быстро растущая сфера финансовой деятельности.

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

Кроме того, представители правительства, занимающиеся регулированием банковских операций, с неприязнью относятся к открытию отделений банков. Крупный банк с множеством отделений — потенциальный источник гораз-

до большего количества проблем, связанных как с проведением ревизий, так и с осуществлением контроля за его деятельностью. Например, головной банк может перемещать денежные средства из одного отделения в другое, что сделает крайне затруднительной точную оценку деятельности всего банка в целом.

До настоящего времени продолжается спор о том, какой тип банка — имеющий отделения или бесфилиальный — в наибольшей степени соответствует запросам жителей сельских и пригородных районов. Хотя крупные банки с сетью многочисленных отделений часто предоставляют более обширный ассортимент банковских услуг, чем бесфилиальные банки, последние в состоянии в свою очередь пользоваться услугами, обычно связанными с наличием отделений банка, через посредство налаженных корреспондентских отношений с более крупными банками. Например, национальный банк Северной Вирджинии (см. «4.1 Из практики банковского дела») ожидает, что личные контакты его бесфилиального банка, расположенного в пригородном районе, дадут этому банку определенные преимущества в конкурентной борьбе с отделениями банков, обслуживающих этот район.

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

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

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

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

Развитие системы внутриштатных банковских отделений получило мощный толчок в период нестабильности в банковском деле, имевший место в 1980-х годах. В настоящее время многие банки открыли отделения, предоставляющие весь диапазон банковских услуг. Представители правительства, занимающиеся регулированием банковских операций обычно пытаются присоединить «большие» финансовые учреждения (как сберегательные учреждения, так и банки) к более сильным учреждениям. Однако поскольку далеко не всегда удается найти такие сильные финансовые учреждения в пределах того же штата, где расположено и «большое» финансово-кредитное учреждение, власти в этом случае одобрительно относятся к слияниям банков, предоставляющих все виды банковских услуг даже в тех случаях, когда они расположены в разных штатах. Это существенное изменение в практике федерального регулирования банковского дела может радикально изменить организацию всей банковской системы США.

К концу 1986 г. 36 штатов приняли законодательные положения, разрешающие доступ на территорию своих штатов банковских холдинговых компаний, расположенных в других штатах. В ряде штатов подобные слияния разрешены только в пределах ограниченных территорий, причем лишь для тех штатов, законодательства которых незна-

**Банк с ограниченными услугами** — банковская контора, которая не подпадает под категорию отделений банков, так как она не осуществляет одну из двух важнейших банковских операций — либо не принимает депозиты, либо не выдает ссуды.

**Банк, созданный согласно закону Эджа** — дочернее банковское учреждение, осуществляющее международные банковские операции.

## 4.2 Из практики банковского дела

### БЕЗОПАСНОСТЬ И БАНКОВСКИЕ АВТОМАТЫ

Когда некая Марлен Солофф едет за наличными деньгами к банковскому автомату, она всегда берет с собой своего знакомого. Эта мера предосторожности стала для нее обычной после того, как однажды ее прямо у банковского автомата ограбил неизвестный молодой человек, отобрав у нее личную карточку, приводящую автомат в действие и забрав 20 долларов наличными.

По мере того, как банковские автоматы получают все более широкое распространение, как банки, так и их клиенты испытывают все возрастающий страх перед тем, что все большее количество преступников начнет рассматривать автоматы и тех, кто ими пользуется, в качестве источника легкой наживы.

Законодательные органы штатов Калифорния и Пеннсилвания внесли предложения, смысл которых сводился к тому, чтобы сделать банковские автоматы более безопасными. Однако банкиры полагают, что дорогостоящие, принудительным образом введенные меры безопасности едва ли создадут реальную защиту

клиентам и деньгам. Так, например, скрытая телекамера, обозначающая место получения денег, (мера предложенная администрацией штата Пеннсилвания) без труда может быть уничтожена грабителями.

Сторонники введения подобных законодательных мер в качестве контраргумента выдвигают тезис о том, что финансовые учреждения, размещающие банковские автоматы, делали это, не уделяя достаточного внимания вопросам безопасности. Так Шарон Норберг, ответственный за вопросы электронных банковских операций в Первом национальном банке г. Шривпорта, штат Луизиана, возражает против установки банковских автоматов в малонаселенных местах, заявляет: «Мне приходилось видеть банковские автоматы, расположенные вблизи густых лесных массивов, куда я и днем-то не рискнул бы пойти».

Практически все эксперты высказывают мнение о том, что сами клиенты банковских автоматов могут наилучшим образом затруднить задачу грабежа для пре-

ступников. Например, полиция города Фресно, штат Калифорния, предлагает клиентам банковских автоматов следующие несложные меры предосторожности: возьмите кого-нибудь из знакомых, если отправляетесь за деньгами в темное время суток; убедитесь, что рядом с автоматами нет никаких подозрительных личностей; избегайте пользоваться услугами автомата в местах, где потенциальный грабитель может оставаться незамеченным.

Большинство этих советов кажутся совершенно тривиальными, однако к сожалению, на них далеко не всегда обращают внимание. Так, Марлен Солофф заметила человека, сидящего в припаркованном автомобиле до того, как начала изъятие денег из автомата, но не обратила на него внимания. «Если бы это произошло сейчас, я бы даже не вышла из машины, — говорит она. — Я бы даже вообще не остановилась».

Источник: по материалам Robert L. Rose, «ATM Use Rises, Prompting Fear of More Crimes», The Wall Street Journal, June 19, 1986, pp. 33.

чительно отличаются друг от друга. Большинство региональных банковских систем стремятся не допустить проникновения банков ведущих финансовых центров в свои регионы. В 1985 г. Верховный суд США поддержал действие принятые штатами законов, регулирующих деятельность региональных банковских систем, которые препятствуют проникновению на территорию штатов банков, не относящихся к данному региону.

## МЕЖДУНАРОДНЫЕ БАНКОВСКИЕ ОПЕРАЦИИ

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

**Зарубежные отделения американских банков.** В 1985 г. 175 банков США имели 900 отделений в более, чем 80 зарубежных странах и регионах за пределами США. Зарубежные активы американских банков достигли 485 млрд. долларов, то есть около одной пятой их совокупных активов внутри страны. Экспансия за рубеж дает возможность банкам США оказывать большую поддержку многонациональным корпорациям и выдавать ссуды в тех районах, где банкам США оказывать большую поддержку многонациональным корпорациям и выдавать ссуды в тех районах, где ставки ссудного процента наибольшие. Банкам-членам ФРС для открытия зарубежных отделений необходимо получить разрешение от Совета управляющих Федеральной Резервной Системы. Отметим, однако, что имевшие место в ряде стран факты экспроприации банковской собственности отбили охоту у многих банков открывать зарубежные отделения. Помимо открытия отделений за рубежом, банки США имеют законное право размещать

специализированные отделения для осуществления международных деловых операций в пределах США, но вне пределов собственного штата. Хотя такие банки, созданные согласно закону Эджа, разрешены в США с 1919 г., их число увеличилось с 37 в 1965 г., до более чем 200 в 1984 г. Для того, чтобы усилить позиции американских банков в их конкурентной борьбе с растущим числом зарубежных банков, действующих в США, был принят Закон о международных банковских операциях 1978 г., который существенно либерализовал действие Закона Эджа. До 1979 г. каждая кредитно-финансовая корпорация, созданная в соответствии с Законом Эджа, могла осуществлять операции по международному кредитованию только в одном штате (букв. — «из одного штата» — прим. пер.). В настоящее время такие корпорации могут действовать вообще не будучи стесненными границами штатов.

В 1981 г. Совет управляющих Федеральной Резервной Системы приостановил действие множества инструкций, которые ранее содействовали тому, чтобы американские банки осуществляли банковские операции из своих зарубежных отделений. Банкам США было разрешено создавать так называемые Международные банковские (денежные) средства<sup>1</sup> (МБС) в США (Federal Reserve Bulletin, July 1981, pp. 562-563). МБС не являются отделениями банков; они представляют собой специфические обособленные группы счетов в банковских бухгалтерских книгах. МБС могут обслуживать депозиты и ссуды в любой валюте. В дополнение к этому, МБС могут участвовать в крупных финансовых операциях с иностранными гражданами, причем все ограничения, налагаемые на резервы, не являются для МБС обязательными.

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

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

Закон о международных банковских операциях 1978 года впервые сформулировал специальные федеральные инструкции, регулирующие банковские операции зарубежных банков, действующих на территории США. Американские банки сетовали на то, что федеральные инструкции лишали их ряда преимуществ в конкурентной борьбе. В то время, как Закон Макфэддена запрещал банкам США открывать отделения за пределами своего штата, зарубежным банкам это было разрешено. Помимо этого, иностранным банкам было разрешено заниматься операциями на условиях «андеррайтинга» (гарантированного размещения)<sup>2</sup>, а также продавать акции в Соединенных Штатах. Известно, что деятельность этого рода американским банкам была запрещена Законом о банках от июля 1933 года. Кроме того, несмотря на весьма крупные размеры практически всех иностранных банков, весьма жесткие требования Федеральной Резервной Системы, касающиеся обязательного уровня резервов для больших банков, были для иностранных банков не обязательны. Поэтому расходы иностранных банков на поддержание резервов значительно меньше, чем у американских банков. Сейчас все отделения и агентские конторы иностранных банков должны подчиняться тем же общим требованиям к резервам, что и все американские банки. Кроме этого иностранные банки получили право получить ссуды в Федеральных резервных банках. Для того, чтобы открыть отделение банка в другом штате, иностранный банк теперь должен выбрать какой-нибудь штат в качестве «своего» (в оригинале — «Home state» — прим. пер.), где он и будет осуществлять свои операции; в этих условиях он может создать новое отделение или агентскую контору только с разрешения того штата, в котором он будет осуществлять свои основные операции. Новые отделения и агентские конторы за пределами «своего» штата могут (имеют право) открывать депозитные счета только лицам, не проживающим в этом штате или же субъектам деятельности, относящейся к финансированию международной торговли. Иностранные банки, тем не менее, продолжают сохранять некоторые относительные преимущества. Все банковские операции, которые ими уже осуществлялись к моменту принятия нового закона, исключены из числа подпадающих под вновь принятые ограничения и запреты.

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

<sup>1</sup> В оригинале — international banking facilities (прим. пер.)

<sup>2</sup> Принятие банком обязательства разместить на рынке ценные бумаги клиента и приобрести ту часть, которая не будет размещена. — прим. В. М. Усопкина (см. Рид Э. и др. Коммерческие банки, М., 1983).

### Слияния банков

В соответствии с Законом о банковских слияниях 1960 г. ответственность за санкционирование банковских слияний возлагается на федеральные органы, осуществляющие регулирование банковского дела. В ведение Контролера денежного обращения передавалось рассмотрение и утверждение планов поглощения национальными банками прочих банков. Совет управляющих Федеральной Резервной Системы решает вопросы, относящиеся к банковским холдинг-компаниям и штатам банкам-членам ФРС. Вопросы слияния застрахованных банков-нечленов ФРС решает Федеральная Корпорация по страхованию депозитов (ФКСД). Закон о банковских слияниях 1966 г. (поправки к Закону 1960 г.— прим. ред.) запрещает слияния банков, если они существенно ослабляют конкуренцию (за исключением тех случаев, когда какие-либо другие преимущества для общества, возникающие в результате слияния не сделают его желательным). В дополнение к вышесказанному следует указать и на то, что Министерство юстиции США неоднократно прибегало к использованию антитрестовского законодательства для того, чтобы предотвратить несколько банковских слияний, которые могли бы серьезно расстроить механизм конкуренции. В широко известном деле Филадельфийского национального банка (1963 г.) Верховный суд США одобрил действия Министерства юстиции, предпринятые для предотвращения слияния «Филадельфия Нэшнл бэнк» и «Джирард Траст Корн Исксчейндж бэнк», хотя слияние и было одобрено Контролером денежного обращения (Irwin M. Stelzer, *Selected Antitrust Cases*, 3rd ed. (Homewood Ill.: Richard D. Irwin, 1966), pp. 130-153.). В том случае, когда вмешивается Министерство юстиции, оно должно начать судебное разбирательство не позднее, чем через 30 дней после окончательного одобрения федерального агентства; процесс слияния приостанавливается до тех пор, пока вопрос не будет окончательно решен в ходе государственного антитрестовского судебного процесса.

На рис. 4.4 показано, как значительно возросло число банковских слияний в 80-е годы в связи с возросшей нестабильностью банковской сферы и введением более либеральных антитрестовских мер. Слившиеся банки помогли правительству справиться с проблемой возрастания числа банкротств банков. В настоящее время правительственные органы, регулирующие деятельность банковских институтов, нередко даже поощряют слияние банков, функционирующих в разных штатах. (См. «4.1 Денежная политика в действии»). Дело в том, что эти органы часто справедливо считают, что слияние банковского института, стоящего на грани банкротства, с более здоровым банком явно предпочтительнее, чем его банкротство.

#### Число банков, приобретенных при помощи слияний и общие активы приобретенных банков, 1960-1983 гг.

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

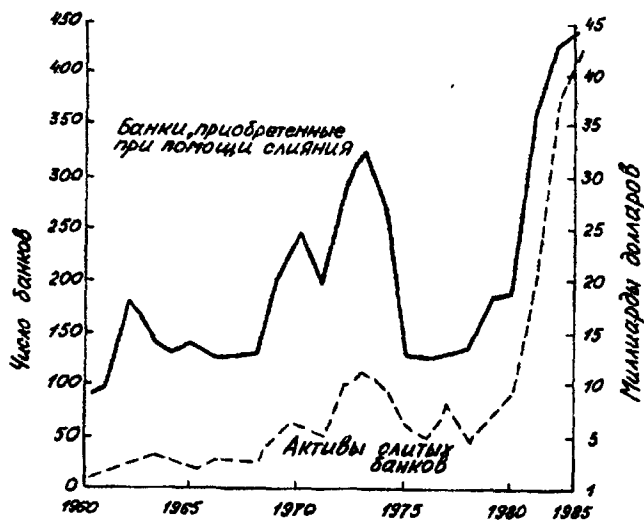


Рис. 4.4



## Банковские холдинг-компании

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

**Преимущества банковских холдинг-компаний.** Первые банковские холдинг-компании старались извлечь преимущества, связанные с наличием сети отделений в тех штатах, где открытие отделений было запрещено. Они рассматривали уникальным преимуществом контролировать банки, расположенные в нескольких штатах. Одна из старейших банковских холдинг-компаний, ранее носившая имя «Вестерн Бэнкорпорейшн», а теперь переименованная в «Ферст Интерстейт Бэнкорп», контролирует банки большинства западных штатов. В последние годы многие банки реорганизовались и учредили банковские холдинг-компании для того, чтобы расширить круг своих операций в тех сферах, где банкам запрещено действовать (речь идет о лизинге, факторинговых операциях<sup>1</sup>, участии в инвестиционных операциях и предоставлении консультационных услуг). Кроме того, до отмены централизованного регулирования величины процентных ставок по депозитам, банковские холдинг-компании могли привлекать денежные средства, не подпадающие под ограничения, налагаемые максимальной величиной процентных ставок, установленных федеральным правительством, что и делалось путем продажи банковскими холдинг-компаниями коммерческих бумаг<sup>2</sup> или с помощью каких-либо иных операций по привлечению кредитов.

**Банковские холдинг-компания** — корпорация, осуществляющая контроль над одним или более банком посредством владения пакетом акций этого (этих) банков.

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

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

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

В 1970 г. сфера правительственного регулирования была законодательно распространена и на одноканальные холдинг-компании, что дало Совету управляющих Федеральной Резервной Системы определенную власть над ними (См. *Federal Reserve Bulletin*, January 1971, pp. 29-33; Roy A. Shofland, «Bank Holding Companies and Public Policy Today», in *Committee on Banking, Currency and Housing, U. S. House, 94th Congress, 2nd sess. Fine: Financial Institutions and the Nations Economy: Compendium of Papers Prepared for the FINE Study Committee Print* (Washington, D. C.: U. S. Government Printing Office, June 1976), pp. 233-283.). После принятия Закона 1956 г. численность одноканальных холдинг-компаний стремительно возрастала. С 1972 г., когда последовало распоряжение о регистрации всех банковских холдинг-компаний, и до сего дня, в сферу регулирования Федеральной Резервной Системы попало более 6000 банковских холдинг-компаний. Из данных рис. 4.5 следует, что в 1984 г. на долю банков, находящихся во владении холдинг-компаний, приходилось 86% всех депозитов коммерческих банков США.

<sup>1</sup> К числу факторинговых операций относятся такие, как перепродажа права на взыскание долгов, перепродажа на комиссионных началах, некоторые коммерческие операции по доверенности.— прим. ред.

<sup>2</sup> Под коммерческими бумагами США понимаются обращающиеся на рынке обязательства крупных компаний, не имеющие специального обеспечения.— прим. ред.

## 4.1 Денежная политика в действии

### СЛИЯНИЕ «УЭЛЛС ФАРГО-КРОКЕР»

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

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

Измерителем рыночной концентрации, принятым в Министерстве юстиции США, является индекс Герфиндала-Хиршмана. Он

равен сумме квадратов процентных долей фирм на рынке. Чем меньше величина индекса, тем сильнее конкуренция. Если, например, на рынке действуют всего два банка, причем рыночная доля каждого составляет 50%, то индекс будет равен 5000. Если на рынке действуют 10 банков, и рыночная доля каждого составляет 10%, то индекс будет ниже, и составит 1000 пунктов. Такой рынок обладает меньшей концентрацией. В современных условиях существует практика, согласно которой слияние, повышающее абсолютную величину индекса до 1800 не будет санкционировано.

Решая вопрос о географических границах рассматриваемого рынка, регулирующие органы должны кроме всего прочего определить и то, какие финансовые институты должны быть включены в число конкурентов. Раньше эти органы могли четко выделить коммерческие банки из всей мас-

сы финансовых учреждений. Однако времена меняются, и теперь сберегательные учреждения и брокерские фирмы открывают клиентам чековые текущие счета и дают ссуды, составляя конкуренцию коммерческим банкам. Если сберегательные учреждения и другие финансовые институты включаются в систему рынка услуг коммерческих банков, то конкуренция, измеренная индексом Герфиндала-Хиршмана, естественно понижается. Рассматривая вопрос о санкционировании слияния «Уэллс Фарго-Крокер», регулирующие органы включали в число конкурентов гораздо более широкий спектр финансовых учреждений, чем это обычно делается при оценке рыночной конкуренции.

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

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

#### Корреспондентские отношения между банками

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

**Банки-корреспонденты** — банки, связанные между собой системой межбанковских депозитов.

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

## Банковские директора и служащие

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

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

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

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

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

| Год   | Число зарегистрированных холдинг-компаний | Контролируемые ими банки | Контролируемые ими отделения | Общие депозиты (в млрд. долл.) | Доля (в%) общих депозитов в общих депозитах всех коммерческих банков США |
|-------|---|--------------------------|------------------------------|--------------------------------|--|
| 1957  | 50  | 417                      | 851                          | 15.1                           | 7.5%   |
| 1968  | 80  | 629                      | 2262                         | 57.6                           | 13.2   |
| 1970  | 121                                       | 895                      | 3260                         | 78.1                           | 16.2   |
| 1972* | 1607                                      | 2720                     | 13441                        | 379.4                          | 61.5   |
| 1976  | 1912                                      | 3791                     | 19203                        | 553.6                          | 66.1   |
| 1980  | 3056                                      | 4954                     | 24970                        | 840.6                          | 70.4   |
| 1984  | 6070                                      | 8625                     | 35618                        | 1411.2                         | 86.4   |

\* Однобанковские холдинг-компании, зарегистрированные начиная с 1972 г.

Источник: Federal Reserve Bulletin; Board of Governors of the Federal Reserve System, Annual Statistical Digest, 1973-77 (Washington, D. C., 1978), pp. 277, 283; 198, P. 187; 1984, P. 210.

Рис. 4.5

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Эра современных банков началась с учреждения банков, получивших правительственные чартеры. С момента введения федерального банковского законодательства в 1860-х годах некоторые банки получили чартер федерального правительства, некоторые — от правительств штатов.

2. В отдельные периоды времени выдача чартеров новым банкам была запрещена, что отражало политическое воздействие уже существующих банков, их боязнь конкуренции, а также предпринимавшееся правительством усилие по предотвращению нестабильности банковской системы. В наши дни чартеры выдаются более свободно.

3. Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 года подчинил все банки требованиям, предъявляемым к банковским резервам Федеральной Резервной Системы. Это устраняет главное различие между банками-членами и банками-нечленами ФРС.

4. Открытие отделений банков получило широкое распространение в США в период после Второй Мировой войны. Отделения открывались как в пределах отдельных штатов, так и за их пределами и даже за рубежом. Распространение банковских контор в крупных городах, появление банков с ограниченными услугами и электронно-вычислительной техники ускорило географическую экспансию банковских операций.

5. Большинство крупных банков являются частями банковских холдинг-компаний. Эта форма организации банковского дела не только допускает открытие банковских отделений, но и облегчает проникновение в новые сферы деятельности (лизинг и оказание услуг по инвестиционному консультированию), создает возможности для обхода ряда правительственных инструкций и может привести к появлению новых экономических операций. Законодательство, регулирующее деятельность банковских холдинг-компаний, запрещает экспансию банков в новые сферы деятельности.

6. Правительственное регулирование процессов банковских слияний, а также регулирование деятельности банковских холдинг-компаний преследует цель поддержания конкурентных условий в банковской сфере. В последние годы конкуренция в этой сфере усилилась благодаря проведению менее жесткой политики выдачи чартеров, более широкой поддержке открытия отделений банков, появлению электронных терминалов и распространению в США международных банковских операций. Конкуренция усилилась также и в связи с быстрым ростом других финансовых институтов, как сберегательного учреждения и взаимные фонды денежного рынка, которые предоставляют многие услуги, обычно характерные для коммерческих банков.

### Термины для повторения

|   |                                      |
|---|--------------------------------------|
| Коммерческий банк   | Бесфилиальный банк                   |
| Сберегательное учреждение   | Открытие отделений                   |
| Коммерческая ссуда  | Банк с ограниченными услугами        |
| Свободные банковские акты   | Небанковский банк                    |
| Национальный банк   | Банк, созданный согласно Закону Эджа |
| Банк штата  | Банк-корреспондент                   |
| Контролер денежного обращения   | Банковская холдинг-компания          |
| Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 г. |                                      |

### Вопросы для повторения

1. Опишите ранние разновидности государственного регулирования банковской сферы.
2. Каковы функции Контролера денежного обращения?
3. Приведите примеры ограничений конкуренции в банковской сфере США.
4. Приведите примеры усиления конкурентной борьбы в банковской сфере в США в последние годы.
5. Чем отличаются друг от друга национальный и штатный банки? Банк-член ФРС и банк-нечлен ФРС?
6. Каким образом Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 г. уменьшил различие между банками-членами ФРС и банками-нечленами?
7. Каким образом бесфилиальные банки могут достичь отдельных преимуществ, связанных с наличием банковских отделений?
8. В силу каких причин банки США развернули свои операции за пределами страны?
9. Опишите виды деятельности, осуществляемой зарубежными банками на территории США:
10. Каковы цели создания и функционирования банковских холдинг-компаний?

### Темы для обсуждения

1. Если бы вы старались организовать новый банк, предпочли бы вы получить чартер из рук Контролера денежного обращения и основать национальный банк, или вы предпочитаете получить чартер от правительства штата и банк штата? Объясните ваш выбор.

2. Предположим, что ваш банк не является членом Федеральной Резервной Системы. Теперь, когда вы должны выполнить требования, касающиеся банковских резервов такие, как и банки-члены ФРС, станете ли вы подавать заявление о вступлении в члены Федеральной Резервной Системы? Обсудите, почему «да» или почему «нет».

3. Обсудите вопрос о том, должны или нет электронные компьютерные терминалы считаться отделениями банков.

4. Вы за или против открытия банковских отделений за пределами штата, где расположена главная контора банка? Обоснуйте.

5. Многие банки в последнее время реорганизовались, получив чартер на руководство банковской холдинг-компанией. Обсудите причины, делающие этот тип организаций столь привлекательным.

6. Правительственные запреты на проведение слияний в последние годы были аннулированы. Обсудите причины, лежащие в основе старой политики запрещения слияний и новой политики, их поощряющей.

---

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

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

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

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

## НЕКОТОРЫЕ ОБЩИЕ ПРИНЦИПЫ

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

### Балансовые отчеты

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

На день, к которому подготавливался отчет, 31 декабря 1986 г., бухгалтеры составили список всех банковских активов. Включили в него все объекты собственности, как реальные, так и финансовые, которыми владеет банк, в том числе кассовую наличность, ценные бумаги, вычислительную технику и так далее. Обратите внимание, что ссуды, выданные банком, учитываются в активах банка, поскольку они предоставляют обязательства осуществления будущих платежей банку в соответствии с оговоренными графиками. Совокупные активы банка на это число составили 156.956.000 долларов.

На то же самое число приведены в балансовом отчете данные о банковских пассивах (*liabilities*). В их число включаются все денежные требования, выставленные банку, кроме требований его владельцев. В статьях пассива наибольшее и важнейшее значение имеют банковские депозиты (вклады). Кроме них к пассивам относятся также краткосрочные кредиты в форме соглашений об обратном выкупе, ссуды, полученные банком под недвижимость и некоторые другие статьи. Совокупные пассивы банка составили 148.093.000 долларов.

Обратите внимание на то, что совокупные активы банка превосходили его совокупные пассивы. Это — свидетельство того, что «Дартмут Нэшнл» является **платежеспособным** банком. Банкиры рассматривают платежеспособность приблизительно с той же точки зрения с какой врачи изучают характер сердцебиения пациента. С точки зрения банковского дела неплатежеспособный банк сталкивается примерно с теми же проблемами, что и больной, у которого не прощупывается пульс. Тем не менее, как явствует из примера «5.1 Денежная политика в действии», жизнедеятельность неплатежеспособных банков иногда поддерживается с помощью специальных «систем жизнеобеспечения».

Для того, чтобы правильно понять, что такое платежеспособность, представьте себе, что банк продает все свои активы по ценам, равным суммам, обозначенным в балансовом отчете, получая, таким образом, 156.956.000 долларов. Из этих поступлений банк рассчитывается по всем своим обязательствам, обозначенным в пассивах в соответствии с их балансовой стоимостью, выплачивая сумму в 148.093.000 долларов. В результате этих операций у владельцев банка сохраняется остаточные требования к банку на сумму 8.863.000 долларов. Таким образом, разность между банковскими активами и пассивами составляет реальную величину **капитала банка, представленного в форме акций**. Этот остаток иначе обозначается термином **собственный капитал банка**. Банк в нашем примере является платежеспособным, поскольку величина его акционерного капитала (капитала, представленного в акциях), больше нуля. Неплатежеспособный банк — это банк, чьи пассивы (обязательства) превышают его активы. Такой банк имеет нулевую или отрицательную величину акционерного капитала.

**Балансовый отчет** — определенное расположение бухгалтерской информации о состоянии дел банка, показывающее баланс между активами (кредит) с левой стороны отчета и пассивами (дебет) и собственным капиталом предприятия (*net worth*) с правой стороны отчета.

**Активы** — кассовая наличность, банковские депозиты, ценные бумаги, ссуды, недвижимость и другие объекты «физической» собственности, которыми владеет то или иное лицо или фирма.

**Пассивы** — требования (*claims*), выставленные фирме или юридическому лицу (за исключением требований самого владельца или владельцев фирмы).

**Платежеспособный банк** — банк, активы которого превосходят его пассивы.

**Капитал, представленный в акциях** — собственный капитал банка, или величина, на которую банковские активы превосходят пассивы банка.

**Собственный капитал банка** — величина, на которую активы превосходят пассивы.

### Финансовое состояние «Дармут Нэшнл Бэнк» на 31 декабря 1986 г.

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

| Активы в тыс. долл.  |        | Пассивы в тыс. долл.   |        |
|--|--------|--|--------|
| Кассовая наличность  | 1071   | Депозиты до востребования  | 18633  |
| Остаток на счетах в федеральном резервном банке                | 5286   | Нау-счета  | 30619  |
| Чеки на инкассо  | 7644   | Депозиты казначейства США  | 690    |
| Остатки на счетах в банках-корреспондентах                     | 530    | Депозиты штатов и политических учреждений                            | 602    |
| Ссуды, предоставляемые другим банкам с депозитов данного банка |        | Сберегательные депозиты и деньги на «сберкнижке» (passbook deposits) | 4834   |
| в Федеральном резервном банке                                  | 7000   | Депозитные счета денежного рынка (ДСДР)                              | 40007  |
| Депозитивные сертификаты (ДС)                                  | 5497   | Мелкие срочные вклады  | 32727  |
| Казначейские векселя (КВ)                                      | 6584   | Ценные бумаги, проданные на условиях обязательного обратного выкупа  | 11509  |
| Ценные бумаги федеральных агентств                             | 3551   | Крупные краткосрочные вклады   | 6230   |
| Облигации муниципалитета                                       | 4632   | Задолженность по закладным и прочие пассивы                          | 2242   |
| Ценные бумаги, выпущенные под залог недвижимости               | 3091   | Всего пассивов:  | 148093 |
| Векселя, облигации и акции корпораций                          | 5710   | <b>Капитал, представленный в акциях:</b>                             |        |
| Ссуды  | 101640 | Обычные акции  | 200    |
| Банковские помещения и другие активы                           | 4720   | Резервный капитал (surplus)  | 1003   |
| Всего:   | 156956 | Нераспределенная прибыль и резервы                                   | 7663   |
|  |        | Всего акционерный капитал  | 8863   |
|  |        | Всего пассивов и акционерного капитала:                              | 156956 |

Рис. 5.1.

### T-счета

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

**T-счет** — упрощенный балансовый отчет, обычно используемый для того, чтобы показать изменения, последовавшие за банковской (коммерческой) операцией той или иной фирмы или банка

### T-счет 5.2

#### «Дартмут Нэшнл Бэнк»

#### Активы

Кассовая наличность

+ \$1000

#### Пассивы и счета движения капиталов

Без изменений

## 5.1. Денежная политика в действии

### НЕПЛАТЕЖЕСПОСОБНОСТЬ НЕ ВСЕГДА ПРИВОДИТ К ЗАКРЫТИЮ БАНКА

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

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

«Никому не нужна собака, на которой полно блох», заявил Л. Л. Боумэн, уполномоченный от штата по делам сбережений и ссуд. «Каждый день, пока эта Ассоциация работает, стоит Федеральной

корпорации по страхованию сбережений и ссуд больших денег».

Однако ссудо-сберегательная ассоциация г. Беркбернетта, Техас — не единственная финансово-кредитная организация, терпящая бедствие, несмотря на это получившая санкцию на продолжение деятельности. В 1986 г. более 400 ссудосберегательных ассоциаций продолжали функционировать, не обладая платежеспособностью. Помимо этого, десять крупнейших банков США имели в своих балансовых отчетах ссуды на сумму 55 млрд. долларов, выданные пяти латиноамериканским странам и Филиппинам. По имеющимся оценкам эти десять ссуд на 150% превосходят их акционерный капитал. Между тем реальная ценность этих ссуд может оказаться на 20 и даже 50 процентов меньше, чем их балансовая ценность. Таково мнение многих банкиров и аналитиков.

Единственное, что сохраняет иллюзию платежеспособности многих бедствующих финансовых институтов — это практика «откладывания убытков от ссуд» («loan loss deferral»). Она сводится к тому, что активы учитываются по их

балансовой стоимости даже тогда, когда их рыночная стоимость намного меньше, что связано с высокой вероятностью невыполнения обязательств должниками. Если бы активы были уменьшены до величины их реальной стоимости, то потери сократили бы акционерный капитал банка на величину списания. В ряде случаев это привело бы к тому, что собственный капитал банка стал бы равен нулю или меньше.

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

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

T-счет 5.1. представляет собой пример несложной операции. Он показывает, что произойдет, если клиент положит на депозит в «Дартмут Нэшнл Бэнк» 1.000 долларов наличными. В этой книге в дальнейшем будет приведено еще достаточно большое количество T-счетов.

**Управление портфелем** — управление активами и пассивами банка, преследующее достижение целей прибыльности, платежеспособности и ликвидности.

#### Портфельный подход к управлению банком

В прежние времена банкиры держали финансовые документы в кожаных сумках, получивших название портфелей. В наши дни финансовая учетная документация принимает форму невидимых электронных бухгалтерских проводок (записей в электронные

«банковские книги» — прим. пер.), однако сам термин **портфель** сохранился. Теперь он означает просто всю совокупность банковских активов и пассивов. Основной задачей банковских служащих является такое управление портфелями банка, которое в наибольшей степени отвечает целям банка, исходя из действующих инструкций, регулирующих банковские операции.

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



ликвидности. Банк, предоставляющий слишком много рискованных ссуд или не оказывающийся в состоянии обеспечить ликвидность, необходимую в некоторых непредвиденных ситуациях, может оказаться неплатежеспособным.

Помимо этого, управление портфелем должно быть подчинено общей маркетинговой стратегии банка. Так, например, и «Дартмут Нэшнл Бэнк» и «Нэшнл Бэнк оф Нозерн Вирджиния», о которых уже шла речь в предыдущей главе, являются преимущественно «розничными» банками (*retail banks*). В число их целей входит привлечение депозитов местных потребителей и деловых предприятий, предоставление широкого ассортимента услуг своим клиентам, а также готовность удовлетворить их потребности в ссудах. Маркетинговый план такого крупного финансового центра, как «Чейз Манхэттэн», будет существенно отличаться от плана розничных банков. Он будет основываться в гораздо большей степени на таких источниках денежных средств, как **обращающиеся обязательства** (пассивы) (*negotiable liabilities*), к числу которых относятся ДС<sup>1</sup> и так называемые соглашения об обратном выкупе (*repurchase agreements — RP*). Кроме того, «Чейз Манхэттэн» является участником операций на общем мировом рынке ссуд. Очевидно и то, что маркетинговый план «Индиан Хед Корпорейшн», банковской холдинг-компании, действующей в масштабах своего штата (именно она купила «Дартмут Нэшнл Бэнк» в 1985 г.) будет отличаться от обоих вышеупомянутых планов.

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

## КАССОВАЯ НАЛИЧНОСТЬ И ОСТАТКИ, НЕ ПРИНОСЯЩИЕ ПРОЦЕНТОВ<sup>2</sup>

Активы, стоящие на первом месте в балансовом отчете «Дартмут Нэшнл Бэнк» (см. рис. 5.1) представляют собой наличные деньги (или валюту) и монеты, находящиеся в банке; эта статья активов носит название «кассовая наличность». К числу других активов относятся три типа не приносящих процента балансовых остатков: остатки на счетах в Федеральном Резервном Банке, чеки и другие платежные документы в процессе инкассирования<sup>3</sup>, и такие остатки на счетах в банках-корреспондентах. Банки, в силу различных причин, держат средства на каждом из этих активов.

### Кассовая наличность.

Банковская кассовая наличность представлена монетами и бумажными деньгами в сейфах и других хранилищах банка. Банк обязан всегда иметь наличные деньги, поскольку по закону он обязан по первому требованию оплачивать чеки, выписанные по текущим депозитам, а также возвращать наличные деньги, положенные на сберегательные и срочные депозиты по прошествии оговоренного периода времени. Банк также обязан иметь монеты и бумажные деньги любого достоинства для того, чтобы быть в состоянии предоставить в распоряжение своих клиентов ту сумму наличных денег (в тех количествах и купюрах), которую они пожелают.

Ввиду того, что сумма наличных денег, поступающих ежедневно на депозиты от клиентов банка примерно равна сумме изъятия наличных денег, банк может нормально функционировать, обходясь сравнительно небольшим объемом кассовой наличности по сравнению с размерами банковских депозитов. Как следует из рис. 5.1, на 31 декабря 1986 г. кассовая наличность «Дартмут Нэшнл Бэнк» составляла всего 1.071.000 долл. В то же время совокупные депозиты банка составляли 134.342.000 долл. Банки избегают держать в наличных очень крупные суммы денег из-за относительной легкости, с которой они могут быть украдены, а также потому, что эти деньги не приносят дохода в форме процента. Кассовая наличность банка по закону считается его резервом, хотя в более крупных банках резервы состоят из обязательных остатков на счетах в Федеральных резервных банках.

| Т - счет 5.2                                    |           | «Дартмут Нэшнл Бэнк»               |  |
|---|-----------|------------------------------------|--|
| Активы  |           | Пассивы и счета движения капиталов |  |
| Кассовая наличность                             | + \$ 1000 | Без изменений                      |  |
| Остатки на счетах в федеральном Резервном банке | — \$ 1000 |                                    |  |

<sup>1</sup> ДС — депозитные сертификаты (разновидность срочных вкладов, при которой вкладчик получает сертификат — прим. пер.)

<sup>2</sup> Cash and Noninterest — Bearing Balances.

<sup>3</sup> В балансе — «чеки на инкассо» (прим. пер.)

Т-счет 5.3.

**«Дартмут Нэшнл Бэнк»**

Активы

Пассивы и счета движения капиталов

Остатки на счетах в Федеральном Резервном Банке

—\$ 1000

Депозиты

—\$ 1000

Т-счет 5.4

**«Дартмут Нэшнл Бэнк»**

Активы

Пассивы и счета движения капиталов

Чеки на инкассо

+\$ 1000

Депозиты

+\$ 1000

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

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

Если отток (outflow) наличных денег превосходит их приток (inflow), то банк может пополнить свой запас монет и бумажных наличных денег, заказав дополнительный их объем в Федеральном резервном банке. Коммерческие банки держат вклады в Резервных банках, которые работают практически по тому же принципу, что и текущие вклады частных лиц в коммерческих банках. Т-счет 5.2 демонстрирует, как изменится балансовый отчет, если «Дартмут Нэшнл Бэнк» получит 1000 долларов наличными из своего Федерального резервного банка. В этом случае кассовая наличность «Дартмут Нэшнл» возрастет, но величина его вклада в Федеральном резервном банке уменьшится. Если бы «Дартмут Нэшнл Бэнк» внес на депозит в Федеральный резервный банк 1000 долларов наличными, то его остаток на депозите в Федеральном резервном банке увеличился бы, а кассовая наличность сократилась бы.

**Остатки на счетах в Федеральном резервном банке**

На 31 декабря 1986 г. остатки на счетах «Дартмут Нэшнл Бэнк» в Федеральном резервном банке г. Бостона составили 5.286.000 долл. (см. рис. 5.1). Эти остатки служат двум целям: они выполняют функцию обязательных по закону резервов и используются при клиринге<sup>1</sup> и для инкассации.<sup>2</sup> В соответствии с законом (коммерческие) банки обязаны держать в резервах суммы, равные определенной доле их депозитов. Поскольку счета в Федеральном резервном банке представляют собой депозиты до востребования, и, соответственно, не приносят процентов, обычно банки стараются ограничить размеры своих резервных авуаров минимальной определенной законом величиной.

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

<sup>1</sup> Клиринг (банковский) — безналичные расчеты между банками, зачет взаимных требований банков.— прим. пер.

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

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

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

Наряду с обработкой чеков, подлежащих оплате другими банками, которые банк получает от своих вкладчиков, банк должен также обрабатывать и те чеки, которые выписаны на него, если такие чеки получены другими банками. Теперь на всех чеках содержится закодированная информация, помогающая при сортировке чеков и отправке их в адрес тех банков, где они подлежат инкассированию. Так, например, код, записанный на чеках, подлежащих оплате банком «Дартмут Нэшнл», предлагает направлять их либо в местную клиринговую палату, либо в Федеральный Резервный банк г. Бостона. Т- счета 5.3 показывает, как получив чек на 1.000 долларов, подлежащий оплате банком «Дартмут Нэшнл», Федеральный Резервный банк г. Бостона сокращает величину депозита банка «Дартмут Нэшнл» у себя в Федеральном резервном банке, а затем уж и сам «Дартмут Нэшнл» сокращает величину депозита клиента, выписавшего чек.

### Чеки на инкассо

Чеки, находящиеся «на пути» в Федеральный Резервный банк, называются чеками в процессе инкассирования или «чеками на инкассо». Они появляются в статьях активов, так как представляют собой денежные требования. На 31 декабря 1986 г. «Дартмут Нэшнл» имел чеков на инкассо на сумму 7.644.000 долларов. Размер этой суммы красноречиво свидетельствует о крупных масштабах чековых операций, ежедневно совершающихся в банках. Предположим, что «Дартмут Нэшнл Бэнк» получил от одного из своих вкладчиков чек на 1.000 долл., выписанный на «Шомет Бэнк» г. Бостона. Немедленная реакция на балансовом отчете «Дартмут Нэшнл» показана на Т- счете 5.4. Сумма чеков на инкассо уравнивается в пассивах соответствующим увеличением депозитов.

Как только Федеральный Резервный банк г. Бостона «проведет» чек (букв. — обрабатает — прим. пер.), он увеличит остаток вклада банка «Дартмут Нэшнл» у себя, а сумма чеков на инкассо в «Дартмут Нэшнл» сократится, как это показано в Т. счете 5.5. Поскольку чек был выписан на «Шомет Бэнк», Федеральный Резервный банк уменьшит сумму остатка «Шомет Бэнк» на 1.000 долл., переводя эту сумму на счет «Дартмут Нэшнл Бэнк». Затем «Шомет Бэнк» уменьшит сумму депозита лица, выписавшего чек.

Остаток на счету «Дартмут Нэшнл» в Федеральном Резервном банке г. Бостона возрастет, если общая стоимость чеков, выписанных на другие банки, и переданных в Федеральный Резервный банк, превзойдет по величине стоимость его собственных чеков, которые будут пересланы для инкассирования в Резервный банк. Такие изменения в размерах остатков на счетах в Федеральном Резервном банке имеют очень большое значение, поскольку этот депозит представляет собой важнейшую часть обязательных резервов банка, размеры которых регулируются законом. Изменения в резервах определяют, сможет ли банк расширить объемы выдаваемых им ссуд и инвестиций или вынужден будет их сократить. Если на остатках счетов банка в Федеральном Резервном банке образуется сумма, превышающая величину обязательных резервов, коммерческий банк немедленно ее инвестирует или даст займы для того, чтобы получить таким образом дополнительный доход в форме ссудного процента. Если же остатки счетов коммерческого банка в резервном банке недостаточны для того, чтобы удовлетворить требованиям, предъявляемым к банковским резервам, банк должен увеличить эти остатки, продав некоторые ценные бумаги, взяв ссуду или же каким-либо иным способом.

### Остатки на счетах в банках-корреспондентах

В главе 4 мы установили, что если один банк открывает текущий счет в другом банке для того, чтобы воспользоваться услугами, предоставляемыми этим банком, то банки образуют между собой корреспондентские связи. В балансовом отчете «Дартмут Нэшнл

**Межбанковский депозит** — депозит одного банка в другом банке.

Бэнк» приводятся данные об остатках счетов в банках-корреспондентах. Они составили 530.000 долл. Эти остатки в банках — корреспондентах называются межбанковскими депозитами.<sup>1</sup>

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

Остатки на счетах в банках-корреспондентах используются также и для осуществления клиринга чеков. Чеки, выписанные на иностранные банки, а также чеки, выписанные на банки, для которых не обязателен обмен по номиналу<sup>2</sup>, не подлежат клирингу в Федеральных Резервных банках. Банки, которые не оплачивают чеки по номиналу,

| Т-счет 5.5                                      |          |                                    |  |
|---|----------|------------------------------------|--|
| «Дартмут Нэшнл Бэнк»                            |          |                                    |  |
| Активы  |          | Пассивы и счета движения капиталов |  |
| Чеки на инкассо                                 | —\$ 1000 | Без изменений                      |  |
| Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке | +\$ 1000 |                                    |  |

| Т-счет 5.6                                      |            |                                    |             |
|---|------------|------------------------------------|-------------|
| «Дартмут Нэшнл Бэнк»                            |            |                                    |             |
| Активы  |            | Пассивы и счета движения капиталов |             |
| Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке | —\$ 10.000 | Депозиты                           | —\$ 100.000 |
| Активы вторичных резервов                       | —\$ 90.000 |                                    |             |

| Т-счет 5.7                                      |             |                                    |  |
|---|-------------|------------------------------------|--|
| «Дартмут Нэшнл Бэнк»                            |             |                                    |  |
| Активы  |             | Пассивы и счета движения капиталов |  |
| Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке | —\$ 100.000 | Без изменений                      |  |
| Продажа федеральных фондов                      | +\$ 100.000 |                                    |  |

| Т-счет 5.8                                      |             |                                    |             |
|---|-------------|------------------------------------|-------------|
| «Бэнк оф Бостон»                                |             |                                    |             |
| Активы  |             | Пассивы и счета движения капиталов |             |
| Остатки на счетах в Федеральном Резервном банке | +\$ 100.000 | Покупка федеральных фондов         | +\$ 100.000 |

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

<sup>2</sup> Обмен чеков по номиналу (*remitt at par*) является обязательным требованием для банков-членов Федеральной Резервной Системы. Банки, оплачивающие чеки по номиналу, не взимают плату за обмен чеков, выписанных их вкладчиками и возвращенных для оплаты получателями через клиринговые каналы.— прим. редактора.

вычитают плату за обмен тех чеков, которые были выписаны их вкладчиками, когда другие банки (банки-реципиенты) возвращают чеки через клиринговые каналы. Банк-корреспондент взимает плату за клиринг каждого такого чека.

## ВТОРИЧНЫЕ РЕЗЕРВЫ

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

### Обязательные и вторичные резервы

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

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

Что произойдет, если банк столкнется с неожиданным изъятием вкладов в объеме 100.000 долларов? Может ли он воспользоваться своими резервами для того, чтобы обеспечить деньгами подобное изъятие? Если он поступит таким образом, то его совокупные резервы упадут ниже обязательного уровня и составят 900.000 долл. В этот момент депозиты банка составят 9.900.000 долл., а сумма обязательных резервов будет равна 990.000 долл. Хотя банк и может позволить своей кассовой наличности и депозитам в Федеральном Резервном банке на очень короткий срок опуститься ниже обязательного уровня, он должен будет очень быстро пополнить эти резервы. Для того, чтобы это сделать, банк продает другие свои ликвидные активы, известные под названием **вторичных резервов**. Эти активы принимают самые разнообразные формы, которые мы сейчас кратко и охарактеризуем.

**Вторичные резервы** — те ликвидные активы, которые банк хранит сверх суммы резервов, обязательных по закону

Т-счет 5.6 демонстрирует конечный результат изъятия 100.000 долл. с точки зрения изменения резервов и ликвидных активов банка «Дартмут Нэшнл». Банк сокращает остатки на счете в Федеральном Резервном банке на 10.000 долл., основываясь на гипотетической обязательной форме резервов, равной 10%. Остающиеся 90.000 долл. банк предоставляет, сокращая величину тех ликвидных активов, которые выполняют функцию вторичных резервов.

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

### Управление вторичными резервами

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

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

В отличие от банковских инвестиций, возможности брать и выдавать банковские ссуды зависят от общей складывающейся экономической конъюнктуры. В период спада деловой активности совокупный спрос на банковские ссуды обычно уменьшается, и банки вкладывают средства, которые могли бы быть в противном случае даны в ссуду, в ценные бумаги. В периоды подъема, когда промышленные фирмы и предъявляют возрастающий спрос на ссуды коммерческих банков, банки обычно продают часть своих ценных бумаг для того, чтобы высвободить дополнительные денежные средства для последующей выдачи ссуд.

**Продажа Федеральных фондов.** Многие банки относят продажу федеральных фондов к значительной части своих вторичных резервов, хотя этот тип инвестиций и не очень хорошо известен за пределами банковской сферы.

**Федеральные фонды** — депозиты коммерческого банка в Федеральном Резервном банке.

**Продажа федеральных фондов** — ссуды, выдаваемые коммерческим банком другим банкам из средств, лежащих на депозитах банка в Федеральном Резервном банке.

**Федеральные фонды** представляют собой депозиты данного банка в Федеральном Резервном банке. Коммерческие банки могут ссудить любой излишек своих федеральных фондов сверх определенной законом величины обязательных резервов другим коммерческим банкам или дилерам, занимающимся операциями с такими фондами. Ссуды такого типа называются **продажей федеральных фондов**. Балансовый отчет «Дартмут Нэшнл Банк» показывает, что на 31 декабря 1986 г. банк вложил 7 млн. долл. в продажу федеральных фондов.

Банк «Дартмут Нэшнл» ссужает федеральные фонды очень типичным для многих мелких банков способом. «Дартмут Нэшнл» ссужает свои избыточные остатки на резервном счете одному или нескольким большим городским банкам, выбирая для конкретной операции тот банк, который предлагает наивысшую процентную ставку. Банк всегда выдает ссуду из федеральных фондов на сумму примерно 1000.000 долл. и на срок в один день, что дает ему возможность при необходимости ежедневно изменять размеры этих ссуд. Более крупные банки также покупают и продают федеральные фонды друг другу через брокеров, специализирующихся на перепродаже этих фондов.

Когда банк «Дартмут Нэшнл» продает 100.000 долларов федеральных фондов, в его балансовом отчете отражается сокращение остатка на его счете в Федеральном Резервном банке, и увеличение продажи федеральных фондов, что отражено в Т-счете 5.7. Эта операция влияет также на балансовый отчет банка — покупателя, например, «Банка Бостона». Увеличивается его остаток в Федеральном Резервном банке, а также возрастает его пассивы (см. Т-счет 5.8) в статье **«покупка федеральных фондов»**. Для того, чтобы осуществить эту банковскую операцию,

банк «Дартмут Нэшнл» должен переслать телеграфным переводом сумму в 100.000 долларов на счет «Банка Бостона» в Федеральном Резервном банке. Когда Федеральный Резервный банк г. Бостона получает такую телеграмму, он уменьшает остаток счета банка «Дартмут Нэшнл» у себя, и соответственно, увеличивает остаток счета «Банка Бостона». «Банк Бостона» считает покупку федеральных фондов особой разновидностью займа и потенциально важным источником денежных средств.

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

На рис. 5.2 показаны ставки процента, по которым осуществлялась продажа федеральных фондов и других типов вторичных резервов в период с 1977 по 1986 гг. Эти проценты делают продажу федеральных фондов столь привлекательными инвестициями в отличие от хранения избыточных резервных депозитов в Федеральном Резервном банке, от кассовой наличности или больших депозитов в корреспондентских банках, поскольку ни эти депозиты, ни кассовая наличность не приносят процентов.

**Депозитные сертификаты.** Многие коммерческие банки хранят депозитные сертификаты (ДС) в качестве еще одной разновидности вторичных резервов. На 31 декабря 1986 г. банк «Дартмут Нэшнл» имел 5.497.000 долларов в ДС. Депозитные сертификаты представляют собой разновидность срочного депозита и привлекают в основном инвесторов, представляющих корпорации (а не частных лиц), и обладающих значительными возможностями для инвестирования, поскольку минимальное достоинство сертификатов — 100.000 долларов. Вкладчик оговаривает заранее величину нормы процента, приходящуюся на каждый ДС. Срочность каждого ДС может быть установлена с учетом конкретного желаемого числа месяцев и дней, обычно в пределах шести месяцев. С 1973 г. ФРС отменила установление верхнего предела на норму процента для ДС. ДС, представленные в долларах в зарубежных отделениях банков США называются «депозитными евросертификатами». Поскольку евро-ДС не застрахованы и обычно не нуждаются в резервировании, они приносят более высокий процент, чем ДС в коммерческих банках США.

### Нормы процента на денежном рынке (1977—1985 гг.)

На этой диаграмме представлены ежегодные среднегодовые нормы процента на инвестиции в четыре типа вторичных резервов: покупка федеральных фондов, сертификаты депозитов, обязательства Казначейства США и коммерческие бумаги. На диаграмме представлены нормы процента по трехмесячным обязательствам Казначейства именно на вторичном, а не на аукционном рынке; норма процента по сертификатам депозитов представлена по крупным обращающимся трехмесячным СД на вторичном рынке; норма процента для коммерческих бумаг относится к бумагам, срочность которых составляет шесть месяцев. Обратите внимание, что нормы прибыли по всем этим инвестициям изменяются совместно, достигая близких значений с изменением во времени.

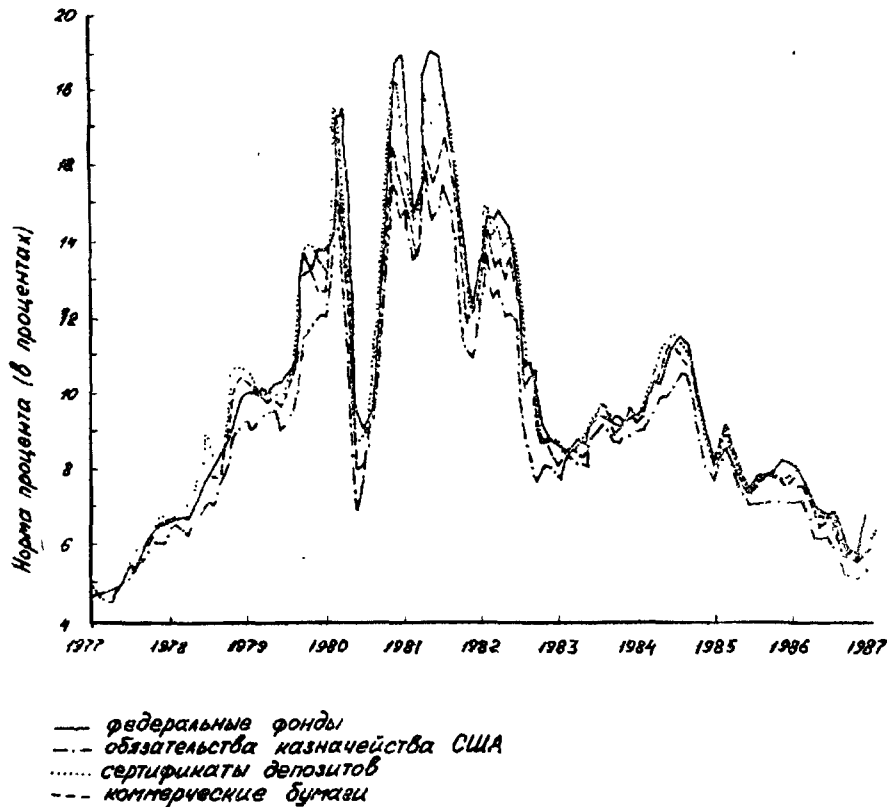


Рис. 5.2

В качестве вторичного резерва депозитным сертификатам не достаёт того уровня ликвидности, каким обладает продажа федеральных фондов, хотя держатели сертификатов могут продавать некоторые ДС (они называются обращающимися ДС) до наступления срока оплаты. В силу определенных причин, однако, в особенности после отмены регулирования процентных ставок по срочным депозитам, банки стали инвестировать средства в ДС для того, чтобы воспользоваться теми преимуществами, которые связаны с большей срочностью (более длительным периодом погашения) ДС по сравнению с «продажей федеральных фондов». Банки справляются с проблемами, возникающими в связи с относительно большими периодами погашения, вкладывая средства в ликвидные активы, обладающие теми же периодами погашения, что и срочные депозиты. Поступая таким образом, банки могут гарантировать не только то, что норма прибыли, получаемая ими под ДС, которыми они владеют, превосходит норму их выплат по срочным вкладам, но и то, что денежные средства реально окажутся в их распоряжении, когда наступит срок возвращения срочных депозитов. Например, всякий раз, когда Национальный банк Сев. Вирджинии выпускает ДС на сумму 100.000 долл., он покупает такой же сертификат у более крупного банка, причем купленный им сертификат обладает таким же сроком погашения. Банк обычно получает по купленному ДС несколько большие проценты, чем те, что он сам выплачивает своим клиентам, поэтому в результате этой операции банк получает прибыль.

**Коммерческие ценные бумаги.** Банки вкладывают деньги в коммерческие ценные бумаги — краткосрочные ценные бумаги, выпущенные финансовыми и промышленными корпорациями. Эти ценные бумаги представляют

собой третью разновидность вторичных резервов. Коммерческие бумаги обычно имеют срок погашения 60 дней или менее и являются носителями очень высокой ликвидности. Как явствует из рис. 5.2, норма процента по коммерческим бумагам в последние годы была несколько ниже, чем аналогичный показатель для продажи федеральных фондов и депозитных сертификатов. Именно поэтому коммерческие банки, обычно предпочитают держать вторичные резервы либо в форме «продажи федеральных фондов», либо в депозитных сертификатах, а не в коммерческих бумагах. Как можно убедиться из данных рис. 5.1, банк «Дартмут Нэшнл» не владел коммерческими бумагами.

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

**Обязательства Казначейства США.** Банки могут также вкладывать средства в обязательства Казначейства, преследуя цель создания вторичных резервов. В этом случае обязательства Казначейства играют ту же роль, что и продажа федеральных фондов, депозитные сертификаты и коммерческие бумаги. Держатели этих обязательств обычно могут продать их в любой момент, не потерпев убытков. Ввиду того, что эти обязательства имеют очень короткий срок погашения, цены на них не очень сильно колеблются при изменении рыночных процентных ставок. Однако, как следует из данных рис. 6.2, обязательства Казначейства обычно приносят меньший доход, чем прочие виды вторичных резервов.

## ПРОЧИЕ ВИДЫ НЕССУДНЫХ АКТИВОВ (NONLOAN ASSETS)

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

### Казначейские векселя, облигации и ценные бумаги федеральных агентов

К числу важнейших типов ценных бумаг, находящихся во владении коммерческих банков, относятся векселя облигации Казначейства США, а также ценные бумаги, выпущенные федеральными агентствами. Как следует из рис. 5.1, «Дартмут Нэшнл Бэнк» владел векселями и облигациями Казначейства на сумму 6.584.000 долл. и ценными бумагами правительственных агентств на сумму 3.551.000 долл. Ценные бумаги, выпускаемые федеральными агентствами, аналогичны ценным бумагам Казначейства, и будут подробно охарактеризованы в главе 8.

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

Дерегулирование процентных ставок по срочным вкладам подстегнуло процессы инвестирования средств в ценные бумаги правительства. Сейчас многие банки пытаются согласовать процентные ставки и сроки погашения (maturities) собственных сберегательных и срочных депозитов с процентными ставками и сроками возврата своих инвестиций. Широкий диапазон сроков возврата (погашения) и высокая их реализуемость делает ценные бумаги правительственных агентств исключительно привлекательными для этой цели.

Вложения в казначейские векселя и облигации могут приносить определенные преимущества банкам даже в тех случаях, когда цены на правительственные ценные бумаги падают. В такие периоды времени банки могут реализовать свои потери от налогов переключившись с одних ценных бумаг, находящихся в их портфеле, на другие аналогичные ценные бумаги. Это значительно проще сделать с ценными бумагами правительства США, чем с большинством других инвестиций, потому, что правительственные ценные бумаги обладают высокой реализуемостью. Потеря реализуется, когда облигация продается по цене, меньшей, чем та, по которой она была некогда куплена. Образующиеся в результате такой продажи потери могут впоследствии быть компенсированы получением больших

**Реализуемость (marketability)** — присуща таким ценным бумагам, которые можно продать быстро и со сравнительно низкими операционными расходами по цене, обычно определяемой активными рынками.



доходов от вновь купленных ценных бумаг. Когда банк реализует эти «новые» доходы, его задолженность по налоговым обязательствам увеличивается, но в то же время банк уже использовал средства, которые он в противном случае просто выплатил бы в качестве налогов. Эта ситуация представляет собой по существу получение беспроцентной ссуды от федерального правительства.

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

Наконец, последней причиной заставляющей банки инвестировать средства в покупку ценных бумаг правительства США и федеральных агентств является то, что они считаются несколько более надежными и безопасными, чем ценные бумаги корпораций и муниципалитетов. Так, вложения коммерческих банков в ценные бумаги правительства США резко увеличились в 1975 и 1979 гг., что было во многом связано с финансовыми затруднениями, в которых оказался нью-йоркский Сити и последовавшей вслед за ними утратой доверия к облигациям муниципалитетов.

### Облигации муниципалитетов

Из данных рис. 5.1 следует, что «Дартмут Нэшнл Бэнк» владел 4.632.000 долл. в муниципальных облигациях. Облигации, выпущенные муниципалитетами привлекают инвесторов потому, что доход, получаемый их держателями, не подлежит обложению федеральным подоходным налогом. Банки платят подоходный налог по той же ставке, что и корпорации. Раньше ставка налога составляла 46% чистого дохода, превышающего 100.000 долл. При такой ставке налогообложения 5%-ный доход на муниципальную облигацию равен облагаемому налогом доходу примерно в 9,6%, приносимому правительственной облигацией. Закон о налоговой реформе 1986 г. сократил максимальную ставку налога на корпорации до 34%, что уменьшило привлекательность муниципальных облигаций в глазах инвесторов. При такой ставке налогообложения 5%-ный доход на муниципальную облигацию равен облагаемому налогом доходу всего в 7,6%.

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

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

| Декабрь | Ссуды<br>(млрд. долл.) | Ценные бумаги<br>Казначейства США<br>(млрд. долл.) | Прочие ценные<br>бумаги (млрд. долл.) | Общий объем<br>ссуд и инвестиций<br>(млрд. долл.) |
|---------|------------------------|--|---------------------------------------|---|
| 1948    | 41.5                   | 62.3   | 9.2                                   | 113.0   |
| 1958    | 95.6                   | 65.1   | 20.5                                  | 181.2   |
| 1968    | 258.2                  | 60.7   | 71.3                                  | 390.2   |
| 1972    | 390.1                  | 89.0   | 93.4                                  | 572.5   |
| 1977    | 632.6                  | 136.6  | 122.7                                 | 891.9   |
| 1982    | 1,033.9                | 201.9  | 165.3                                 | 1,401.1   |
| 1986    | 1,576.9                | 309.4  | 193.4                                 | 2,079.7   |

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

Рис. 5.3

Как следует из данных рис. 5.3, в период между 1948 и 1968 гг. банковские инвестиции в «прочие ценные бумаги» (прежде всего муниципальные облигации и ценные бумаги федеральных агентств) выросли с 8% до приблизительно 18% их совокупных ссуд и инвестиций. Начиная с 1968 г. банковские инвестиции в эти типы ценных бумаг утратили свое значение и в 1986 г. составили всего 9% совокупных ссуд и инвестиций коммерческих банков.

### Ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью

На 31 декабря 1986 г. в банке «Дартмут Нэшнл» хранилось ценных бумаг, обеспеченных недвижимостью на сумму 3.091.000 долл. Как мы уже отмечали в главе 3, ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, представляют собой одно из интереснейших нововведений в финансовой сфере, появившихся в последние годы. Для банков эти ценные бумаги являются очень привлекательным объектом капиталовложений. Доход, приносимый ценными бумагами, обеспеченными недвижимостью, основывается на процентных ставках, выплачиваемым по закладным, а они довольно высоки. Если банк испытывает нужду в денежных средствах, то эти ценные бумаги он продаст с куда большей готовностью, нежели закладные, поскольку они гарантированы федеральным правительственным агентством.

### Векселя, облигации и акции промышленных корпораций.

В последние годы увеличились вложения банков в ценные бумаги корпораций. Из данных рис. 5.1 следует, что банк «Дартмут Нэшнл» имел в различных ценных бумагах корпораций 5.710.000 долл.

Новым типом ценных бумаг, особенно популярным у банков являются векселя корпораций с регулируемой нормой дохода (*adjustable rate notes*). «Дартмут Нэшнл Банк» владел ценными бумагами корпораций, представленными именно в этой форме. Векселя с регулируемой нормой дохода выпускаются промышленными корпорациями,

## 5.1. Из практики банковского дела МЕБЕЛЬ И БАНКОВСКОЕ ОБОРУДОВАНИЕ КАК ОРУДИЕ МАРКЕТИНГА

Кантри Сайд — район новой застройки, насчитывающей более 2000 домов на одну сеть и городских коттеджей — раскинулся на окраине Вашингтона. У въезда в Кантри Сайд находится торговый и коммерческий центр общей площадью 350.000 кв. футов. Он выглядит разительным контрастом с окружающими его домами с красными крышами и зеленой обшивкой из досок — типичным пригородным ландшафтом. В построенной в самой середине торгового центра старой силосной башне теперь размещается ресторан. Эта башня — единственное, что осталось от старой фермы, располагавшейся здесь всего несколько лет назад.

Силосная башня украшает и торговый знак Национального банка Северной Вирджинии, который занимает отдельное здание, являющееся частью торгового центра. Этот совершенно новый банк был основан для того, чтобы обслуживать потребности местного населения и расположенных поблизости контор высокотехнологичных (научно-исследовательских — прим. пер.) парков. Войдя в двери банка, посетитель немедленно забывает о том, что находится в конторе обычного отделения торгового центра.

Полированный мрамор и дорогие красные ковры покрывают пол обширного зала для обслуживания клиентов. Панели темного дерева украшают стены, служащие банка работают за элегантной стойкой из красного дерева, покрытой итальянским мрамором и окаймленной полированной бронзой.

Убранство помещения свидетельствует о солидности и процветании, перекликаясь со стилем конца прошлого века, в котором исполнен весь торговый центр.

Дверь в банковское хранилище находится на виду. Она массивна и сделана из любовно отполированной стали. Огромная изогнутая рукоятка этой двери рождает ассоциации с веслом для гребли на каное. «Этой двери больше семидесяти лет», — объясняет президент банка Гарольд Маккарти. «Ведь на современные двери клиент даже не взглянет. Новая дверь и стоила бы дороже, да и с виду была бы похожа на кусок выкрашенного металла». Даже зная о том, что современные банки моментально превращают депозиты в электронные записи в банковских книгах, посетитель не сможет не почувствовать, что его деньги будут за этой дверью действительно в безопасности.

Однако банк не отстает от веяний времени. Новые светильники распространяют мягкий рассеянный свет. Кабинет президента отделен от зала обслуживания клиентов сплошной стеклянной стеной. Компьютерные терминалы размещены на каждом письменном столе.

Не удивительно, что мебельровка и оснащение этого банка стоили недешево. По сравнению с утилитарным убранством обычного пригородного банка на оформление конторы Национального банка Северной Вирджинии ушло дополнительно около 125.000 долларов. Однако президент банка надеется, что привлечение дополнительных депозитов окупит эти затраты за два года.

Мрамор, покрытие стен и старинная дверь в хранилище банка — все это составляет часть маркетинговой стратегии, разработанной Стефаном Халпером, председателем правления банка. Идея ее состоит в том, чтобы создать образ банка городского типа в районе, который для всех его жителей является еще необжитым. «Нам говорят, что все это напоминает людям о тех банках, куда они ходили еще со своими отцами», — говорит Маккарти. — «А именно этого мы и добивались».

банками и банковскими холдинг-компаниями. Эти векселя имеют сроки оплаты от 3 до 5 лет, а норма процента, выплачиваемого по ним, корректируется еженедельно и поквартально; обычно она увязывается с какой-либо нормой процента на денежном рынке, играющей на нем большее значение (например, с нормой процента векселей Казначейства США). Эти ценные бумаги потому представляют для банков особый интерес, что корректировка норм процента, выплачиваемого по ним, помогает банкам защитить себя от процентных рисков. При общем росте процентных ставок, процентные ставки по этим ценным бумагам также возрастут на ту же величину, что и рост процентных ставок, которые банки могут оказаться вынужденными выплачивать по своим депозитным счетам денежного рынка.<sup>1</sup> Около четверти ценных бумаг корпораций, находящихся в распоряжении банка «Дартмут Нэшнл», состоит из вложений в акции компании «Ассоциация предоставления ссуд студентам». Кроме этого «Дартмут Нэшнл» владеет незначительным количеством акций Федерального Резервного банка г. Бостона. В главе 11 будет подробно изложен вопрос о том, что банки-члены ФРС обязаны покупать некую предписанную квоту акционерного капитала Федерального Резервного банка, расположенного в их районе.

### Банковские помещения, мебель и оборудование

В активы банков входят также здание, мебель и банковское оборудование. Иногда банки извлекают из сдачи в аренду неиспользованных помещений в здании банка или продажи услуг специализированного банковского оборудования, которое отсутствует в банках меньшего размера. Однако часто здания, мебель и оборудование не приносят дохода в форме наличных денег. Это тем не менее, не исключает их из категории доходных активов банка. Фактически вложения в эту категорию активов нередко могут быть лучшими из всех банковских инвестиций. Во-первых, владея зданием и оборудованием, банк не платит арендную плату. Во-вторых, эффектные и внешние презентабельные здания банков могут одним своим видом содействовать успеху маркетинговых усилий банка (см. 5.1 Из практики банковского дела). Эти активы учитываются в банковских книгах по их первоначальной стоимости за вычетом амортизации.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Банку необходимо всегда иметь некоторую небольшую сумму в форме кассовой наличности для того, чтобы оплачивать наличными изъятие денежных средств с депозитов.

2. По закону банки должны хранить определенную сумму наличных денег и остатки на балансовых счетах в Федеральном Резервном банке в качестве резервов. Депозит банка в Федеральном резервном банке, кроме этого, используется и при клиринге чеков.

3. Небольшие остатки на балансовых счетах в других коммерческих банках помогают банкам при клиринге некоторых специфических разновидностей чеков, так и при установлении корреспондентских связей.

4. К числу вторичных резервов относится продажа федеральных фондов, депозитные сертификаты в других банках, обязательства казначейства и коммерческие бумаги. Банки предпочитают владеть этими инвестициями, чем превышающими обязательный по закону уровень остатками на счетах в Федеральных резервных банках, поскольку инвестиции (в отличие от остатков на резервных счетах в ФБР — прим. пер.) приносят доход в форме процента. Обладание этими видами ликвидных активов обычно обеспечивает быстрый и сопряженный со сравнительно небольшим риском доступ к денежным средствам, необходимым для того, чтобы компенсировать сокращение совокупных депозитов или для того, чтобы выдать ссуду ценным для банка клиентам.

5. Банки вкладывают денежные средства в ценные бумаги правительства США; это прежде всего связано с их высокой надежностью и реализуемостью. Кроме того, банки обязаны хранить у себя определенное количество ценных бумаг на сумму, равную по величине их казначейским депозитам.

6. Банки защищают себя от рисков, связанных с изменением процентных ставок, проводя согласование сроков возврата своих срочных депозитов со сроками погашения ценных бумаг федеральных агентств, казначейских обязательств и прочих ценных бумаг.

7. Банки вкладывают денежные средства в муниципальные облигации, используя преимущества, связанные с тем, что эти облигации не подпадают под налогообложение. Кроме того, эти вложения позволяют банкам устанавливать более тесные контакты с местными деловыми кругами.

### Термины для повторения

Балансовый отчет

Активы

Пассивы

Платежеспособный банк

Акционерный капитал банка

Собственный капитал банка

T-счет

Управление банковским портфелем

Межбанковский депозит

Вторичные резервы

Федеральные фонды

Продажа федеральных фондов

Покупка федеральных фондов

Реализуемость

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

### Вопросы для повторения

1. Используя Т-счет покажите, каким образом получение 100 долл. наличных денег от вкладчика воздействует на балансовый отчет коммерческого банка.
2. Если коммерческий банк заказывает 1000 долл. наличными в своем Федеральном Резервном банке, то как изменится его балансовый отчет?
3. Каким целям служат остатки на счетах в Федеральном Резервном банке?
4. Почему коммерческие банки открывают счета в банках-корреспондентах?
5. Чем банковские инвестиции в ценные бумаги отличаются от банковских ссуд?
6. Как изменяются объемы банковских ссуд и общих инвестиций банков в периоды подъема и спада делового цикла?
7. Обобщите некоторые соображения, которыми руководствуется банк, принимая решения об инвестировании средств, находящихся в банковском портфеле.
8. Почему многие банки предпочитают операции по продаже федеральных фондов операциям по инвестированию в другие виды активов?
9. Почему банки вкладывают большие средства в покупку ценных бумаг правительства США?
10. Сравните ценные бумаги американского правительства с муниципальными облигациями как два типа активов. В чем преимущества и недостатки тех и других?
11. Почему объем нереализованных коммерческих бумаг может быстро увеличиться по стоимости в условиях очень высоких процентных ставок?
12. Объясните, почему банки вкладывают средства в ценные бумаги федеральных агентств, имеющие те же сроки погашения (оплаты), что и срочные депозиты самого банка?

### Темы для обсуждения

1. Представьте себе, что вы руководите банком, и общий объем депозитов вашего банка резко сократился. Что вы делаете для преодоления этого кризиса?
2. Если вы руководите банком, а общий объем ваших резервов (кассовая наличность и депозиты в Федеральном Резервном банке) превосходят обязательный по закону уровень, то какова будет ваша реакция? Почему?
3. В качестве лица, ответственного за работу служащих банка, занимающихся инкассо чеков и других документов, вы обнаруживаете, что ваши подчиненные выдали очень солидные суммы в результате массового изъятия вкладов? Каким образом вы восполните объемы предложения вашего банка?
4. Предположим, что резервы вашего банка достаточны для того, чтобы удовлетворять требованиям, предъявляемым к вашим депозитам и согласно закону. В этот момент президент крупной фирмы, расположенной в вашем районе и ваш крупный вкладчик просит у вас крупную ссуду. Как вы поступите?

## **ССУДЫ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ**

**После изучения настоящей главы вы сможете:**

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

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

## КОММЕРЧЕСКИЕ БАНКИ В КАЧЕСТВЕ ФИНАНСОВЫХ ПОСРЕДНИКОВ

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

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

Среди многообразия возможных вариантов использования денежных средств деятельность банкиров по выдаче ссуд играет главную роль в процессе размещения кредитов. Кредит может привести к безвозвратным потерям банка в тех случаях, когда фирмы-заемщики не в состоянии возратить с процентами суммы, равные полученным ими ссудам. Подобное происходит при непродуктивном расходовании ссуженных денежных средств. Непогашение ссуды в срок (*bad loan*) может быть следствием либо допущенных ошибок в планировании расходования денежных средств, либо следствием осуществления непредвиденных и непредусмотренных платежей (см. 6.1 «Из практики банковского дела»). Банкиры хорошо справляются со своими функциями по выдаче ссуд в том и только в том случае, если они безошибочно оценивают результаты предполагаемого использования ссуд. Что же касается непредвиденных платежей заемщиков и воследующих за ними финансовых потерь, то здесь банкиры практически бессильны. К счастью, абсолютное большинство ссуд — суть ссуды, погашаемые в срок (*good loans*).

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

То обстоятельство, что банкиры являются субъектами отношений частной собственности на банк, создает у них стимул к проведению максимально успешной политики выдачи ссуд; дело в том, что владельцы акционерного капитала банка получают максимальный доход (в форме дивиденда) на акции своего банка единственно в том случае, когда банковские служащие наиболее успешно выдают ссуды (клиентам) по максимальным из возможных нормам ссудного процента, соответствующим, между тем, с реальными и разумными перспективами возврата выдаваемых ссуд. Что же касается государств, в которых банки принадлежат правительству<sup>1</sup>, то в них следует использовать прибыль, мотивы; то же относится и к методике оценки эффективности управления банками, равно как и к рациональному ограничению денежных ресурсов. В ряде этих стран банки осуществляют выдачу ссуд главным образом с целью усиления (финансовой) поддержки правительства, находящегося в данный момент у власти, а отнюдь не с целью наиболее эффективного размещения кредитов. Политические ссуды<sup>2</sup>, например, как правило, используются для финансирования фирм, находящихся в собственности государства, а они не приносят прибыли. По-

<sup>1</sup> Государству, по устоявшейся в русскоязычной литературе традиции.— прим. пер.

<sup>2</sup> Термин, автором не определенный.— прим. ред.

## 6.1 Из практики банковского дела

### ССУДА, НЕ ПОГАШЕННАЯ В СРОК: КАК ЭТО СЛУЧАЕТСЯ

«Дело в том, что ни один банкир никогда не предполагает, что выдаваемая им ссуда не будет погашена в срок», — заявил Гарольд Е. Мак Карти, президент Национального банка Северной Вирджинии. «Надеюсь, сам я на этой должности никогда такой ссуды не выдам. И все-таки одну такую ссуду вполне возможно просто пропустить». Он рассказывает об истории классического непогашения ссуды, выдачу которой он лично санкционировал, работая на предыдущем месте в качестве крупного банковского служащего. В этом примере мы изменили лишь отдельные мелкие детали, дабы не вредить самолюбию и деловым перспективам «действующих лиц».

Некто Джон Хаммерсмит (фамилия и имя изменены) приобрел достаточно большой успех в качестве коммивояжера. Присущее ему умение выжимать все из представляющихся деловых возможностей в конце концов дало ему возможность создать собственную фирму по производству промышленных печей.

Вновь созданная акционерная компания не отличалась крупными размерами, однако на протяжении нескольких лет функционировала вполне успешно. Так было до того момента, когда Хаммерсмиту пришлось на ум расширить свое дело. Он вознамерился перешагнуть границы местного рынка товаров индустриального назначения и начать продавать свою продукцию муниципалитетам. Эта экспансия должна была потребовать значительных объемов инвестиций, что и привело его с планом хозяйственных мероприятий подмышкой, к конторке мистера Мак Карти, в банк, где в то время последний и работал.

Хаммерсмит просил ссуду в 100.000 долларов частично на оборотный капитал, частично — на покупку нового оборудования. Послужной список Хаммерсмита как в бытность коммивояжера, так и за последние годы, когда он превратился в мелкого предпринимателя, производил самое благоприятное впечатление. То же можно было сказать и о его платежеспособности. Предложенный им план хозяйственных мероприятий был продуман до мелочей. Персональный банковский отчет свидетельствовал, что Хаммерсмит — владелец акций на 3 миллиона долларов по рыночному

курсу. Что в этих условиях могло быть безопаснее простой ссуды всего в 100.000 долларов? И все-таки Мак Карти не потерял бдительности. Он настоял на передаче ему права удерживать за долги все активы Хаммерсмита в случае невозвращения ссуды, а в качестве залога этого права в сделке фигурировало все личное имущество Хаммерсмита.

Спустя непродолжительное время начались неприятности. Во-первых, Хаммерсмит недооценил величину потребного для расширения дела капитала. Во-вторых, он растратил огромные деньги, пытаясь привлечь акционерный капитал в целях расширения производства, однако новых инвесторов интересовали больше всего «быстрые деньги». Очень скоро фирма оказалась в тисках типичного для малого бизнеса «набора»: хорошая идея, достаточное количество производственных мощностей и оборудования, но острая нехватка наличных денег и следующие один за другим, ошибки и провалы в практике управления. Не способствовало успеху фирмы и то обстоятельство, что сам Хаммерсмит, убедившись, что фирма разваливается на части, начал попросту грабить кассу фирмы, расходуя деньги фирмы на расточительные путешествия, посещение самых фешенебельных ресторанов и прочие подобные вещи.

В конце концов Мак Карти был вынужден потребовать возвращения ссуды, которая, как ему представлялось, была прекрасно обеспечена залогом. Банкир настоял на ликвидации деятельности фирмы, но оказался лицом к лицу с самыми неприятными сюрпризами. Дорогостоящее оборудование для производства промышленных печей было настолько узкоспециализированным, что никто даже не собирался его покупать. Его можно было продать только как металлолом. В дополнение к этому, неискушенный в делах фирмы Мак Карти не смог обеспечить сохранность одного из очень важных активов фирмы — зарегистрированных рабочих технологических чертежей, необходимых для производства промышленных печей. Эти чертежи исчезли.

Мак Карти попытался по суду вступить во владение личными активами Хаммерсмита, но без видимых успе-

хов. Хаммерсмит не поддавался на требования о том, что жена подписала документы о выдаче ссуды, и тянул время. Отсутствие этой подписи привело к тому, что находящиеся в совместной собственности активы были признаны не подлежащим разделу и оказались вне досягаемости для Мак Карти. Большая часть прочих активов супругов Хаммерсмитов состояла из акций каких-то малонизвестных фирм. На бумаге все это выглядело вполне прилично, но, как выяснилось рыночной стоимостью «практически не имело». Например, Хаммерсмит был держателем акций какого-то товарищества с ограниченной ответственностью, которое вложило деньги в практически не приносящий дохода проект строительства жилых домов. Но что пользы от таких активов банкиру, которому нужны наличные деньги?

Из этого опыта Мак Карти извлек несколько уроков. Остерегайтесь ссуд, возврат которых в слишком большой степени зависит от предполагаемого притока наличных денег, обеспеченного недостаточной капитализацией (превращением в реальный капитал). Знайте фирму, которой даете ссуду; ведь знай он больше о технологических тонкостях производства, он бы позаботился о сохранности чертежей и отметил бы очень низкую перепродажную стоимость специализированного оборудования. Будьте осторожны с предпринимателями, некогда занимавшимися исключительно торговлей: это — профессиональные говоруны и оптимисты. Настаивайте на подписи жены на ссудных документах; антидискриминационное законодательство ограничивает возможность истребования залога из активов жены в случае потребительских и личных ссуд, но не в случае коммерческих ссуд. Дисконтируйте неликвидные активы, которые обесценивают весь балансовый отчет; считайте только реализуемые активы. И, кроме всего прочего, рассматривайте хороший инвестиционный план просто как план, а не как нечто, уже происшедшее.

В конце концов банк, в котором работал Мак Карти, ухитрился возместить около 75 центов из каждого доллара ссуды, выданной Хаммерсмиту. Могло быть и хуже. Возможно, урок стоил того.

добная практика может усилить позиции правительства, ибо она дает возможность указанным предприятиям либо нанимать большее, чем раньше, количество рабочих и служащих, либо продавать произведенную на них

продукцию по более низким (чем ранее, т. е. до получения ссуды.— прим. пер.) ценам. Несмотря на то, что подобные политические цели могут содействовать благу страны, сопряженные с их достижением издержки, измеряющиеся в терминах уменьшения эффективности экономики в целом, могут быть весьма и весьма значительными.

## ХАРАКТЕРИСТИКА БАНКОВСКИХ ССУД

### Простые векселя

Большинство банков выдает ссуды на основе **простых векселей**. В простом векселе некое частное лицо, фирма или правительственная организация (называемая «векселедатель») принимает на себя безоговорочное безусловное письменное обязательство перед другой стороной (называемой «векселедержатель») выплатить определенную сумму денег в совершенно точно зафиксированный момент, времени в будущем или в момент, определяемый держателем, причем платеж может осуществляться либо отдельными взносами, либо по требованию. Векселедатель обязан подписать вексель. В векселе могут быть поставлены также и подписи сопоручателей (cosigners), которые тем самым изъявляют свое согласие платить по векселю в том случае, если этого не может сделать сам векселедатель. Если в векселе предусмотрена оплата по требованию (repayment on demand), то как заемщик, так и кредитор вправе прервать соглашение в любой момент. Однако большинство ссуд являются **срочными ссудами** (т. е. ссудами с совершенно определенными сроками погашения); они освобождают заемщиков

**Простой вексель** — письменное подписанное обязательство выплатить определенную сумму денег в определенный момент времени в будущем либо по частям, либо по требованию.

**Овердрафт** — отрицательный баланс (остаток) на текущем (также иногда называемым «чековым») счету, иногда приобретающий статус ссуды.

**Залог** — некоторое обеспечение, передаваемое заемщиком кредитору в качестве гарантии возврата ссуды.

от необходимости выплачивать ссудную сумму до наступления сроков платежа. Если же заемщику не удастся выполнить оговоренные в векселе условия, то банк вправе предъявить ему чек о возмещении суммы задолженности в судебном порядке.

В Великобритании в некоторых других странах банках имеют право выдавать ссуды в форме **овердрафтов**<sup>1</sup> на текущих счетах. Если клиент превышает остаток текущего счета в банке (осуществляет овердрафт — прим. пер.), то банк взимает процент с негативного остатка на счете. В США этот метод предоставления ссуд встречался очень редко. Ситуация изменилась с введением чековых ссуд и кредитных карточек, что впрочем, произошло сравнительно недавно. Американские банки традиционно предпочитали заключение письменного контракта на предоставление ссуд.

### Гарантированные ссуды против негарантированных

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

Необеспеченная (негарантированная) ссуда — это такая ссуда, для предоставления которой банк не требует от заемщика никакого залогового обеспечения. Заемщики достаточно часто предлагают в качестве залога под ссуду ценные бумаги, так как по ссудам, обеспеченным таким образом, банки взимают сравнительно невысокий ссудный процент. Помимо этого заемщики могут, во-первых, получить прибыль от возможного будущего приращения капитала, представленного в этих ценных бумагах и, во-вторых, отложить, то есть перенести на будущее выплату подоходных налогов, которыми облагаются уже реализовавшиеся доходы (причитающиеся владельцам упомянутых ценных бумаг — прим. пер.). Оставаясь держателями ценных бумаг и получая тем не менее необходимые им денежные средства в форме ссуд, заемщики не оплачивают брокерскую комиссию и сохраняют за собой право участия в голосовании на собраниях акционеров, так как по закону они продолжают оставаться держателями акций.

При прочих равных условиях, ссуда, обеспеченная хорошим залогом, должна выдаваться под меньший процент, чем необеспеченная (негарантированная) ссуда. Однако условия отнюдь не часто оказываются действительно равными. Дело в том, что банки стараются выдавать негарантированные ссуды только наиболее

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



кредитоспособными между тем, как заемщики нередко предлагают залоговое обеспечение именно под те ссуды, которые они намерены использовать для весьма и весьма рискованных операций. В силу этих обстоятельств банки вполне могут выдавать ничем не обеспеченные ссуды под средний ссудный процент, то есть под процент более низкий, чем взимаемый по гарантированным ссудам.

### Пределы ссуд

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

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

### Ссудные процентные ставки

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

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

Величина так называемой **базисной ставки** ссудного процента

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

Практика выдачи ссуд под базисный процент сделала необходимым **рационализирование** кредита. Если величина базисной ставки устанавливается на более низком уровне, чем это оправдано условиями реальной конкуренции, то спрос искусственных заемщиков на банковский кредит будет существенно превосходить предложения. В такого рода ситуации банки оказываются перед необходимостью рационализации (в данном контексте под рационализированием подразумевается практика селективного распределения ссужаемых фондов среди немногих наиболее надежных заемщиков; в ходе процесса определенные группы потенциальных заемщиков получают отказ в предоставлении им ссуд. — прим. ред.) подлежащих ссуде денежных средств, и заемщики, в свою очередь, оказываются перед не-

**Дисконтированная ссуда** — ссуда, номинальная величина которой меньше той величины, которая фактически передается в распоряжение заемщика банком в момент выдачи ссуды. Разница между номинальной (*principal*) величиной ссуды и суммой передаваемой заемщику, удерживается с заемщика также в момент выдачи ссуды авансом и представляет собой форму ссудного процента (дисконт).

**Базисная ставка** — широко известная ставка ссудного процента, взимаемая очень крупными банками по краткосрочным коммерческим ссудам наиболее надежным заемщикам. (Для этой категории ссуд уровень банковского риска минимален — прим. ред.)

возможностью получения всего объема необходимых (или «запрашиваемых» — прим. пер.) ими ссудных средств на условиях базисной ставки ссудного процента. Ввиду введения в обиход банковского дела практики рационализации кредитов, банк вправе потребовать от заемщика, чтобы последний хранил в банке на специальном компенсационном беспроцентном вкладе определенную оговоренную заранее сумму денежных средств. Если оговоренные условия кредитования приводят к уменьшению балансового остатка на этом счете, заемщик несет дополнительные неявные издержки. Это обстоятельство ведет к уменьшению избытка спроса на кредит над предложением кредита, поскольку фактически базисная ставка превосходит объявленную (в средствах массовой информации, а, возможно и оговоренную явно — прим. ред.) базисную ставку. В ряде случаев, и на отдельных временных интервалах, величина базисной ставки отклоняется (вверх или вниз) от величины, определенной условиями, сложившимися на рынке.

## КАТЕГОРИИ <sup>1</sup> БАНКОВСКИХ ССУД

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

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

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

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

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

Рис. 6.1

### Торгово-промышленные ссуды

Наиболее важными по значению и величине ссудами, выдаваемыми коммерческими банками, являются ссуды обособленным деловым единицам (хозяйственным агентам). В 1986 г. ссуды **торгово-промышленным предприятиям** составили около одной трети общего объема выданных ссуд. Подавляющая часть коммерческих и промышленных ссуд используются для финансирования приобретения товарно-материальных ценностей (inventory goods), а

<sup>1</sup> То есть принятые варианты их классификации по различным критериям.— прим. ред.

срок платежа по ним составлял год и менее. В их числе выделяется, между тем, определенная категория так называемых срочных ссуд (*term loans*), имеющих период погашения до десяти лет. Они, как правило, предназначены для покупки машинного оборудования. Погашение их обыкновенно осуществляется по частям.

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

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

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

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

Управление по защите интересов мелких предпринимателей, подведомственное федеральному правительству, является финансовым гарантом ряда программ по выдаче коммерческих ссуд мелким фирмам. И несмотря на то, что этим программам не достает подлинного размаха, именно благодаря им целый ряд предприятий получают ссуды, которые они бы в противном случае не получили никогда. Управление по защите интересов мелких предпринимателей сотрудничает с банками с целью оказания содействия в выдаче ссуд такого рода и обычно осуществляет гарантирование значительной их доли.

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

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

**Торгово-промышленные ссуды** — краткосрочные ссуды, выдаваемые хозяйственным агентам (производственным или торговым предприятиям) обычно для финансирования покупки товарно-материальных ценностей.

**Кредитная линия** — согласие банка (предоставляемое фирме-заемщику) осуществлять предоставление ссуд в будущем в размерах, не превосходящих оговоренные заранее пределы без проведения каких бы то ни было специальных переговоров.

**Теория коммерческих ссуд** — совокупность взглядов, в соответствии с которыми одни лишь краткосрочные самопогашаемые ссуды являются для коммерческих банков наиболее приемлемыми.

емам банковских обязательств, (т. е. банковских пассивов — прим. пер.), что и гарантирует платежеспособность конкретных банков.

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

### Ссуды, выдаваемые по недвижимости

В 1986 г. ссуды, выданные по недвижимости, составили почти 31% общего объема ссуд коммерческих банков. Ипотечные ссуды подобного рода использовались для финансирования приобретения, постройки и перепланировки как жилых, так и производственных помещений. Финансовые институты, в том числе все виды банков, осуществляют более 60% ипотечного кредитования. Частные лица и кредитные агентства США предоставляют оставшуюся часть ипотечных займов. В качестве источника ипотечного кредита коммерческие банки имеют меньшее значение, чем ссудно-сберегательные ассоциации, однако их значение больше, чем у компаний страхования жизни и взаимных сберегательных банков.

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

В главе 3 мы упоминали, что банки могут не только хранить закладные, показывая их в текущей отчетности, но и продавать их на вторичном рынке. В главе 8 будут рассмотрены операции, осуществляемые Федеральной Национальной Ипотечной Ассоциацией и Федеральной Корпорацией Ипотечного Кредита. Создав и обеспечив эффективное функционирование вторичного рынка, на котором банки могут свободно продавать ипотеки, эти федеральные кредитные учреждения стимулировали жилищное строительство и практику кредитования под залог недвижимости. **Закладные с твердой процентной ставкой.** Практически все закладные (ипотеки) сейчас представляют собой так называемые ссуды с погашением в рассрочку; по ним заемщик обязан выплачивать (погашать) сумму взятой ссуды

**Ссуда с погашением в рассрочку** — ссуда, выплачиваемая по частям согласно строго оговоренному графику.

вкупе с причитающимися по ней процентами в форме ежемесячно вносимых платежей. Например, ипотека со сроком погашения 30 лет предполагает осуществление 360 ежемесячных платежей. В том случае, если речь идет о **закладной с твердой процентной ставкой**, то ежемесячные платежи остаются постоянными. Платеж, осуществ

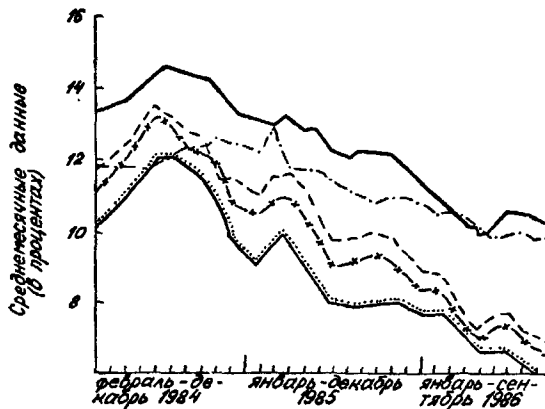
ствляемый в первый месяц, состоит главным образом из денежных средств, имеющих ссудно-процентную природу; по мере того, как проходит время, доля погашения основного долга в ежемесячных (неизменных по величине — прим. ред.) платежах, постепенно возрастает. Обычно кредиты, выданные под залог вновь построенных жилых домов, имеют срок погашения, равный 30 годам.

Чаще всего заемщики более прочих интересуют вопросы о величине первого взноса в счет погашения кредита (down payment) и о размерах ежемесячных сумм, с них причитающихся в счет погашения ссуды и выплаты ссудного процента. Типичным размером первого взноса при приобретении жилого дома стоимостью 125000 долларов будет взнос в размере 25000 долларов (20% общей стоимости), хотя возможны самые разнообразные варианты. Ежемесячные выплаты по закладной с твердой процентной ставкой и 30-летним сроком погашения общим объемом в 100000 долларов составляли 887 долларов 57 центов. Ежемесячные выплаты, равно как и величина взимаемого ссудного процента, в значительной степени зависят от сроков погашения ипотечного кредита (срочности закладной). Так, по 15-летней «твердопроцентной» 100-тысячедолларовой закладной величина ссудного процента, например, может упасть до 9,875%, а сумма ежемесячного взноса составит всего 1066,97 долларов.

Покупатель недвижимости, помимо всего прочего, обязан осуществить определенные затраты также и в период ведения деловых переговоров о выдаче закладной. Так, кредитор (ссудодатель) может, например, «накинуть» два процентных пункта на общую сумму, оговоренную в закладной (один процент от ссуживаемой суммы); иногда к этим затратам добавляются и издержки по оценке, по оплате юридических процедур, по уплате налогов, связанных с осуществлением операции и прочее. В обычных случаях все эти расходы составляют около 3 тысяч долларов на 110-тысячедолларовую закладную. Расходы этого типа могут оказать весьма серьезное сдерживающее воздействие на заключение повторных или новых сделок по закладным, в особенности, если вдруг резко упадут процентные ставки. Именно такая ситуация и произошла в 80-х годах.

### Некоторые общие индексы для закладных с корректируемой процентной ставкой

Эта диаграмма предназначена для того, чтобы продемонстрировать тенденции изменения некоторых наиболее общеупотребительных индексов, применяемых при установке процентных ставок по закладным с корректируемыми ставками. Исходя из приведенных данных, заемщики, которых касается проблема корректировки процентных ставок, могут самостоятельно подсчитать, каковы будут новые процентные ставки по их закладным (без учета разного рода лимитов и особо оговоренных ограничений). Для того, чтобы осуществить такой подсчет, надо добавить к применяемому индексу наценку кредитора (lender's margin). Если, например, ваша ссуда индексируется в зависимости от ценных бумаг Казначейства со сроком погашения в 1 год, а наценка вашего кредитора составляет два процента, то текущая ставка процента по вашей ссуде равна 7,92%. Данные по «твердым» закладным с 30-летним сроком погашения приведены для сравнения.



..... ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 1 год  
 - - - ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 3 года  
 - · - ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 5 лет  
 — закладные с твердой процентной ставкой и сроком погашения 30 лет  
 — «закрытые» ссуды Совета Федерального банка жилищного кредита

- 1 — ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 1 год
- 2 — ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 3 года
- 3 — ценные бумаги Казначейства со сроком погашения 5 лет
- 4 — закладные с твердой процентной ставкой и сроком погашения 30 лет
- 5 — «закрытые» ссуды Совета Федерального банка жилищного кредита

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

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

Рис 6.2

Закладные с корректируемой процентной ставкой. В 70-е годы банки и сберегательные учреждения получили разрешение на выдачу закладных с корректируемой процентной ставкой (adjustable-rate mortgage-ARM); ставка взимаемого по этим закладным процента была «привязана» к индексу, основанному на других рыночных процентных ставках. Разные банки по-разному корректируют

**Закладные с корректируемой процентной ставкой** — ссуда, обеспеченная недвижимостью, норма (ставка) ссудного процента по которой периодически корректируется в зависимости от изменений других процентных ставок на ссудных рынках.

процентные ставки по ARM. Одним из наиболее широко применяемых методов (он называется «одногодичная двухпроцентная ARM с шестипроцентным пределом») является метод, когда процентная ставка корректируется один раз в год, причем обязательно именно в день заключения сделки. По прочим закладным с корректируемой процентной ставкой корректировка процента осуществляется каждые два или три года. Рис. 6.2 демонстрирует, к каким именно рыночным процентным ставкам привязана корректировка ARM. По одногодичной двухпроцентной закладной с 6%-ным пределом типа ARM ставка ссудного процента может изменяться ежегодно не больше, чем на 2 процентных пункта, но не более, чем на 6 процентных пунктов (либо вверх, либо вниз) за весь период действия соглашения, оговоренного закладной. По другим закладным с корректируемым процентом, аналогичные показатели составляют: 2% и 6%-ный предел, 1% и 5%-ный предел, 3% и 5%-ный предел. Исходная, первоначальная ставка процента по такой закладной варьирует в зависимости от различной в уровнях предела, который оговаривается особо.

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

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

**Закладные с корректировкой (платежей) на уровень инфляции** — закладные, платежи по которым возрастают начиная с довольно небольших сумм, что дает возможность скорректировать их размеры на известный уровень инфляции.

**Закладная с корректировкой (платежей) на инфляцию.** Ряд банков в настоящее время предлагают своим клиентам так называемые закладные с постепенно изменяющимися платежами (graduated payments mortgages — GPM). В условиях инфляции они (GPM) оказываются для некоторых заемщиков более привлекательными, чем закладные как с твердыми ставками, так и с изменяющимися выплатами. Ежемесячные «градуированные» выплаты по закладным типа GPM могут начинаться с уровня на 25% ниже,

чем в случае «твердопроцентных» закладных, но затем круто «взывают» вверх всего за пяти или десятилетний период, и уж потом стабилизироваться на некотором устойчивом ежемесячном уровне выплат. Закладные «с поправкой на инфляцию» были предназначены для тех категорий заемщиков, кто ожидал, что в недалеком будущем либо из-за инфляции, либо из-за успехов на службе их личные доходы существенно подскочат. Дело в том, что закладные обычного типа далеко не всегда подходят особенно для молодых покупателей жилых домов: ведь фиксированные ежемесячные выплаты «съедают» огромную доли их личного дохода, в особенности на первых порах, а вот потом, когда их финансовые возможности возрастают, падает, причем довольно резко и доля этих выплат в их располагаемом доходе.

**Государственные<sup>1</sup> гарантии.** Иногда либо Федеральное управление жилищного строительства, либо Управление по делам ветеранов выступают в качестве гарантов по некоторым закладным, связанным с осуществлением жилищного строительства. Процентные ставки и первые взносы по этим закладным обычно ниже, чем по негарантированным закладным. Практика гарантирования закладных указанными ведомствами была введена для того, чтобы оказывать помощь нуждающимся и ветеранам, а также для того, чтобы стимулировать процессы жилищного строительства, предоставляя соответствующие кредиты на более льготных условиях.

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

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

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

Хотя закладные, обеспеченные гарантиями Федерального управления жилищного строительства и Управления

<sup>1</sup> Здесь, как и во многих сходных ситуациях, буквально: «правительственные» — прим. ред.

по делам ветеранов, представляют собой с точки зрения банков значительно менее рискованное вложение средств, чем в целом ряде других случаев, они связаны также и с рядом негативных моментов. Дело в том, что указанные правительственные органы очень медленно корректировали верхние границы процентных ставок по этим закладным по сравнению с тем темпом, как изменялись процентные ставки по другим ценным бумагам в рыночных условиях. В результате, при превышении рыночных процентных ставок банки часто переключались на другие типы ссуд и инвестиций. Все эти обстоятельства привели к тому, что предложение гарантированных закладных весьма неустойчиво по объему.

### Ссуды, выдаваемые частным лицам

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

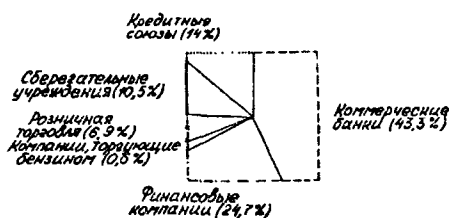
**Потребительские ссуды.** Банки выдают **потребительские ссуды** частным лицам для приобретения потребительских товаров длительного пользования (автомобилей, передвижных домов, телевизоров). В основном потребительский кредит предполагает погашение в рассрочку. Существуют, однако, и ссуды, предполагающие разовое погашение, а также кредиты по открытому счету (например, в магазине) и так называемые сервисные кредиты (выдаваемые для оплаты счетов за лечение). Из данных на рис. 6. За следует, что в 1986 г. на долю коммерческих банков приходилось 43% от общего объема выданных потребительских ссуд, подлежащих погашению в рассрочку. Из данных части «b» того же рисунка следует, что в том же году 40% потребительских кредитов, выданных коммерческими банками, подлежащих погашению в рассрочку, приходилось на ссуды, предоставленные на покупку автомобилей.

**Потребительская ссуда** — ссуда, возвращаемая по частям и выданная частному лицу для покупки потребительских товаров длительного пользования.

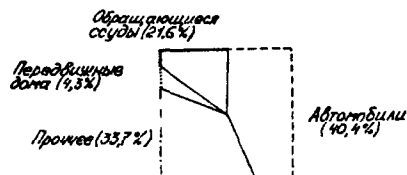
### Потребительские ссуды, погашаемые в рассрочку

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

a) Финансовые институты, выдающие потребительские ссуды с погашением в рассрочку (на сентябрь 1986 г.)



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



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

Рис 6.3

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

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

Для того, чтобы получить «автомобильную» ссуду в 7500 долларов, будущий владелец машины должен выбрать себе автомобиль по цене не ниже 10000 долларов: дело в том, что доля самого владельца в цене, уплачиваемой за новый автомобиль должна составлять по крайней мере одну четвертую часть. Многие заемщики выплачивают большую часть этой доли, продавая свои старые автомобили. Условия кредита требуют, чтобы заемщики выплачивали ссуду с процентами, осуществляя 36 ежемесячных платежей по 250 долларов каждый. В дополнение к величине полученной ссуды в сумме этих 36 ежемесячных платежей входит и процентный доход, составляющий в сумме 1500 долларов. По желанию заемщика он может вернуть ссуду в более короткий срок, нежели оговоренные три года. Если

же заемщик оказывается не в состоянии осуществлять регулярные оговоренные платежи, то банк имеет право вступить во владение автомобилем и попытаться вернуть невыплаченную часть ссуды, продав автомобиль. То обстоятельство, что ссуды, выданные на покупку автомобиля, погашаются по частям, усложняет расчет ставки ссудного процента, выплачиваемого заемщиком. Так, в указанном примере процентная ставка доходит до 121/4%, причем при расчете ее за базу принимается величина невыплаченного остатка. Помимо всего прочего, недостатком «автомобильных» ссуд являются относительно высокие издержки осуществления бухгалтерских операций, связанных с ежемесячным учетом поступающих платежей. Более того, нередко эти ссуды приносят прямые убытки. Это происходит в том случае, когда машина после неуплаты взноса и последующего изъятия ее у неплательщика поступает в собственность банка в плохом состоянии, или же если заемщик переезжает в другую часть страны и вообще прекращает платежи.

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

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

Ссуды с погашением в рассрочку на приобретение автомобилей и предметов домашнего обихода приобрели большую популярность. С течением времени потребители перешли от использования услуг коммерческих прачечных к использованию стиральных машин и машин для сушки белья, от поездок на автобусах и такси к поездкам на личных машинах, от посещения кинотеатров к сидению дома перед телевизором, домашнюю прислугу заменили машины для мойки посуды и электропылесосы. Большинство людей сталкиваются с большими трудностями, постепенно откладывая деньги на приобретение дорогостоящих автомобилей и бытовых электроприборов. Взяв деньги в ссуду и погашая ее ежемесячными взносами, люди избегают необходимости осуществлять предварительное накопление денег, необходимых для осуществления покупки. Кроме того они получают также возможность реального пользования автомобилем или бытовым электроприбором в тот период времени, на протяжении которого без взятия ссуды они бы только копили необходимые на покупку деньги. Этот тип кредита развился в 20-е годы и совпал с переходом к массовой автомобилизации. Ведь только массовый рынок автомобилей, основанный на широком распространении ссуд, погашаемых в рассрочку, мог поглотить гигантские объемы выпуска продукции автомобилестроения, базирующегося на конвейерно-поточной системе сборки и использовании научных методов управления производством.

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

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

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

Еще одним типом ссуд, предоставляемых частным лицам, являются ссуды на финансирование получения образования в колледжах. Они также получили широкое распространение несмотря на имевшие место попытки урезать правительственные программы по выдаче таких ссуд, что аргументировалось большими дефицитами федерального бюджета. В соответствии с принятым в 1965 г. Законом о высшем образовании была учреждена государственная программа гарантированной выдачи ссуд студентам; коммерческие банки приняли участие в ее выполнении. Заем-



щики не обязаны начинать погашения полученной ссуды до получения высшего образования. Максимально разрешенный ставкой ссудного процента по этим ссудам было 8%. В соответствии с установленным законом пределами максимальные размеры ежегодной ссуды для старшекурсников составляют 2500 долларов на одного студента и 5000 на одного выпускника. Отдел финансовой помощи, существующий в каждом колледже, определяет целесообразность выдачи ссуды конкретному студенту исходя из учета таких факторов, как доход в семье студента, число детей в семье и расходы на оплату обучения в данном колледже.

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

### Ссуды, выдаваемые штатам и органам политической власти

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

### Ссуды под ценные бумаги

Ссуды под ценные бумаги состоят из ссуд, предоставляемых брокерам и дилерам в ценных бумагах, а также частным лицам для приобретения акций корпораций и прочих ценных бумаг. Брокеры, осуществляющие финансирование покупки акций для своих клиентов, и дилеры, осуществляющие операции с ценными бумагами правительства, часто берут ссуды до востребования (так называемые онкольные ссуды). Возврат такого рода ссуд не предполагает наличия какого-либо оговоренного заранее периода погашения. Банк вправе потребовать возврата в любое время; равным образом и заемщик вправе возвратить ссуду в любое время, если банк не требует возврата ссуды к определенному сроку. С середины 30-х годов в соответствии с установившейся традицией, банки выдают такие ссуды лишь тем брокерам, у кого есть собственные депозитные счета в данном банке. Совет управляющих ФРС имеет право ограничивать выдачу ссуд под ценные бумаги банками-членами ФРС, а в случае, если банк, с точки зрения Совета, не в состоянии обеспечить эффективный контроль за движением ссуд, то и приостановить право банка выдавать подобные ссуды. Обычно, по мере того, как изменяются объемы продаж и финансовые потребности брокеров и дилеров, изменяются и объемы изымаемых ими ссуд; кроме того, брокеры и дилеры часто заменяют одни акции, представленные ими в качестве залогового обеспечения, на другие.

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

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

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

### Ссуды небанковским финансовым учреждениям

Такие финансовые учреждения, как финансовые компании, компании по операциям с ипотеками, банковские холдинг-компании и инвестиционные банки также выступают в роли заемщиков у банков, хотя крупные финансовые

**Предписываемая маржа** — процент рыночной стоимости акций или облигаций, который инвестор должен по закону уплатить банку при получении ссуды на приобретение этих акций или облигаций.

компании прибегают также и к продаже коммерческих бумаг. Финансовые компании берут у банков ссуды для последующего предоставления их частным лицам, а также для предоставления ссуд на покупку автомобилей и других потребительских товаров длительного пользования.

### Сельскохозяйственные ссуды

Фермеры испытывают нужду в денежных средствах, необходимых им как для покрытия сезонных расходов, так и для осуществления долгосрочных инвестиций в сельскохозяйственные машины и улучшение земли. В современном сельском хозяйстве применяется дорогостоящая техника, задействуются обширные земельные угодья, используются значительные объемы химических удобрений, гибридных семян, комбикормов, витаминов и антибиотиков для скота. Однако не весь объем финансирования сельского хозяйства осуществляется через местные коммерческие банки. Часто финансирование закупок новой техники проводится ее продавцами.

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

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

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

### Дебиторская задолженность по лизингу

В балансовых отчетах многих банков появилась новая строка — **дебиторская задолженность по лизингу (lease financing receivables)**. Банки сдают в аренду оборудование промышленным предприятиям посредством заключения лизинговых соглашений; таким образом возникает некий новый тип института кредитования, очень напоминающий ссуду. Вместо того, чтобы выдавать некой фирме ссуду на приобретение необходимого ей оборудования, банк сам покупает это оборудование, сохраняя за собой права собственности. В этом случае банк получает арендную плату (лизинговые платежи), а не ссудный процент. Лизинг такого типа распространяется на автомобили, грузовики, конторское оборудование, включая компьютеры, машины и станки, а также многие другие виды оборудования.

**Дебиторская задолженность по лизингу** — сумма арендной платы за оборудование, сданное банком в аренду деловым единицам в качестве альтернативы получению ссуды на приобретение этого оборудования.

Арендные отношения дают возможность компаниям получать в свое распоряжение производственное оборудование без больших капитальных затрат. Такой подход имеет перед остальными видами финансирования ряд преимуществ, связанных с налогообложением предприятий-арендаторов.

### Ссуды иностранным банкам и иностранным официальным органам

Ссуды коммерческих банков иностранным банкам и правительственным органам стали объектом пристального внимания прессы в 80-е годы, хотя в 1986 г. общий объем этих ссуд не превышал 15.2 млрд. долларов. Зарубежные банки и правительственные органы берут ссуды в банках США для осуществления крупных инвестиционных проектов и для финансирования дефицитов своих платежных балансов, а также для покрытия дефицитов государственного бюджета. Несмотря на сравнительно небольшой объем этих ссуд, потенциальная возможность их непогашения (невозврата кредитов) ставит перед банковской системой США весьма непростые проблемы; дело в том, что эти кредиты сконцентрированы в ведущих банках страны, причем до периода семидесятых годов ссуды этого типа по величине вообще не играли сколько-нибудь значительной роли.

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

## РЕГУЛИРОВАНИЕ ССУДНЫХ ОПЕРАЦИЙ БАНКОВ

В прошлом государственное регулирование ссудных операций банков было подчинено в первую очередь целям обеспечения безопасности и стабильности функционирования банковской системы. В частности, вводились законодательные ограничения на ссуды, выдаваемые коммерческими банками под залог недвижимости, а также на размеры ссуд, выдаваемых одновременно одному заемщику. В период последних двух десятилетий в действие был введен целый ряд новых нормативных документов, регулирующих практику выдачи ссуд. Эти документы иногда характеризуются как «консьюмеристские»<sup>1</sup>, поскольку их главной задачей является прежде всего защита интересов потребителя, а не защита банков от возможного банкротства.

Первым в ряду этих законов стал Закон о достоверной информации в кредитовании (1), введенный в действие 1 июля 1969 г. Вслед за ним были введены в действие следующие нормативные акты: Закон о процедуре урегулирования финансовых операций с недвижимостью (2), Закон о предоставлении информации о зкладных (3), Закон о правильном погашении кредита (4), Закон о равных кредитных возможностях (5), Закон о совершенствовании деятельности Федеральной Торговой Комиссии (6), Закон о реинвестировании (7), Закон о потребительском лизинге (8), Закон о жилищном строительстве (9), Закон о предоставлении достоверной информации по кредитованию (10), Закон о практике инкассирования долгов (11), Закон о праве на сохранение финансовой тайны (12), Закон об электронных денежных переводах (13). Большинство из этих законов направлено на обеспечение более высокого уровня информированности потребителей, что должно дать последним возможность делать более обоснованный экономический выбор. Прочие направлены на защиту гражданских прав как нынешних, так и потенциальных клиентов банков, что достигается путем введения ряда запретов на дискриминацию в самых различных ее видах. И, наконец, к третьей категории этих законов относятся те из них, в которых противозаконными объявляются отдельные, совершенно специфические разновидности злоупотреблений, имеющих место в практике предоставления потребительских ссуд, их инкассирования, а также предоставления информации, относящейся к сфере потребительского кредита.

- (1) Truth in Lending Act
- (2) Real Estate Settlement Procedures Act (RESPA)
- (3) Home Mortgage Disclosure Act
- (4) Fair Credit Billing Act
- (5) Equal Credit Opportunity Act
- (6) Federal Trade Commission Improvement Act
- (7) Community Reinvestment Act
- (8) Consumer Leasing Act
- (9) Fair Housing Act
- (10) Fair Credit Reporting Act
- (11) Fair Debt Collection Practices Act
- (12) Right to Financial Privacy Act
- (13) Electronic Fund Transfer Act

Федеральная Резервная Система, ряд других органов, регулирующих деятельность банковской сферы, а также некоторые другие правительственные агентства (например, Управление по делам жилищного строительства и градостроительства<sup>2</sup>), приняв к исполнению эти законы, ввели в действие соответствующие новые подзаконные инструкции. В частности, теперь ревизоры, обследующие финансовое состояние банков, должны, кроме всего прочего, определить и то, насколько деятельность проверяемых банков соответствует принятому законодательству. Помимо этого, действующий под эгидой Совета управляющих ФРС Отдел по работе с потребителями и сообществами (потребителей) (Division of Consumer and Community Affairs), помогает резервным банкам в рассмотрении претензий и жалоб, поступающих от потребителей.

Для инструкций, регулирующих выдачу потребительских кредитов, характерно то обстоятельство, что информация о возможностях, предоставляемых самим потребителям этими нормативными документами, отнюдь не относится к разряду общеизвестной и, уж тем более, общеупотребительной; ситуация эта представляет собой реальную, действующую вопреки усилиям, которые были предприняты законодателями, и суть которых сводилась к тому, чтобы сформулировать указанные инструкции на достаточно простом языке, доступном любому среднему гражданину США. (Kathleen Quenneville, «Consumers and Regulators», Federal Reserve Bank of San Francisco, Business and Finance Letter, September 9, 1977) Согласно данным обследования, проведенного через восемь лет после введения в действие Закона о достоверной информации в кредитовании, приблизительно 45% общего числа опрошенных заемщиков, взявших ссуды на приобретение автомобилей, бытовой электроаппаратуры, а также прочие виды персональных ссуд, вообще не имели представления о величине ежегодной ставки ссудного процента по выданным им ссудам.

Упомянутые инструкции были подвергнуты жесткой критике, прозвучавшей как со стороны банков, так и со стороны федерального правительства, поскольку их принятие привело к существенному увеличению административных расходов. Вероятнее всего банки перекладывают возросшее бремя этих расходов на плечи своих клиентов, что

<sup>1</sup> От англ. *consumer* — потребитель (прим. пер.)

<sup>2</sup> Department of Housing and Urban Development

проявляется либо в форме увеличения процентных ставок по предоставляемым ссудам, либо в снижении процентных ставок по депозитам. Что касается широкой общественности, то на ее долю выпадает покрытие расходов федерального правительства, сопряженных с выполнением указанных инструкций, осуществляющееся в форме выплаты возросших налогов. Вопрос о том, насколько указанные расходы действительно оправданы с точки зрения величины приносимого ими реального полезного эффекта, остается предметом дискуссий.

### **Закон о достоверной информации в кредитовании**

Этот закон относится не только к банкам, но и также к другим финансовым институтам, равно как и вообще к любым фирмам, занимающимся выдачей потребительских кредитов. Главной задачей, поставленной перед этим законом, является по замыслу его создателей, обеспечение такой практики кредитования, при которой клиенты были бы полностью проинформированы о стоимости кредита, что даст им возможность сравнивать условия, на которых они могут получить кредит в самых разных источниках кредитных ресурсов. Согласно этому закону, заемщик обязательно должен быть поставлен в известность об абсолютной величине платы за кредит, а также о размерах ежегодной ставки ссудного процента по предоставляемому ему кредиту. В объем платы за кредит входят, помимо выплаты ссудного процента, также и некоторые другие виды платежей, например, так называемое кредитное страхование жизни (когда страховая сумма предназначается для погашения займа, сделанного застрахованным, — прим. пер.). Следует также учитывать, что банкам не приходится самим рассчитывать величину ставок ссудного процента, поскольку Совет управляющих Федеральной Резервной Системой предоставляет в их распоряжение специальные таблицы, в которых приводятся величины ежегодных ставок ссудного процента, соответствующие разным величинам платы за кредит. Кредитор, допустивший нарушение этого закона, может быть подвергнут преследованию в уголовном порядке или, также по суду, оштрафован на сумму, равную двойной величине платы за (предоставленный) кредит, к которой прибавляется компенсация судебных издержек, а также сумма гонорара, причитающегося прокурору, выступающему по данному делу, которая, впрочем, не должна превосходить неких разумных пределов.

### **Закон о процедуре урегулирования финансовых операций с недвижимостью**

В середине 70-х годов Конгресс США утвердил Закон о процедуре урегулирования финансовых операций с недвижимостью, затем внес в него ряд поправок, после чего закон был окончательно принят. Согласно этому закону в тех случаях, когда заемщик обращается к ссудодателю с просьбой о выдаче ссуды под залог недвижимости, последний обязан поставить его (ее) в известность о финансовой стороне процедуры урегулирования этой операции, а также предоставить в распоряжение заемщика достоверную информацию об оценке платы, причитающейся с него за урегулирование указанной операции. Банк обязан подготовить для заемщика информацию в форме единого расчета финансового урегулирования (Uniform Settlement Statement form). Заемщик имеет право изучать эту форму в течение одного делового дня, непосредственно предшествующего урегулированию сделки; в день урегулирования сделки он должен получить от ссудодателя окончательный вариант расчета.

### **Закон о предоставлении информации о зкладных**

Конгресс США утвердил этот закон в 1975 г. Закон был направлен против получившей довольно широкое распространение практики «красной черты», существо которой сводится к отказу ("New Regulation C", Federal Reserve Bulletin C2 (June 1976), pp. 550—551) в выдаче ссуд по зкладным в неперспективных городских предместьях<sup>1</sup>. Согласно этому закону, банки обязаны систематически подбирать и оглашать имеющуюся у них информацию, касающуюся местонахождения недвижимого имущества, выступающего в качестве залога по выданным банками ипотечным ссудам. Аналогичные законы приняты также и в ряде штатов. Что же касается Закона о предоставлении информации о зкладных, то под его юрисдикцию подпадают лишь те

**Практика «красной черты» (redlining)** — практика отказа в выдаче ссуды по зкладной в районах малоперспективных, деградирующих городских окраин.

финансовые институты, которые расположены на территории так называемых Стандартных метрополитенских статистических ареалов (Standard Metropolitan Statistical Areas). Действие закона не распространяется также на очень мелкие банки. Обычно банки передают гласности информацию о выданных ими ипотечных ссудах, используя контролируемые ими лоббистские группы; в этих случаях территориальное местонахождение недвижимости, выступающей в качестве залога, указывается либо указанием переписного района (под которым понимается статистический ареал, на территории которого проживает около 4 тыс. человек; для него должны быть характерны близкие экономические, социальные и расовые параметры), либо указанием почтового индекса. Активные сторонники этого закона полагают, что именно практика «красной черты» была главной причиной развивающегося «кризиса горо-

<sup>1</sup> Основанием для такого отказа первоначально были расовые соображения — прим. пер.

## 6.2. Из практики банковского дела

### ПРАКТИКА «КРАСНОЙ ЧЕРТЫ»

Казалось бы, перед нами — согревающая душу картина роста гражданского самосознания: в течение всего нескольких недель три крупнейших чикагских банка осуществили сделки по выдаче ссуд на строительство жилья под весьма низкий ссудный процент, а также выдали ряд коммерческих ссуд жителям бедных городских окраин, причем общий объем выданных ссуд составил 173 миллиона долларов.

Как заявил потом председатель правления «Ферст Чикаго Корп», некто Барри Ф. Салливан: «Мы рады возможности продемонстрировать нашу веру в жизнеспособность и потенциал нашего города».

Между тем он же упомянул о том, что это решение было принято буквально под дулом пистолета. «Ферст Чикаго» нуждался в санкции Совета ФРС на покупку «Америкэн Нэшнл Корп.», другого чикагского банка и тут-то коварная местная активистка и пригрозила тем, что может расстроить все эти планы. В качестве оружия был выбран федеральный закон, требующий от банков предоставления ссуд и прочих услуг тем локальным сообществам, которые являются для банков источником депозитов. Банковская отчетность «Ферст Чикаго» и информация о будущей сделке буквально бросали вызов этому за-

кону. Организовать будущее наступление на банк взялась известная своим сварливым и придирчивым характером дама по имени Гейл Цинцотта. Усмехаясь, она заявила: «Дерегулирование банковского дела создает массу разнообразных возможностей». Цинцотта использует в своей борьбе два законодательных акта, которые она сама и помогла протолкнуть через Конгресс 10 лет тому назад. Дело в том, что Закон о реинвестировании обязывает банки осуществлять ссудные операции именно в том районе, где проживают (или работают) их вкладчики, а Закон о предоставлении информации о залладных требует, чтобы банки систематически оглашали информацию о местонахождении недвижимости, выступающей в качестве залога по ссудам, выданным ими на строительство жилья. Оба закона направлены на борьбу с практикой «красной черты», суть которой состоит в отказе в выдаче ссуд и оказании некоторых других услуг целым ареалам единственно на том основании, что для этих ареалов характерны низкий уровень доходов, наличие в них национальных меньшинств или какие-либо другие неблагоприятные с точки зрения банков демографические особенности.

Несмотря на то, что эти законы были приняты десять лет тому на-

зад, реальную силу они получили только после начала осуществления экономической политики дерегулирования. Дело в том, что в тот момент, когда банки начинают искать способы выхода на новые рынки, они куда более, чем раньше нуждаются в поддержке со стороны закона. Сметливая активистка, воспользовавшись рядом статей упомянутых законов, пригрозила свести на нет все усилия банка, направленные на завоевание нового рынка, если указанный банк резко не улучшит проводимую ими ссудную политику.

Раньше Цинцотта нередко вызывала раздражение, однако теперь ее появление в кабинетах административных работников банков самого высокого ранга уже никого не удивляет. Она вполне способна общаться с банкирами на их языке, однако более склонна выражать свои мысли самыми простыми человеческими словами.

Вместе со своими добровольными помощниками она скрупулезно «прочесывает» различные циркуляры ФРС в поисках еще не использованных положений, тщательно отбирает информацию о прецедентах применения Закона о предоставлении информации о залладных, а затем буквально набрасывается на те банки, которые по ее мнению, осуществляют практику «красной черты».

дов». С принятием рассматриваемого законодательства они связывают свои надежды на то, что в результате получения вкладчиками достоверной информации о банковской деятельности в области выдачи ссуд, банки утратят возможность осуществлять практику «красной черты» в тех же масштабах, что и до принятия этого закона. Если банк не будет осуществлять ипотечные операции под залог недвижимости, расположенной в неперспективных городских предместьях, то, согласно расчетам сторонников рассматриваемого закона, жители этих предместий начнут изымать свои сбережения из этого банка и, тем самым, окажут на него определенное давление, которое и заставит их изменить свою политику в области совершения ипотечных операций. В примере 6.2 «Из практики банковского дела» рассмотрены конкретные способы использования местными активистами возможностей, заложенных в этом законе.

#### Закон о правильном погашении кредита (FCBA)

Действие закона о правильном погашении кредита распространяется как на сферу банковского кредита, так и на систему кредитных карточек, а также и на так называемые кредиты по открытым счетам (charge accounts) (например в магазинах — прим. переводчика). Закон обязывает банкиров и торговцев письменно (например, по почте) информировать своих клиентов об их юридических правах, а также о содержании тех процедур, с помощью которых клиенты могут обращаться с жалобами и претензиями по поводу ошибок, содержащихся в предъявленных

им счета погашения кредита. Заемщик должен уведомить кредитора о любой допущенной последним ошибке в счете погашения кредита не позднее, чем через 60 дней после получения такого счета. Кредитор, в свою очередь, обязан подтвердить факт получения письма, содержащего претензию клиента, в течение 30 дней с момента его отправки последним, а затем предьявить соответствующие (юридически доказуемые — прим. ред.) шаги для разрешения возникшего конфликта. Закон отводит на это 90 дней. На протяжении всего периода времени, в течение которого длится урегулирование конфликта, клиент не обязан осуществлять погашение суммы, являющейся предметом спора, равно как и выплачивать по ней причитающиеся проценты. Сторонники этого закона убеждены в том, что с его помощью могут быть разрешены многие и многие проблемы, возникшие благодаря возросшей автоматизации кредитных операций.

### **Закон о равных кредитных возможностях.**

Закон запрещает осуществлять любую дискриминацию по признакам пола или семейного положения. ("Equal Credit Opportunity", Federal Reserve Bulletin 63 (February 1977), pp. 101—107) Запрещает относиться к банкам, различным торговцам, а также всем прочим субъектам, предоставляющим кредиты. Закон введен в действие в 1975 г., а в 1976 г. к нему были приняты поправки, воспрещающие дискриминацию по возрастным и расовым признакам, по признакам цвета кожи, вероисповеданию, национальной принадлежности, а также на основании того, что потенциальный заемщик получает доход в форме неких денежных выплат из государственных фондов социальной помощи или аналогичных им источников. Наконец, согласно этим же поправкам, то обстоятельство, что некое лицо *de facto* пользуется правами, предоставляемыми Законом о защите потребительского кредита от 1968 г. (Consumer Credit Protection Act of 1968), также не является основанием для лишения этого лица возможностей получения кредита. Если в ходе судебного разбирательства будет доказана вина кредитора в безосновательном и произвольном отказе в выдаче кредита, то, по закону, на кредитора может быть наложен штраф в размере до 500000 долларов или в размере 1% стоимости имущества банка-кредитора (за вычетом обязательств), то есть стоимости собственного капитала. С 1977 г. лица, которым было отказано в предоставлении кредита, имеют право потребовать от кредитора письменного объяснения причины отказа.

В соответствии с Законом о равных кредитных возможностях, замужние женщины имеют право на получение информации об их прямом участии как в получении, так и в погашении кредитов, то есть банк-кредитор обязан составлять и передавать в их распоряжение так называемую личную кредитную (хронологическую) справку или, иначе «кредитную историю» (*credit history*), выписанную непосредственно на их имя. Помимо этого, банки обязаны осуществлять по требованию любого из супругов операции по разделению счетов, отражающие участие каждого из супругов в погашении кредитов. По уже открытым счетам банки и прочие ссудодатели, — в соответствии с требованиями рассматриваемого закона, — обязаны уведомлять своих клиентов об их праве востребовать любую информацию, касающуюся кредитов, выданных одному из супругов. Несмотря на то, что к настоящему времени уже было отправлено несколько сотен подобных почтовых уведомлений, согласно данным проведенного социологического обследования, число лиц, запросивших о предоставлении им такого рода информации, не превысило всего 9% общего числа лиц, получивших такие уведомления. Известно, однако, что в какой-то момент времени в более или менее отдаленном будущем около 85% женщин, состоящих в настоящее время в браке, вновь останутся в одиночестве; причиной этого будет, как предсказывает демографическая статистика, либо разводы, либо смерть мужа. Если к этому моменту в распоряжении этих женщин не окажется личных «кредитных историй», то они вполне могут столкнуться с большими трудностями, обращаясь за ссудами.

### **Закон о совершенствовании деятельности Федеральной Торговой Комиссии.**

Закон о совершенствовании деятельности Федеральной Торговой Комиссии от 1975 г. ориентирован на защиту потребителей от несправедливой или вводящей в заблуждение практики осуществления торговых или финансовых операций. Этот закон возлагает юридическую ответственность на ссудодателей, допускающих финансирование своими ссудами производства и сбыт услуг или товаров неудовлетворительного качества. В соответствии с нормой этого закона, потребитель вправе приостановить оплату дефектного продукта даже в том случае, когда финансирование (его продажи или производства — прим. перев.) осуществляется третьим лицом, будь то банк или любая финансовая компания. Так называемая доктрина «законного держателя» (*holder-in-due-course doctrine*) после введения в действие этого закона уже не защищает финансовые институты, когда последние добровольно покупают право на взимание денег по долговым обязательствам той фирмы — исполнителя, которая уже изначально пролонгировала кредит (т. е. продлила на некоторое, оговоренное с кредитором, время срок его погашения — прим. пер.). Возможно, подобная регулирующая мера и защищает реальные интересы отдельных потребителей, однако введение ее существенно усложнило получение некоторых видов кредита, не говоря уже о том, что они просто подорожали. Введение этого нормативного акта привело, например, к тому, что финансирование банками операций по купле-продаже подержанных автомобилей, если верить имеющимся источникам, заметно сократилось. Аналогичная ситуация сложилась и в ряде других операций.

### **Закон об электронных денежных переводах.**

Этот закон, введенный в действие в 1979 г., ограничивает пределы юридической ответственности потребителей за несанкционированное ими изъятие денежных средств из автоматических банковских автоматов (*automatic teller machines*), если таковое произведено с помощью утерянных или похищенных банковских кредитных карточек. (Annual Report of Governors of the Board of the Federal Reserve System, 1979, pp. 83—85.) Степень ответственности клиента за юридический ущерб изменяется в зависимости от продолжительности периода времени, по прошествии

которого банк получает от клиента официальное уведомление о потере карточки. Согласно этому закону, в обязанности банка входит обязательное разъяснение клиентам мер предосторожности при обращении с карточкой, а также основных положений самого закона.

### Закон о реинвестировании.

Федеральный Закон о реинвестировании от 1977 г. требует от службы Контролера денежного обращения, а также и от других агентств, занятых регулированием банковской деятельности, всемерного поощрения банков в их деятельности по удовлетворению потребностей в кредитах, испытываемых целыми локальными сообществами граждан (*communities*), в том числе и районами со средним и умеренным достатком. (*Ibid.*, pp. 217—218; *Federal Reserve Bulletin*, February 1980, pp. 87—96.) Указанные выше регулирующие органы обязаны во исполнение указанного закона, проводить анализ банковских отчетов в частях, характеризующих реакцию банков на имевшие место обращения местных региональных сообществ за банковскими кредитами; эти вопросы подлежат изучению со стороны регулирующих инстанций в случаях, когда банки обращаются к ним с ходатайством о выдаче им санкций на возможное слияние с другим (другими) банками, или на готовящееся расширение банковской деятельности.

В 1982 г. Подкомитет по торговле, вопросам потребителей и денежно-кредитным делам Палаты представителей США провел специальное слушание с целью оценить эффект введения в силу Закона о реинвестировании на конкретном примере такого города, как Нью-Йорк. Ряд членов Подкомитета подвергли критике некоторые банки этого города за излишне пассивное участие в федеральных финансово-кредитных программах по субсидированию мелкого бизнеса, домовладельцев и студентов в Нью-Йорке.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Банки выполняют фундаментальную экономическую функцию по распределению (аллокации) ограниченных объемов предложенных кредитов между конкурирующими альтернативными вариантами их использования. Распределение (аллокация) кредита банками считается эффективной в том случае, когда ссуды, выданные банками фирмам и частным лицам, израсходованы с максимальной продуктивностью.

2. Большинство банковских ссуд выдается фирмам, обладающим хорошей репутацией в деловых кругах; многие ссуды выдаются под залоговое обеспечение. Эти обстоятельства делают банковские ссуды более безопасными, чем прочие типы кредита, а также дает банкам возможность устанавливать более низкие нормы процентных платежей, чем этого потребовала бы иная ситуация.

3. Многие экономисты отвергают банковскую теорию коммерческих ссуд; эта теория предписывает ограничить возможный диапазон банковских ссуд одними лишь краткосрочными коммерческими ссудами. Эти экономисты полагают, что подобная теория не только не защищает банковскую систему от вероятных банковских кризисов, но не способствует достижению общей экономической стабильности.

4. Банки превратились в главные источники ссуд, выдаваемых под залог недвижимости (ипотечных ссуд), а также ссуд, выдаваемых частным лицам для покупки автомобилей.

5. Конгресс США принял ряд законов о достоверной информации в сфере кредитования с целью добиться более полного информирования потребителей о размерах процентных платежей, а также некоторых прочих выплат, производимых ими при погашении ссуд с рассрочкой платежей. Что же касается ряда других законов, имеющих отношение к защите интересов потребителей и принятых в середине 70-х годов, то они нацелены на то, чтобы предотвратить возможную дискриминацию в практике размещения кредита, ввести и узаконить как сами процедуры исправления ошибок в погашении кредитов, так и их малейшие детали, а также защитить лиц, приобретающих товары и услуги с рассрочкой погашения платежа от практики недобросовестной торговли.

### Термины для повторения.

Простой вексель

Овердрафт

Залог (залоговое имущество)

Необеспеченная ссуда

Дисконтированная ссуда

Ссуда торгово-промышленным предприятиям

(торгово-промышленные ссуды)

«Кредитная линия»

Банковская теория коммерческих ссуд

Ссуда с погашением в рассрочку

Закладная с корректируемой процентной ставкой (ARM)

Закладная с корректировкой платежей на уровень инфляции (GRM)

Потребительская ссуда

Дебиторская задолженность по лизингу

Предписываемая маржа

Практика «красной черты»

### Вопросы для повторения.

1. Объясните, в чем заключается общественная роль банков в размещении денежных средств, подлежащих выдаче в ссуду.

2. Что такое простой вексель? Как банки используют простые векселя?

3. Что такое залог? Почему банк может потребовать залог?

4. В чем состоит цель законов о банках, ограничивающих размеры ссуд, выдаваемых одному заемщику?
5. Объясните, в чем заключаются основные особенности каждой из перечисленных ниже видов ссуд: торговые, промышленные ссуды, ссуда под залог недвижимости, потребительская ссуда, ссуда частным лицам, сельскохозяйственная ссуда, ссуда небанковским финансовым институтам и дебиторская задолженность по лизингу.
6. Что такое ссуда с погашением в рассрочку? Какие преимущества она приносит заемщику? Какие преимущества она приносит банку?
7. Как коммерческие банки уменьшают риск, связанный с выдачей ссуд?
8. Почему принятие законов, устанавливающих верхние границы нормы процента по зкладным может стать причиной серьезных изменений в величине предложения ипотечного кредита?
9. В чем существо теории коммерческих ссуд?
10. Опишите цели и основные положения Закона о достоверной информации в кредитовании.
11. В чем состоит суть Закона о равных кредитных возможностях?
12. Охарактеризуйте, возможно более полно, Закон о реинвестировании.
13. Почему по ссудам, выдаваемым частным лицам, банки устанавливают норму процента на уровне, относительно более высоком, чем по другим категориям ссуд?

### Темы для обсуждения.

1. Какие факторы Вы будете учитывать, ведя деловые переговоры со служащими банка о предоставлении вам ссуды на покупку автомобиля?
2. Предположим, что вы берете у некоей фирмы ссуду на постройку дома. Какую из следующих видов ссуд вы предпочтете: (1) зкладную с твердой процентной ставкой, (2) зкладную с корректируемой процентной ставкой типа ARM, (3) зкладную с корректировкой платежей на уровень инфляции (GRM)?
3. Обсудите, почему некоторые банки выдают ипотечную ссуду с твердой ставкой не раньше, чем смогут продать соответствующую зкладную на вторичном рынке?
4. Допустим, что вы — банковский служащий и ведете переговоры о выдаче ссуды с каким-нибудь бизнесменом. Обсудите, какие условия вы могли бы включить в договор о выдаче этой ссуды для того, чтобы обеспечить максимальный режим безопасности для банка (то есть, иными словами, минимизировать риск непогашения ссуды в срок)?



---

## **ДЕПОЗИТЫ, КРЕДИТЫ И СЧЕТА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ**

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

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

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

## ОСНОВНЫЕ ДЕПОЗИТЫ

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

Нередко банки устанавливают со своими основными вкладчиками (*core depositors*) сугубо личные контакты. Подобное имеет место как во взаимоотношениях банков с предприятиями, так и в их взаимодействиях с семейными хозяйствами. Так, помимо обращений за услугами, связанными с непосредственным обеспечением ликвидности, постоянные клиенты также обращаются к банкам с просьбой оказать им определенные услуги по осуществлению

**Основные депозиты (*core deposits*)** — депозиты, сделанные хозяйственными агентами (деловыми предприятиями и семейными хозяйствами), расположенными и функционирующими в непосредственной близости от банка.

транс-операций, нотариальные услуги, дать конкретный деловой совет или совет, касающийся наиболее безопасного вложения денежных средств. Даже в городских банках, отличающихся более крупными размерами, где банковские служащие могут и не знать по именам всех своих клиентов, сложившаяся система взаимоотношений банка с клиентами привязывает основных вкладчиков к «своему» банку на определенный и, подчас, немалый срок. Лишь очень немногие люди имеют привычку часто менять банк, где они хранят свой вклад до востребования, или держат подобные вклады одновременно в нескольких банках.

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

### Вклады до востребования или чековые депозиты (*checkable deposits*)

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

**Чековый депозит** — счет, дающий право на выписывание вкладчиком чека, подлежащего обязательному погашению.

**Нау — счета** — чековые депозиты, по которым выплачивается процентный доход.

**Важнейшие типы депозитов в коммерческих банках и сберегательных учреждениях США за ряд лет, с 1960 по 1986 гг., в млрд. долларов.**

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

| Данные на декабрь | Чековые депозиты        |               | Сберегательные вклады                  |                                  | Срочные вклады |  |
|-------------------|-------------------------|---------------|--|----------------------------------|----------------|--|
|                   | Вклады до востребования | Нау-счета (а) | Депозиты на сберегательных книжках (в) | Депозитные счета денежного рынка | Малого размера | Крупного размера (депозитные сертификаты или ДС) |
| 1960              | 112.5                   | —             | 159.1                                  | —                                | 12.5           | 2.0  |
| 1965              | 132.5                   | .1            | 256.9                                  | —                                | 34.5           | 21.2   |
| 1970              | 166.3                   | .1            | 261.0                                  | —                                | 151.1          | 45.2   |
| 1975              | 214.1                   | .9            | 388.8                                  | —                                | 337.9          | 129.7  |
| 1980              | 265.3                   | 28.0          | 401.4                                  | —                                | 730.2          | 259.0  |
| 1981              | 234.6                   | 78.0          | 344.8                                  | —                                | 825.1          | 301.8  |
| 1982              | 237.9                   | 103.4         | 357.9                                  | 43.2                             | 852.8          | 327.8  |
| 1983              | 242.7                   | 131.3         | 306.6                                  | 379.2                            | 785.2          | 329.9  |
| 1984              | 248.4                   | 146.3         | 289.7                                  | 417.0                            | 887.5          | 413.9  |
| 1985              | 271.5                   | 178.6         | 303.6                                  | 512.0                            | 880.3          | 436.5  |
| 1986              | 307.8                   | 232.7         | 371.5                                  | 570.7                            | 852.4          | 444.3  |

/а/ В том числе САПС /счета автоматического перечисления средств;/ в оригинале — ATS accounts — прим. пер./;

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

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

**Рис. 7.1**

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

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

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

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

**Удостоверенные чеки** — чеки, платежи по которым гарантированы одним из банковских служащих.

Вклады до востребования — суть чековые депозиты, по которым процент не выплачивается<sup>2</sup>. В 1933 году Конгресс законодательно запретил осуществление процентных платежей по чековым депозитам. До 1933 г. ввиду отсутствия ограничений на величину нормы процента, банк платил по вкладам до востребования, сделанным вкладчиками, обычный процент. Регулирующие инстанции в этот период полагали, что чрезмерная конкуренция за вклады, развернувшаяся между банками, ослабила банковскую систему в целом. Это суждение сейчас рассматривается как ошибочное.

**Счета с автоматической очисткой (sweep accounts)** — банк перечисляет любые избыточные денежные средства с согласия (но без обязательного уведомления) клиента с обычного вклада до востребования на счета приносящие процентный доход или в соглашения об обратном выкупе.

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

это имеет место в случае небольших по размеру нау-счетов. Сработала здесь и некоторая инерция мышления.

Ввиду того, что по вкладам до востребования не выплачивается эксплицитный (то есть в явном виде выраженный) процентный доход, многие клиенты банков из числа представителей деловых кругов, пользующиеся самыми современными методами управления наличностью (cash management accounts), стремятся минимизировать размеры денежных средств, содержащихся на их депозитах такого типа. В достижении этой цели клиенты банков получают союзников в лице самих банков, что объясняется действием конкуренции за вкладчиков, развернувшейся в последнее время в банковской сфере. Одним из способов такого рода минимизации является использование возможностей, предоставляемых счетами с автоматической «очисткой»<sup>3</sup> (sweep accounts).

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

Несмотря на развитие в последние годы таких финансовых инструментов, как счета с автоматической «очисткой»<sup>4</sup>, а также ряда аналогичных или родственных им банковских инноваций, вклады до востребования, осуществля-

<sup>1</sup> К большому сожалению, в русскоязычной литературе по банковскому делу к началу 1990-х годов сложилась традиция, согласно которой банковский термин «NOW-счета» «переводится» как «нау-счета». Этот лингвистический изыск довольно прочно укоренился в сознании; изменять традицию, вводя некую новую аббревиатуру, нам не представляется целесообразным. Тем не менее, мы считаем своим долгом уведомить читателя, что сокращение «NOW-счета» по-английски происходит от термина «negotiable order of withdrawal account», что, как нам представляется, абсолютно точно соответствует версии перевода этого термина, предложенной В. М. Уссоскиным при научном редактировании книги Э. Рида и др. «Коммерческие банки», опубликованной в издательстве «Прогресс» (1983 г.). Приведем соответствующую цитату: «Переводы третьим лицам (third party transfers) получили название обращающихся приказов об изъятии (negotiable orders of withdrawal — NOW) (курсив редактора), а счета против которых выставляются эти приказы, называют обычно нау-счета. Таким образом, обращающиеся приказы об изъятии — это траты, выписываемые вкладчикам беспроцентные счета (noninterest bearing-NOW), которые схожи с вкладами до востребования в коммерческих банках (см. Рид, Э., Коттер Р. Коммерческие банки: Пер. с англ. — М.: Прогресс, 1983, с. 40—41).— прим. ред.

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

<sup>3</sup> В начале главы 4 этот вид счетов уже упоминался при беглой характеристике банковских нововведений, осуществленных фирмой «Меррил Линч, Пирс, Феннер и Смит Инк».— прим. ред.

<sup>4</sup> В механизме действия счетов с автоматической «очисткой» наблюдается много общего со счетами типа АТС (automatic transfer service) и типа СМА (cash management accounts) — прим. ред. (или «свип»-счета; в русскоязычной литературе по банковскому делу этот вульгаризм, к счастью, еще не успел привиться — прим. перев.)

емые деловыми предприятиями, продолжали возрастать, хотя и не столь быстро, как другие типы депозитов. Одним из объяснений этого приходится считать то обстоятельство, что многие банки требуют от своих клиентов, представляющих деловой мир, поддержания т. н. **компенсационного баланса** в форме не приносящих процентного дохода вкладов до востребования; это необходимо банкам для оплаты банковских услуг. Компенсационный баланс дает банку определенные выгоды благодаря снижению средней стоимости фондов, то есть путём снижения средних издержек на привлечение денежных фондов. В ряде случаев компенсационный баланс представляет собой платежи за такие услуги, как финансовые менеджмент или поддержание договора о предоставлении кредита («кредитной линии»). В других случаях компенсационный баланс может представлять собой часть процентных платежей по банковской ссуде. Так, например, от фирмы, которая взяла в кредит 1 млн. долларов, в своем банке при начальной норме процента, равной 10%, банк может потребовать держать 100.000 долларов из этой суммы в виде компенсационного балансового остатка на вкладе до востребования. Это естественно, увеличивает фактические издержки по выплате процента с суммы 900.000 долларов, которая реально поступила в распоряжение фирмы, до уровня несколько превосходящего 11%.

**Компенсационный баланс** — балансовый остаток на счете до востребования, который банки могут потребовать поддерживать для оплаты своих услуг.

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

**Нау-счета.** Обращающийся приказ об изъятии или нау-счет — суть чековый депозит, по которому платится процентный доход. В 1973 году Конгресс США разрешил коммерческим банкам, находящимся в Массачусетсе и Нью-Гэмпшире предлагать клиентам открытие нау-счетов с нормой процента не выше 5%. Этот ограниченный верхний предел был увеличен позднее до  $5\frac{1}{4}\%$ . В 1976 году Конгресс США распространил право открывать нау-счета на Нью-Йорк, Нью-Джерси и еще четыре штата Новой Англии, а в 1981 году — на все остальные штаты. Хотя к 1986 году нау-счета оказались вне сферы регулирования, резкое снижение нормы процента в течение этих лет привело к тому, что некоторые банки самостоятельно и добровольно понизили ставку процента по нау-счетам до уровня

ниже, чем  $5\frac{1}{4}\%$ . Лишь очень немногие банки повышали норму процента выше  $5\frac{1}{4}\%$ .

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

**Счета автоматического перечисления средств** — вид депозитов, который позволяет автоматически перечислять денежные фонды со сберегательных счетов, приносящих проценты на чековые депозиты для покрытия чеков.

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

Когда банкам всех штатов было позволено предлагать своим клиентам открытие нау-счетов, они заменили именно этими счетами большинство САПС-счетов. Ограничение верхнего предела нормы процента  $5\frac{1}{4}\%$  по САПС-счетам в 1986 году было устранено также, как и по нау-счетам.

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

## Сберегательные вклады.

Главными типами сберегательных депозитов, предлагаемых в настоящее время банками, являются счета на сберегательных книжках, счета с выпиской состояния сберегательного вклада, а также депозитные счета денежного рынка<sup>1</sup>. В декабре 1986 года общее количество сберегательных вкладов в коммерческих банках и сберегательных институтах доходило до 942 млрд. долларов (371 млрд. долларов на сберегательных книжках и других сберегательных вкладах и 571 млрд. долларов на депозитных счетах денежного рынка).

**Счета на сберегательной книжке и счета с выпиской состояния сберегательного вклада.** До 1970-х годов банки и сберегательные институты предлагали открытие счетов на сберегательных книжках в качестве основного типа вкладов, приносящих процент. Ставка процента по этим депозитам весьма редко меняется. С 1971 года по 1982 год сберегательные институты предлагали сберегательные депозиты по ставке процента, равной  $5\frac{1}{2}\%$ , а коммерческие банки — по ставке процента, равной  $5\frac{1}{4}\%$ . Затем коммерческие банки получили разрешение увеличить верхнюю границу ставки процента до  $5\frac{1}{2}\%$  для того, чтобы не проигрывать систематически в конкуренции по тем позициям, которые уже были установлены в сберегательных институтах. Хотя эта верхняя граница и была отменена в 1986 году, большинство банков и сберегательных институтов по-прежнему продолжали платить  $5\frac{1}{2}\%$  по этим депозитам.

**Счета на сберегательных книжках** — приносящие процент нечековые депозиты, которые можно изымать немедленно. Вкладчик для того, чтобы сделать вклад или изъятие, обязан предъявить сберкнижку.

**Счета с выпиской состояния сберегательного вклада** — счета, аналогичные счетам на сберегательных книжках; однако для них периодические выписки о состоянии счета заменяют сберкнижку с точки зрения ведения записей.

Счета на сберегательных книжках не требуют содержания на них обязательного минимального балансового остатка; вкладчики почти всегда могут немедленно изымать с них наличные деньги. Хотя банки по закону имеют право требовать от вкладчиков предварительного уведомления о предстоящем изъятии денежных фондов с этих депозитов, они редко настаивают на этом праве. Для того, чтобы вложить или изъять фонды с / на сберегательную книжку (книжки) владелец вклада обязан представить сберегательную книжку банковскому кассиру, регистрируя предстоящую сделку. Для сред-

него балансового остатка ниже 1.000 долларов, некоторые банки устраивают специальную плату за совершение более чем трех изъятий наличных денег в течение квартала. До 1975 года только частным лицам и бесприбыльным организациям позволялось класть деньги на сберегательный депозит; затем как партнерства (товарищества), так и корпорации получили разрешение держать суммы до 150.000 долларов на этих вкладах.

**Счета с выпиской состояния сберегательного вклада.** По ним платится такой же процент, и они выполняют такие же функции, что и счета на сберегательных книжках. Счета с выпиской состояния сберегательного вклада используются без применения сберегательных книжек для произведения записей, однако именно это и делает их более удобными, чем, счета на сберкнижках, особенно для тех лиц, которые желают иметь дело с банком исключительно через почту.

**Депозитные счета денежного рынка** представляют собой новый тип сберегательных вкладов, которые впервые были введены в декабре 1982 года. В настоящее время у них есть множество общих характеристик со счетами на сберкнижках, за исключением лишь того, что норма процента по ним корректируется еженедельно, исходя из изменений других рыночных норм процента, и того, что при ведении этих счетов не используются сберегательные книжки для регистрации операций. Вкладчик может изымать фонды с депозитных счетов денежного рынка немедленно и эти счета не имеют какого-либо определенного срока (срочности). Первоначально по ним требовалось содержание минимального балансового остатка в сумме 2.500 долларов, но это требование было снижено до 1.000 долларов в 1985 году и полностью ликвидировано в 1986 году.

Норма процента по депозитным счетам денежного рынка обладает очень высокой чувствительностью к изменениям рыночных условий. На рис. 7.2 продемонстрировано снижение средней нормы процента, выплачиваемого по депозитным счетам денежного рынка, с уровня, превосходившего в 1984 году 9,5%, до уровня 5,6% в 1986 году; именно в этот период времени рыночная норма процента падала. Каждый банк сам определяет норму процента, выплачиваемую по своим депозитным счетам денежного рынка; именно поэтому нормы процента по этим счетам у разных банков различны.

<sup>1</sup> Money market deposit accounts (MMDAs) — прим. пер.

### Нормы процентного дохода по депозитным счетам денежного рынка (MMDAs) и по взаимным фондам денежного рынка (MMMFs).

На графике отображена динамика доходов, приносимых депозитными счетами денежного рынка; сравнения приведены данные о конкурирующих с этими счетами взаимными фондами денежного рынка (MMMFs). Ставка дохода по депозитным счетам денежного рынка (MMDAs) измеряется средним показателем, рассчитанным «Bank Rate Monitor»; что касается аналогичного показателя для взаимных фондов денежного рынка, он измеряется средней нормой процента, рассчитываемой «Doughnoughes Money Fund». Как явствует из рисунка 7.2, в середине 1970-х годов произошло снижение обеих ставок (норм) процентного дохода, поскольку снизились уровни всех рыночных процентных ставок. Обратите внимание на то, что нормы дохода по MMDAs, как правило, хоть на малую долю процента ниже, чем соответствующие нормы по MMMFs. Тем не менее, банки вполне могут привлекать вкладчиков и на этих, нескольких менее благоприятных, условиях (с точки зрения величины выплачиваемой процентной ставки), исходя из того, что вклады MMDAs (депозитные вклады денежного рынка) относятся к категории застрахованных, а взаимные фонды денежного рынка (MMMFs) таковыми не являются.

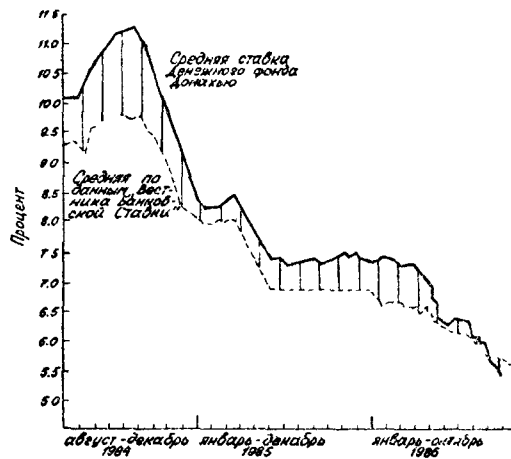


Рис. 7.2.

Следует иметь в виду, что счета MMDAs позволяют вкладчикам выписывать по ним лишь некоторое ограниченное количество чеков. Проведенные исследования, однако, указывают на то, что эти счета используются преимущественно для сберегательных целей, а не для целей совершения сделок.

Владельцами MMDA-счетов могут быть как частные лица, так и корпорации. Банки обязаны держать определенные резервы против депозитных счетов денежного рынка, если вкладчиками являются корпорации. Однако требование это не относится к MMDA-счетам частных лиц.

Введение депозитных счетов денежного рынка вызвало весьма энергичную одобрительную реакцию. В 1986 г., как явствует из рис. 7.1, общее количество остатков на депозитных счетах денежного рынка значительно превзошло аналогичный показатель для счетов на сберкнижках. Люди переводили вклады на депозитные счета денежного рынка со сберкнижек, со срочных вкладов малого размера, а также со счетов взаимных фондов денежного рынка. Объяснялось это прежде всего тем, что по депозитным счетам денежного рынка (MMDAs) выплачивался процент с более высокой нормой. «Грянувшее» в 1986 году увеличение вкладов на сберкнижках на 68 млрд. долларов стало подлинным сюрпризом для многих банкиров. Рост депозитов на MMDA-счетах и на сберкнижках по сравнению с остальными видами сберегательных депозитов явно зависел от «разброса» между нормами процента, которые платились по ним. В 1986 году, когда норма процента по счетам MMDAs резко упала, а процентные ставки по вкладам на сберегательных книжках осталась постоянной, объем сбережений на сберегательных книжках резко возрос.

Подверженность нормы процента по депозитным счетам денежного рынка (interest rates on MMDAs) резким колебаниям дала возможность менеджерам банков значительно эффективнее контролировать объемы издержек (costs) по этой категории счетов, чем по любой другой ранее существовавшей категории счетов. С другой стороны, энергичная конкуренция, осуществляемая методами предложения более выгодных процентных ставок, привела к тому, что прирост депозитов стал более неопределенным, а, возможно, и сама практика банковского дела стала более рискованной.

### Срочные депозиты

В отличие от сберегательных депозитов, срок погашения этих депозитов наступает через какой-либо период времени, причем дата погашения особо оговаривается. Обычно вкладчики могут изымать деньги со срочного депозита малого размера еще до наступления срока выплаты, но при этом они выплачивают некий штраф. Таблица 7.1 показывает, что в декабре 1986 года общая сумма срочных депозитов доходила до 1.296 млрд. долларов (852 млрд. долларов в депозитах малого размера и 444 млрд. долларов в депозитах- большого размера). Сберегательные депозиты большого размера не рассматриваются как основные депозиты (core deposits), и о них речь пойдет в следующем разделе настоящей главы.

Срочные депозиты малого размера имеют размер менее 100.000 долларов и не относятся к разряду обращающихся. Владелец этого депозита получает депозитный сертификат, на котором обозначены вложенная сумма, ставка (норма) процента, срок погашения и другие условия контракта. В октябре 1983 года депозитные институты получили санкцию предлагать срочные депозиты малого размера на любой срок и использовать любую норму процента, которую они пожелают. Обычно для этой категории депозитов срочность (период погашения) составляет 91 день, 6 месяцев, 1 год, 18 месяцев, 2 года, 3 года или 5 лет; обычными номинальными размерами являются следующие 500 долларов, 1.000 долларов или 2.500 долларов. Например, 24 января 1985 года «Чейз Мэнхэттен Банк» предлагал следующие условия своим потенциальным вкладчикам: по сертификатам с 6-месячным сроком погашения — 8,3%, по сертификатам с 12-месячным сроком — 9%, по сертификатам с 3-летним сроком — 10%, и, наконец, 10,4% по 5-летним сертификатам; все эти ставки относились к вкладам от 500 долларов и выше. Существуют некоторые банки, которые выпускают срочные депозиты на любую желаемую сумму с любыми другими характеристиками (речь идет о размерах, сроках погашения и процентных ставках).

До отказа от политики регулирования правительством срочных депозитов малого размера в 1983 году, Федеральное правительство США устанавливало различные максимальные нормы процента, которые банк мог платить по этим депозитам в зависимости от их срочности (maturity). Нормы процента колебались с 5 1/4% по депозитам срочностью 14—89 дней до 7 3/4% по депозитам срочностью 8 лет и более. Большинство банков и сберегательных институтов платили максимальную норму, которая разрешалась по закону.

Отказ от практики регулирования правительством условий предоставления срочных депозитов малого размера был осуществлен для того, чтобы дать возможность банкам предлагать своим клиентам такую норму процента, которая была бы способна конкурировать с нормой процента, приносимой другими инвестициями. Новые взаимные фонды денежного рынка притягивали сбережения из банков и сберегательных институтов. Те, кто проводил меры по свертыванию регулирования, надеялись, что позволив банку платить рыночную норму процента, они, тем самым, способствуют приостановке снижению объемов срочных вкладов и, более того, смогут содействовать их реальному росту. В качестве второй цели дерегулирования, правительство пыталось предотвратить истощение ипотечных фондов, поскольку именно такой процесс всегда происходил всякий раз, когда резко росла рыночная ставка процента, а рост сберегательных и срочных депозитов в банках сокращался (R. Alton Gilbert Jean M. Lovati, «Disintermediation-An Old Disorder with a New Remedy», Federal Reserve Bank of St. Louis, Review, January 1979, pp. 10—15.).

### Индивидуальные пенсионные счета (individual retirement accounts-IRAs)

С 1974 года многие лица помещали денежные фонды на сберегательные и срочные вклады и в другие финансовые активы, дающие право на отсрочку оплаты налогов на процентные доходы по Закону об Обеспечении Занятых Пенсионным Доходом. Эти вклады называются **индивидуальными пенсионными счетами**. Первоначально созданная только для лиц, не охваченных пенсионными планами, осуществляемыми работодателями, эти пенсионные программы были в 1981 г. распространены на всех занятых. Рабочий в настоящее время может «укрывать» до 2.000 долларов ежегодных доходов на индивидуальном пенсионном счете (2.250 долларов для лиц с неработающей супругой (-ом)). Изъятия с индивидуальных пенсионных счетов вообще не могут начаться до достижения вкладчиком возраста 59,5 лет без выплаты штрафа.

Оценки 1984 года показали, что 39 млн. вкладчиков держали 135 млрд. долларов на индивидуальных пенсионных счетах: 41 млрд. долларов в коммерческих банках, 49 млрд. долларов в сберегательных институтах и 45 млрд. долларов в брокерских фирмах, взаимных фондах и компаниях по страхованию жизни. Закон о Налоговой Реформе 1986 года наложил определенные ограничения на индивидуальные пенсионные счета. Налогоплательщики, обладающие высокими доходами, ранее охваченные пенсионными планами, выполнение которых предпринимается силами работодателей, утратили законное право вычитать сделанные ими взносы на индивидуальные пенсионные счета из суммы текущего подоходного налога.

### Депозиты Казначейства США и других правительственных органов.

В число категорий депозитов, о которой уже шла речь в этой главе, не попал особый тип банковских депозитов — депозиты Государственного Казначейства США и других органов правительства. Правительства штатов и другие органы местного самоуправления содержат вклады, аналогичные вкладам частных лиц и деловых фирм. Коммерческие банки и сберегательные институты сейчас переводят все вклады до востребования, сделанные Казначейством, в особые, **приносящие процент векселя до востребования** (interest-bearing demand notes); причем банки выделяют на совершение перевода один день.

**Индивидуальный пенсионный счет** — специальный сберегательный или срочный счет с налоговыми преимуществами, предназначенный для того, чтобы обеспечить занятых пенсионным доходом.



Когда местные деловые фирмы вкладывают федеральный подоходный налог и налог в фонд социального страхования, который они удерживают в коммерческих банках, то эти фонды немедленно инвестируются в указанные векселя до востребования. Аналогичным образом, когда банки продают сберегательные облигации США Государственному Казначейству США, они вкладывают платежи за эти облигации именно в такие векселя. Казначейство переводит фонды, содержащиеся в векселях до востребования, по несколько раз в неделю на собственные депозиты в Федеральных Резервных банках, а не из фондов, которые содержатся в коммерческих банках и сберегательных институтах.

Норма процента, выплачиваемая по **векселям до востребования, выпускаемым для Государственного Казначейства США**, изменяется вместе со ставкой процента по ценным бумагам правительства США. Для компенсации расходов на выплату процентов, банки освобождаются от содержания каких-либо резервов против векселей до востребования в Федеральных Резервных банках, причем сейчас коммерческие банки могут устанавливать плату за услуги, предоставляемые Казначейству США. Банки получают по 0,50 доллара за каждый депозит, поступивший к ним в форме Федерального налога, и отправляемый ими в Казначейство, а также от 0,10 доллара до 0,70 доллара за каждую сберегательную облигацию, которую они продают, и по 0,30 доллара за каждую облигацию, которую они выкупают. Плата процента по депозитам Казначейства и установление платы за услуги, предоставляемые Казначейству США, составляют часть движения к платности услуг, которые банки и Казначейство или Федеральные Резервные банки предоставляют друг другу. До 1978 года Казначейство США содержало не приносящие процентов вклады до востребования в различных коммерческих банках и сберегательных институтах, и они назывались «счетами суд и налогов».

**Векселя до востребования, выпускаемые для Государственного Казначейства США** — приносящие процент векселя коммерческих банков и других депозитных институтов, которые выпускаются под денежные фонды Казначейства США, и которые содержатся в этом коммерческом банке или учреждении.

## УПРАВЛЯЕМЫЕ ПАССИВЫ.

Основные депозиты, о которых речь шла выше, являются ключевыми источниками банковских фондов. Важная часть маркетинговых усилий банка направлена на их привлечение. Реклама, филиалы, банковские автоматы, дизайн офисов, надежная репутация, отличное обслуживание, — все подчинено достижению этих целей (см 7.1 «Из практики банковского дела»). Между тем, при осуществлении практики привлечения основных депозитов банки нередко сталкиваются с целым рядом объективных трудностей. Так, проявление деловой лояльности к банкам-конкурентам приводит к тому, что любая предпринимательская банком маркетинговая кампания приведет лишь к незначительному «притоку» новых счетов. Кроме всего прочего общий объем денежных средств, подлежащий инвестированию или сбережению, есть для данного ограниченного локального региона величина также ограниченная, причем и качество, и диапазон предлагаемых банковских услуг не в силах ее поднять.

Тем не менее, сегодня банки уже не удовлетворяются ожиданием того, что вкладчики сами придут в банк со своими предложениями. Для привлечения дополнительных денежных средств, банки обращались к использованию совокупности финансовых инструментов, известных под названием **управляемые пассивы**. К ним относятся депозитные сертификаты (ДС) крупного размера, займы у Федеральной Резервной Системы, покупки федеральных фондов, а продажа ценных бумаг соглашениями об обратном выкупе (RP), а также евродолларовые займы.

Эти пассивы обладают рядом общих черт со всеми денежными фондами, приобретенными на безличных, высококонкурентных рынках, сходных, например, с рынками ценных бумаг. Если некая фирма желает привлечь 100 млн. долларов путем выпуска ДС, ей необходимо всего лишь повысить предлагаемую норму процента до конкурентного уровня, и покупатели этих сертификатов сразу появятся. Если же фирма желает привлечь 10 млн. долларов в форме федеральных фондов, ей необходимо привлечь к делу брокера. Если фирма желает привлечь фонды с помощью RP, то посредники обеспечат контакт фирмы с каким-либо субъектом, который и будет обеспечивать предложение соответствующих фондов по конкурентной форме процента. Когда банки ведут поиски фондов с помощью управляемых пассивов, то они не ограничивают сферу поисков средств узким регионом. Такого рода рынки имеют общенациональные масштабы, а в случае с евродолларами — мировые.

Многие крупные банки сильно зависят от управляемых пассивов. Рис. 7.3 показывает рост отдельных видов управляемых пассивов с течением времени. Более мелкие банки и сберегательные институты, такие как «Дартмут Нэншл Банк», используют эти институты в меньшей степени. Но на каждом уровне, рост управляемых пассивов должен, в той или иной степени, изменить способ игры, которая играется коммерческим банком. Как мы отмечали в главе 5, банки должны всегда держать себя в состоянии готовности к непредвиденным обстоятельствам — неожиданному оттоку депозитов, неожиданным заявкам на предоставление кредита со стороны важных клиентов и так далее. Обычно банки готовились к этим событиям путем содержания ликвидных активов в качестве вторичных резервов. Сегодня политика «управляемых пассивов» предлагает разумную альтернативу. Банк который нуждается в ликвидных фондах для того, чтобы покрыть такие непредвиденные платежи, может быстро продать ДС (депозит-

**Управляемые пассивы** — определенные источники денежных фондов, которые банк в состоянии привлечь самостоятельно, путем предложения более высокой нормы процента; в их число входят депозитные сертификаты, займы в евродолларах, а также взятые в ссуду средства из федеральных фондов.

## 7. 1. Из практики банковского дела.

### Как банки реагируют на жалобы мелких клиентов.

Ошибался ли ваш банк при ведении ваших финансовых операций?

«Ферст Юнион Нэшнл оф Шарлотт», штат Северная Каролина, использовал уникальный способ реагирования на претензии клиентов. По приказу вице-президента Г. Хоффмана банк преподносил дюжину роз каждому клиенту, кому было причинено какое-либо беспокойство или чьи счета были «перепутаны».

Эта практика указывает на то, сколько критично настроены мелкие клиенты по отношению к своим банкам. Одновременно со снижением прибыльности ежедневных операций с крупными корпорациями и ужесточением конкуренции за клиентов, банк начинает придавать большее значение привлечению и сохранению индивидуального потребителя. В то время, как большинство банков имело тенденцию в течении многих лет давать клиентам лишь короткие объяснения, некоторые из них сейчас

предпочитают вести свои дела так, чтобы избежать жалоб со стороны клиентов или полностью их удовлетворить. Они стараются предотвратить самовозникновение недовольства.

«Нью-Йорк Ситибэнк», никогда ранее не осуществлявший так называемого «свободного» предоставления услуг, теперь предпринимает активные шаги в этом направлении, хотя руководство банка и отдает себе отчет в том, что это может позволить некоторым клиентам обманывать банк. На практике это означает, что если, например, клиент предъявит иск по поводу того, что его обчислил банковский автомат, то его убытки могут быть возмещены немедленно. В прошлом же жертвы обсчета (реального или мнимого) получали в качестве ответа заверение, что их убытки будут компенсированы после того, как соответствующий излишек денег будет обнаружен в автомате в конце кассового дня.

«Нэшнл Бэнк оф Детройт» в прошлом году начал «программу гарантированного обслуживания», по которому банк выплачивает клиенту 10 долларов за любую ошибку, совершенную в процессе выведения счетов. Банк кредитует эту программу, привлекая для этого около 15.000 новых «чековых счетов» и 65,5 млн. долларов депозитов, и получая, таким образом, возможность ввести план в действие в течение двух месяцев.

Для того, чтобы предупредить недовольство своих клиентов, банки используют «подсадных» анонимных «клиентов» для того, чтобы оценить качество услуг банковских служащих. Эти «псевдоклиенты» могут в качестве «приза» дарить от 5 до 10 долларов тем банковским работникам, которые вели себя надлежащим образом.

Источник: по материалам The Wall Street Journal, February, 1986

### Отдельные виды управляемых пассивов коммерческих банков и сберегательных институтов (за ряд лет с 1970 по 1986 гг).

Таблица показывает быстрый рост четырех главных видов управляемых пассивов за период с 1970 года. Эти пассивы дают банкам возможность свободнее справляться с непредвиденными обстоятельствами, такими, как депозитные потери, причем без содержания крупных сумм в ликвидных вторичных резервах. Управляемые пассивы также помогают наиболее агрессивным банкам расти быстрее, чем это возможно, основываясь на местных основных депозитах.

| Декабрь | Однодневные соглашения об обратном выкупе (нетто) плюс однодневные евро-долларовые займы (млрд. долл) | Срочные соглашения об обратном выкупе (RP) (млрд. долл) | Срочные евродолларовые займы (нетто) (млрд. долл) | Срочные депозиты крупного размера (ДС) (млрд. долл) |
|---------|---|---|---|---|
| 1970    | 1,3   | 1,6   | 2,2   | 45,2  |
| 1975    | 5,8   | 8,2   | 9,7   | 129,7   |
| 1980    | 28,3  | 34,0  | 50,3  | 259,0   |
| 1981    | 35,9  | 36,0  | 63,5  | 301,8   |
| 1982    | 38,8  | 34,5  | 81,7  | 327,8   |
| 1983    | 53,8  | 51,8  | 91,5  | 329,9   |
| 1984    | 56,3  | 62,2  | 83,1  | 413,9   |
| 1985    | 20,3  | 66,0  | 36,3  | 436,5   |
| 1986    | 25,7  | 81,1  | 83,0  | 444,3   |

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

Рис. 7.3.

ные сертификаты крупного размера), взять фонды займы на рынке федеральных фондов, или «выудить» любое количество средств из других источников.

В этой части главы мы обратимся к поочередному рассмотрению каждой категории управляемых пассивов из числа важнейших.

### **Займы.**

**Покупка федеральных фондов.** Покупки федеральных фондов, то есть займы на рынке федеральных фондов, представляют собой противоположность продажам федеральных фондов, которые были освещены в главе 5. Они стали важным источником фондов для большинства крупных банков. Средние и мелкие банки только время от времени покупают федеральные фонды.

Покупки федеральных фондов представляют собой депозиты в Федеральном Резервном банке, которые один коммерческий банк берет займы у другого. Банк берет в ссуду федеральные фонды для нескольких целей. Во-первых, покупка федеральных фондов других коммерческих банков является альтернативой взятию кредита у Федеральных Резервных банков. До середины 1960- годов некоторые банки покупали Федеральные фонды преимущественно для пополнения резервов, осуществляя эту операцию для того, чтобы удовлетворить резервным требованиям. Это было часто дешевле, чем брать займ у Федерального Резервного банка. Во-вторых, особенно после середины 1960-х годов, многие крупные банки покупали федеральные фонды для того, чтобы расширить свои источники фондов. Хотя норма процента по федеральным фондам сейчас обычно выше нормы дисконта, она обычно становится ниже ставки процента, которая платится по некоторым типам депозитов. Банкам не нужно держать резервы против «покупаемых» федеральных фондов, за исключением случаев имеющих место при определенных обстоятельствах.

**Займы у ФРС.** В ситуации с займами у ФРС нет ничего нового. ФРС ссужала фонды через свое «учетное окно», с тех пор как она была создана в 1914 г. Ставка процента, которую при этом назначает ФРС, называется «банковской учетной ставкой». В главе 12 полностью описаны все дисконтные операции.

Дисконтный аппарат ФРС имеет в качестве основной своей цели оказание помощи банкам, столкнувшимся с временным недостатком резервов. Дисконтный аппарат также помогает в исключительных случаях банкам, потерпевшим неудачу. Не допускается использование дисконтных займов для того, чтобы предоставлять банкам определенные источники фондов для расширения их портфеля активов. Различные административные ограничения лишают банк возможность брать в ссуду как слишком много, так и слишком часто, используя дисконтный аппарат ФРС.

Тем не менее, на практике, банки рассматривают дисконтные займы в качестве альтернативы займам на рынке федеральных фондов. Когда изменяющиеся рыночные условия увеличивают разрыв между ставкой по федеральным фондам и учетной ставкой общее количество дисконтных займов возрастает, независимо от наличия или отсутствия административных ограничений. Когда разрыв между ставкой по федеральным фондам и учетной ставкой сужается, или когда ставка по федеральным фондам падает ниже дисконтной нормы, объемы дисконтных займов сокращаются. Такая ситуация предполагает, что дисконтные займы можно, по крайней мере в некоторой степени, рассматривать в качестве управляемых пассивов, хотя они и уступают по важности другим финансовым инструментам.

### **Евродолларовые займы.**

Евродолларовые займы относятся к «евродолларовой» банковской сфере. Евродолларовые банки, находясь в иностранных государствах, предлагают своим клиентам открытие депозитов, **деноминированных в долларах**; платежипониимосуществляются также в долларах. Центр «евродолларовой банковской сферы» находится в Лондоне, однако рынок является общемировым.

Удивительный рост евродолларового банковского бизнеса отражает предпочтение к доллару как к типу международных денег. Коммерческие и центральные банки являются главными клиентами, содержащими долларские депозиты в евродолларовых банках. Крупные корпорации, правительства и банки являются основными заемщиками фондов, деноминированных в долларах, у евродолларовых банков.

Евродолларовые банки обязаны держать резервы долларов вместе с банками США; это предпринято для того, чтобы оказывать услуги своим же собственным клиентам, так как депозиты этих клиентов оплачиваются в долларах. Вместо того, чтобы держать избыточное количество средств на депозитах до востребования в банке США, евродолларовый банк может предпочесть получение процента через предоставление кредита этому банку.

Сумма, которую банк США берет в кредит у евродолларового банка, называется евродолларовым займом, однократным либо срочным. Лишь крупнейшие банки берут кредиты таким способом, поскольку большинство сделок совершается на сумму 10 млн. долларов и более. Банки США вовлекаются в евродолларовые займы по тем же причинам, по которым они выпускают соглашения об обратном выкупе, то есть для того, чтобы обойти ограничения, налагаемые на выплату процента по вкладам до востребования. Хотя евродолларовые займы и увеличивают стоимость фондов для банков США, конкуренция все же толкает их на путь евродолларовых займов; содержание фондов евродолларовых банков в форме не приносящих процент вкладов до востребования для банков США неприемлемо.

**Другие виды займов.** Некоторые крупные коммерческие банки продают особые векселя и облигации, создавая еще один вид займов. Хотя промышленные корпорации давно уже продают облигации для финансирования своей деятельности, банки очень редко прибегают к финансированию такого типа. В 1962 году Контролер Денежного Об-

**Евродолларовые займы** — банки США делают займы и платят проценты по долларским депозитам, принадлежащим иностранным банкам, и помещенным этими иностранными банками в качестве резервов евродолларовых банковских операций.

ращения установил правило, согласно которому необеспеченные облигации, находящиеся в ведении депозиторов, могут быть проданы в целях увеличения фондов. Все национальные банки и некоторые банки штатов могут занимать таким способом до 100% акционерного капитала (capital stock) плюс 50% резервного капитала (surplus).

Некоторые банки закладывают свои здания в качестве еще одного способа осуществления займа. В этом случае банку не нужно связывать свои активы для того, чтобы выплачивать больше денежных средств. В балансовом отчете «Дартмут Нэншл Бенк», например, статья «прочие пассивы» состоит преимущественно из закладных, находящихся в обращении, выданных страховой компанией под здание, занимаемое банком (см. рис. 5.1).

### Ценные бумаги, продаваемые с соглашением об обратном выкупе.

Соглашения об обратном выкупе (RP), как однодневные, так и срочные, возникли как важные новые источники денежных средств коммерческих банков. Когда некая промышленная фирма желает вложить большую сумму наличных денег на очень короткий срок, обычно она вкладывает их в соглашение об обратном выкупе (RP), а не на вклад до востребования. Корпорация оказывается в выигрыше, так как по RP она получает процент. Однодневные соглашения об обратном выкупе приносят процент, ставка которого лишь немного ниже той, которая платится по депозитным сертификатам; соглашения об обратном выкупе обладают большей ликвидностью, чем депозитные сертификаты, поскольку фирма может изъять фонды с них на следующий же день. Банки находят в соглашениях об обратном выкупе способ действовать в обход государственных ограничений по выплате процентов по депозитам до востребования, и по нау-счетам, находящимся в собственности делового сектора. В дополнение, по RP не требуется осуществлять оплату страхования депозитов и по ним обычно не вводятся обязательные резервные требования.

На Т-счете 7.1 показано воздействие на балансовый отчет «Дартмут Нэншл Бэнк» выпуска RP. Деловые фирмы обычно покупают RP просто путем перевода средств со своих вкладов до востребования в данном банке в RP.

Деловые фирмы могут также покупать RP путем передачи банку чека, выписанного на другой банк. Покупка будет влиять на балансовые счета всех коммерческих банков, объединенных подобным способом, как показано на Т-счете 7.1, хотя, банк, получающий RP, будет отражать на Т-счете увеличение как RP, так и балансового остатка

| Т-счет 7.1           |   |                |
|----------------------|---|----------------|
| «Дартмут Нэншл Бэнк» |   |                |
| Активы:              | Пассивы и собственный акционерный капитал |                |
| Без изменений        | RP  | +1000 долларов |
|                      | Депозиты до востребования                 | —1000 долларов |

банка в Федеральном Резервном банке, а банк, на который был выписан чек, будет отражать как уменьшение его вкладов до востребования, так и его балансового остатка в Федеральном Резервном банке.

Банк не записывает уменьшение количества государственных ценных бумаг в своем балансовом отчете, когда он выпускает RP. Аналогичным образом и промышленная фирма не отразит увеличения количества государственных ценных бумаг, которыми она владеет, в своем балансовом отчете. В сделке по поводу RP, государственные ценные бумаги служат исключительно как залоговое обеспечение для RP, а сам термин «ценные бумаги, продаваемые с соглашением об обратном выкупе» несколько преувеличивает важность ценных бумаг. Однако, ввиду наличия указанного обеспечения, деловые фирмы рассматривают RP как активы более надежные, чем некоторые другие типы ликвидных активов. Начиная с 1986 года Комиссия по Ценным Бумагам и Биржам требует детально описывать соглашения об обратном выкупе, которые заключает фирма.

### Депозитные сертификаты (ДС)

Депозитные сертификаты имеют минимальный размер 100.000 долларов, но используются обычно суммы 1 млн. долларов и больше. Эти краткосрочные срочные депозиты обычно привлекают корпорации, банки, взаимные фонды денежного рынка, пенсионные фонды, правительства штатов и органы местного самоуправления, и кредитные союзы, которые обладают достаточно большими количествами фондов, подлежащих инвестированию.

Вкладчик договаривается о ставке процента, которая платится по каждому ДС и о сроке ДС, обычно в пределах шести месяцев. Некоторые ДС являются обращающимися; их владелец может продать их за наличные деньги до наступления срока платежа на вторичном рынке, который состоит из маленькой группы крупных фирм и банков, занимающихся операциями с ценными бумагами.

С 1973 года отмечены ограничения верхнего предела ставки процента по ДС, причем по некоторым из них было снято еще в 1966 году. Снятие ограничения верхнего предела позволило коммерческим банкам в США конкурировать с помощью ДС с иностранными банками, которые тоже не имели ограничений верхнего предела ставки процента. До снятия ограничения верхнего предела в США, если где-либо за границей возрастала краткосрочная ставка процента выше верхнего предела, установленного в США, некоторые частные лица и фирмы переходили от содержания ДС в банках США к содержанию ДС в банках, расположенных за границей.

Рис. 7.1 демонстрирует удивительный рост в некоторые годы крупных ДС в коммерческих банках и сберегательных институтах. В последние годы этот рост менялся вместе со спросом на ссуды со стороны делового сектора, представляемые коммерческими банками. Когда увеличивается спрос на ссуды, банки увеличивают ставку процента как по своим кредитам, так и по своим ДС, приобретая большее количество фондов для того, чтобы отдавать их в кредит. Когда спрос на кредиты уменьшается, банки понижают как ставку процента, которую они налагают на кредиты, так и ставку процента, которую они платят по ДС. Это уменьшает темп роста объема фондов, приобретаемых из ДС. ДС стали очень колеблющимися источниками фондов для банка и рассматриваются таким образом, как управляемые пассивы, а не как основные депозиты.

## СЧЕТА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ.

Последним источником фондов для банка является акционерный капитал, который вносят собственники. Три принципиальных типа счетов движения капитальных средств (эти средства называют также акционерным или собственным капиталом банка (owners' equity or net worth)) включают в себя как собственно акционерный капитал, так и резервный капитал и нераспределенную прибыль.

Банк учитывает стоимость своего акционерного капитала в балансовом отчете как общую стоимость обращающихся обыкновенных акций, оцененных по номиналу. Так, «Дартмут Нэшнл Бэнк» выпустил в обращение 100.000 акций; номинал каждой составляет 2 доллара. Банк учитывает стоимость акционерного капитала в 200.000 долларов (см. рис. 5.1). Как и все прочие корпорации, банки продают акции сразу же после получения чартера с целью увеличить ту часть денежных средств, которые необходимы для ведения операций. После того, как банк начинает функционировать, он может продавать дополнительные серии акций, либо объявить дивиденд, подлежащий выплате по акциям, что приводит к увеличению общей номинальной стоимости обращающихся акций. Владельцы акций банка получают дивиденды, пропорциональные величине акционерного капитала, им принадлежащего, а также пользуются правом голоса, также соответственно количеству принадлежащих им акций.

Банк помещает часть своей нераспределенной прибыли в счет резервного капитала; решение об этом принимается на совете директоров банка. Начиная с 1935 года каждый национальный банк в обязательном порядке должен был размещать на счетах резервного капитала денежные средства, равные по величине общей стоимости его акционерного капитала. До введения этого обязательного требования, в случае, если банк терпел банкротство, то каждый акционер сталкивался с персональной материальной ответственностью на сумму, равную номинальной стоимости акций банка, владельцем которых он являлся; подобный порядок вещей получил название «двойная ответственность» ("double liability").

Нераспределенная прибыль уравнивает балансовый отчет. Она равна превышению общей стоимости активов над общей стоимостью пассивов и других видов собственности акционеров (shareholder' equity). В самом общем случае нераспределенная прибыль возникает в любом случае, когда возникает подобное превышение, а объем ее изменяется каждый раз, когда возникает подобное превышение, а объем ее изменяется каждый раз, когда подготавливается очередной балансовый отчет.

### Регистрационная стоимость (book value).

Величина общего банковского капитала, резервного капитала (резервов) и нераспределенной прибыли чрезвычайно важна для владельцев банка. Если разделить сумму этих статей на количество обращающихся акций, то мы получим регистрационную стоимость, приходящуюся на одну акцию всего акционерного капитала банка<sup>1</sup>. Регистрационная стоимость акции «Дартмут Нэшнл Бэнк» например, равна примерно 44 долларам (8.863.000 долларов: 200.000 акций; см. рис. 5.1) на момент составления балансового отчета. Если эта сумма возрастает, то значит, что

**Счета движения капитальных средств** — статьи балансового отчета компании, расположенные в пассивной его части, отражающие претензии или требования, предъявляемые собственниками компании на принадлежащие им активы.

**Акционерный капитал (capital stock)** — статья в балансовом счете, показывающая величину нарицательной стоимости всех обращающихся акций компании.

**Резервный капитал (surplus)** — статья в балансовом отчете, в который, наряду с объемом нераспределенной прибыли, отражена сумма, на которую общие активы компании превышают ее общие пассивы, величину акционерного капитала и резервов, предназначенных для покрытия убытков по ссудам.

**Нераспределенная прибыль (undivided profits)** — статья балансового отчета, весьма близкая к статье «резервный капитал» (surplus).

**Регистрационная стоимость, приходящаяся на (одну) акцию (всего акционерного капитала банка) (Book value per share of bank's book)** — общая стоимость акционерного капитала, резервного капитала, нераспределенной прибыли и резервов на покрытие убытков по ссудам, поделенная на общее число обращающихся акций.

<sup>1</sup> Этот параметр называют также «нетто-капиталом на одну обычную акцию», понимая под ним, соответственно, стоимость капитала, приходящуюся на одну акцию по записям в бухгалтерской книге за вычетом задолженности — прим. ред.

активы банка возросли по отношению к его пассивам, и имущественные требования (claims) собственников банка также выросли.

Рыночная стоимость акционерного капитала банка отличается от его регистрационной стоимости. Крупнейшие газеты печатают данные о котировке (данные о рыночных ценах) акций крупнейших банков. Акции мелких банков часто просто не продаются и цены на них устанавливаются либо местными брокерами, либо путем переговоров между покупателями и продавцами.

Общая стоимость акционерного капитала в банке увеличивается путем накопления прибыли. Когда банк получает прибыль, то его общий годовой доход, очевидно, превышает его общие расходы. Доходы банка состоят преимущественно из процентных платежей по ссудам, предоставляемым банками, и по его инвестициям плюс плата за обслуживание. Расходы состоят преимущественно из заработной платы его служащих, выплаты процентов по депозитам и других издержек необходимых для работы банка. Банк может либо выплачивать полученную прибыль в качестве дивидендов своим акционерам, либо накапливать ее. Если банк накапливает прибыль, то увеличивается сумма нераспределенной прибыли, поскольку банк инвестирует накопленные доходы в некоторые типы активов — ссуды или инвестиции, — увеличивая тем самым размеры своих активов по отношению к пассивам.

Резервный капитал и нераспределенную прибыль следует отличать от банковских резервов; последние — суть кассовая наличность и депозиты банка в Федеральном Резервном банке. Всяма распространена ошибка, в результате которой многие представляют себе резервный капитал и нераспределенную прибыль как некие фонды, которые вполне можно тратить для того, чтобы покрывать расходы.

Лишь используя реальные активы (наличность или приносящие доход активы, подлежащие продаже за наличные деньги) менеджер банка может покрывать расходы банка и оплачивать долги банка. Статьи балансового отчета, относящиеся к акционерному капиталу банка (shareholder's equity) представляют собой нематериальные (неосязаемые) активы (Intangibles) и не являются ничем иным, как просто счетами балансового отчета, отражающими суммы материальных требований собственников банка на его активы.

### Соотношение «капитал — активы».

В качестве средства улучшения общественного состояния дел в банковской системе правительство устанавливает минимальную величину соотношения «капитал-активы». На рис. 5.1 приведены данные об общем акционерном капитале «Дартмут Нэшнл Бенк», составляющем в 1986 году 8,9 млн. долларов, и об общих размерах активов, равных 157 млн. долларов. Коэффициент «капитал-активы» в этом случае равен 5,7%. Его значение несколько ниже тех шести процентов, которые в этом году были рекомендованы всем банкам правительственными контролирующими органами. До 1985 года государственные органы, контролирующие деятельность банковской сферы, рекомендовали банкам, классифицируемым как национальные и даже многонациональные, величину соотношения «капитал-активы» на уровне более низком, чем та, что рекомендовалась более

**Коэффициент (соотношение) «капитал — активы»** — отношение величины банковского капитала к размерам его активов.

мелким «местным» банкам. В последние годы правительство ужесточило контроль за минимальными величинами соотношений «капитал-активы», что связано с учащением банкротств банков.

Государственное регулирование, касающееся объемов обязательной акционерной собственности банков, восходит к Национальному Закону о Банках 1863 года. Требования, касающиеся обязательных размеров капитала банков, защищают прежде всего вкладчиков, поскольку, чем больше величина капитала банка, тем значительно меньше может упасть величина стоимости его активов, прежде чем банк окажется банкротом. Вследствие проведения государственной политики обязательных размеров капитала, банк, размеры которого растут, обязан накапливать часть своей прибыли для того, чтобы поддерживать обязательные размеры капитала. В качестве альтернативного, но редко применяемого способа увеличить капитал, банк может продать вновь выпущенные акции.

До создания Федеральной Резервной Системы и Федеральной Корпорации по Страхованию Депозитов, банки поддерживали соотношения «капиталы-активы» на уровне значительно более высоком, чем это имеет место в наши дни. В начале века, например, соотношения «капиталы-активы» обычно превосходили 20%. Считается, что введение в 1934 году практики страхования депозитов привело к тому, что коммерческие банки уменьшили свои счета-движения контрольных средств.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ.

1. Существует два типа чековых депозитов: вклады до востребования и нау-счета. По нау-счетам выплачивается процент, а по вкладам до востребования — нет. Банки выпустили нау-счета в 70-е годы, когда возросшая норма процента заставила их выплатить процент по чековым депозитам для того, чтобы конкурировать с взаимными сберегательными банками и другими финансовыми институтами.

2. Существует два важнейших типа сберегательных депозитов: во-первых, счета на сберегательных книжках и счета с выпиской состояния сберегательного вклада и, во-вторых, депозитные счета денежного рынка. Движение средств на счетах на сберкнижках отражаются в этих сберкнижках; норма процента по этим вкладам остается постоянной. Счета с выпиской состояния сберегательного вклада близки к ним, но для них сберегательная

книжка не применяется. Норма процента по депозитным счетам денежного рынка меняется еженедельно вместе с рыночными процентными ставками; банк проводит соответствующую корректировку.

3. Существует две категории срочных депозитов: срочные депозиты малого размера (менее, чем 100.000 долларов) и депозитные сертификаты (100.000 долларов и выше). Отмена государственного регулирования срочных депозитов малого размера позволила банкам и сберегательным институтам конкурировать с новыми взаимными фондами денежного рынка. Отмена государственного регулирования ставки процента по депозитным сертификатам позволила банкам США конкурировать с депозитными сертификатами в иностранных банках.

4. Банки недавно обнаружили новые источники денежных фондов, известные теперь как «управляемые пассивы», и включающие соглашения об обратном выкупе (RP), покупке федеральных фондов и евродолларовые займы. Крупные банки сейчас зависят от RP, покупки федеральных фондов и срочных депозитов крупного размера с точки зрения обеспечения ликвидности больше, чем от обычных ликвидных активов, которыми они владеют. При необходимости они без труда привлекают покупателей депозитных сертификатов или соглашений об обратном выкупе, увеличивая предлагаемую норму процента; кроме этого, банки берут ссуды из федеральных фондов.

5. Правительственные органы требуют от банков поддержания определенного уровня собственного капитала (или, что то же, акционерного капитала банка); этот уровень должен быть достаточным для того, чтобы покрыть потенциальные убытки от невозврата ссуды в срок. Эти требования преследуют цель защиты вкладчиков путем предотвращения банкротств банков.

### Термины для повторения.

Основные депозиты  
 Нау-счета  
 Чековые депозиты  
 Удостоверенные чеки  
 Счета с автоматической «очисткой»  
 Компенсационный баланс  
 Счета автоматического перечисления средств  
 Счета на сберегательных книжках  
 Счета с выпиской состояния сберегательного вклада  
 Индивидуальные пенсионные счета  
 Векселя до востребования, выпускаемые для казначейства США  
 Управляемые пассивы  
 Евродолларовые займы  
 Счета движения капитальных средств  
 Акционерный капитал  
 Резервный капитал  
 Нераспределенная прибыль  
 Регистрационная стоимость, приходящаяся на одну акцию  
 Соотношение «капитал-активы»

### Вопросы для повторения.

1. Чем отличаются друг от друга вклады до востребования и нау-счета?
2. Чем отличаются друг от друга срочные вклады и вклады до востребования?
3. Сравните между собой счета на сберегательных книжках и депозитные счета денежного рынка.
4. Чем отличаются друг от друга срочные депозиты малого размера от срочных депозитов большого размера?
5. Почему правительство отказалось от регулирования нормы процента по банковским депозитам?
6. Как в настоящее время изменились депозиты Казначейства США в коммерческих банках? Что было тому причиной?
7. Сравните управляемые пассивы с основными депозитами.
8. Кому банк продает ценные бумаги по соглашениям об обратном выкупе и почему?
9. Объясните природу евродолларовых займов.
10. Сравните способ, которым крупный банк обеспечивает себя ликвидностью со способом, которым делает это мелкий банк.
11. Каково отличие между резервным капиталом и нераспределенной прибылью банка?
12. Как банк может увеличивать свою нераспределенную прибыль? Что может привести к ее снижению?
13. Почему правительственные контрольные органы требуют от банка поддерживать счета движения капитальных средств или акционерный капитал на уровне суммы, равной, например, 6% от активов банка?
14. Если банку необходимы фонды для покупки новых бухгалтерских машин, может ли он истратить на них нераспределенную прибыль? Объясните.

**ТЕМЫ ДЛЯ ОБСУЖДЕНИЯ.**

1. Допустим, что вы управляете крупным банком и нуждаетесь в дополнительных депозитах в Федеральном Резервном банке для того, чтобы удовлетворить обязательным резервным требованиям. Обсудите альтернативные способы, которыми вы можете приобрести эти резервы.

2. Если вы являетесь управляющим банка и ваш коэффициент «капитал-активы» упал ниже, чем это рекомендуется органами государственного регулирования банковской сферы, как вы его можете повысить?

3. Большинство банков сейчас меняют норму процента, которую они платят по депозитным счетам денежного рынка, еженедельно. Обсудите, какие факторы будут определять эту норму процента?



---

## **НЕБАНКОВСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ**

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Описать процесс посредничества и его роль в экономике.**
- 2. Сравнить различные виды ссудо-сберегательных институтов друг с другом и коммерческими банками.**
- 3.. Обсудить природу взаимных фондов денежного рынка и причины увеличения их числа.**
- 4. Объяснить каким образом посредничество федеральных агентов влияет на размещение кредитов.**

Мы уже сталкивались с понятием «посредничество» — выпуском ликвидных долговых обязательств с целью получения денежных средств и их последующего вложения в менее ликвидные активы. Этот вопрос затрагивался нами в дискуссии о коммерческих банках. Финансовые посредники являются частью финансовой системы, которая переправляет средства от кредиторов к заемщикам. Они увеличивают размеры денежных фондов, выпуская свои собственные долговые обязательства, а на вырученные от их продажи средства приобретают долговые обязательства или ценные бумаги, выпущенные другими. Двойной обмен долговыми обязательствами отличает финансовых посредников от иных финансовых субъектов, таких как брокеры и дилеры, которые также способствуют передвижению средств от кредиторов к заемщикам, но не выпускают на рынок собственных долговых обязательств.

Важнейшими финансовыми посредниками являются коммерческие банки. Как явствует из данных рисунка 8.1, в 1945 году на долю коммерческих банков приходилось две трети всех активов, которыми владели финансовые посредники. К 1984 году эта доля сократилась до двух пятых. Во многом это изменение объясняется ростом роли четырех финансовых посредников, непосредственно конкурирующих с коммерческими банками за сбережения семейных хозяйств: ссудосберегательных ассоциаций, сберегательных банков, кредитных союзов (ссудо-сберегательных институтов) и взаимных фондов денежного рынка. Доля этих посредников в активах всех финансовых посредников выросла с 10% в 1945 году до более чем 25% в 1984 году.

В основном эта глава посвящена рассмотрению действий этих четырех посредников, непосредственно конкурирующих с банками. Другие посредники, такие, как например, страховые компании и пенсионные фонды играют менее заметную роль в денежно-кредитной системе. В главе также рассматривается деятельность федеральных кредитных агентств, поскольку они оказывают существенное влияние на размещение кредитов в экономике.

### Суммарная стоимость активов финансовых посредников на конец года (в млрд. долларов)

Обратите внимание, что со временем доля коммерческих банков в общей стоимости активов всех финансовых посредников упала с 2/3 до 2/5. Большие изменения связаны с ростом значения финансовых посредников, непосредственно конкурирующих с банками: ссудо-сберегательных ассоциаций, сберегательных банков и кредитных союзов (ссудо-сберегательных институтов), а также взаимных фондов денежного рынка. Их доля увеличилась с 10% до 25%.

| Финансовые посредники            | 1945  | 1970   | 1980   | 1984   |
|----------------------------------|-------|--------|--------|--------|
| Коммерческие банки               | 160,3 | 576,2  | 1702,7 | 2275,8 |
| Ссудо-сберегательные ассоциации  | 8,7   | 176,2  | 629,8  | 902,4  |
| Страховые компании               | 44,8  | 207,3  | 476,2  | 717,5  |
| Сберегательные банки             | 17,0  | 79,0   | 171,6  | 288,1  |
| Финансовые компании              | 4,3   | 64,0   | 180,1  | 287,9  |
| Инвестиционные компании          | 1,3   | 47,6   | 58,4   | 137,1  |
| Кредитные союзы                  | 0,4   | 18,0   | 71,7   | 115,9  |
| Частные пенсионные фонды         | 2,8   | 110,4  | 264,8  | 436,2  |
| Государственные пенсионные фонды | 2,6   | 60,3   | 200,4  | 348,3  |
| Взаимные фонды денежного рынка   | —     | —      | 74,4   | 213,5  |
| Всего:                           | 242,2 | 1339,0 | 3830,1 | 5722,7 |

Источник: '74 Savings and Loan Fact Book (Chicago: United States League of Savings Associations, 1974), p. 53; '81 Savings and Loan Source Book (Chicago: United States League of Savings Associations, 1981), p. 37; and '85 Savings Institutions Sourcebook, p. 44.

Рис. 8.1

### Финансовое посредничество: детальный взгляд

В принципе экономика может эффективно функционировать и без финансовых посредников. Фирмы и семейные хозяйства, нуждающиеся в займах, могут иметь дело непосредственно с другими фирмами и семейными хозяйствами, располагающими средствами для выдачи ссуд. Фирмы продают акции и облигации семейным хозяйствам. Потребители получают товары и услуги в кредит непосредственно от коммерсантов. Семьи покупают дома с помощью залладных, выпущенных обычно другими лицами — либо родственниками, либо бывшими владельцами этих домов. В эти операции, как правило, вовлекаются брокеры, дилеры и другие специалисты, которые помогают кредиторам и заемщикам осуществить сделку друг с другом. Но ни брокеры, дилеры сами по себе не выполняют роли заемщиков, и не выдвигают никаких финансовых требований к кредиторам, как это делают настоящие финансовые посредники.

В таком случае почему же, все-таки, существуют финансовые посредники? Почему около двух третей ежегодного объема инвестиций в США проходит через их руки? Поскольку они не делают ничего такого, что не могло бы

воплотиться в жизнь без их участия, они должны каким-то образом повышать качество предоставляемых ими услуг или снижать издержки. В противном случае они не смогут успешно конкурировать на финансовом рынке. Рассмотрим, чем же занимаются финансовые посредники.

### Приведение актов и долговых обязательств в соответствие с потребностями клиентов

Самая важная функция финансовых посредников состоит в том, что они приводят активы и долговые обязательства (пассивы) в соответствие с запросами потребителей. Рассмотрим следующий простой пример. Допустим, я хочу купить дом. Чтобы это сделать, я готов взять на себя долговое обязательство на сумму 100.000 долларов сроком на 30 лет под фиксированный процент. Однако вы, как мой деловой партнер, не намерены хранить в течение 30 лет долговое обязательство при фиксированной процентной ставке в качестве актива. Срок погашения слишком велик, сумма превосходит ваш чистый годовой доход, к тому же вы не желаете подвергаться ни кредитному, ни процентному риску. Все, что вам нужно — это некое защищенное от риска место, куда вы можете перечислять еженедельно, например, 50 долларов, выписывая чек.

Сможем ли мы совершить сделку? Да, но только с помощью финансового посредника. Вы можете еженедельно класть свои 50 долларов в банк. Тысячи других наших партнеров поступают также. Банк выдает мне ссуду, используя образовавшиеся денежные средства. Так или иначе все финансовые посредники выполняют эту задачу — приведение активов и долговых обязательств (пассивов) в соответствие с нуждами потребителей.

**Банки, ссудо-сберегательные институты и взаимные фонды денежного рынка.** Когда речь идет о банках, ссудо-сберегательных институтах и взаимных фондах денежного рынка, то процесс согласования (matching) состоит в выпуске долговых обязательств (пассивов), обладающих большей ликвидностью и меньшими номиналами, чем активы, которыми они располагают. В главах 5—7 это детально показано на примере коммерческих банков. Ссудо-сберегательные институты функционируют во многом аналогичным образом, в чем мы убедимся в этой главе. Несмотря на то, что как активы, так и пассивы ссудо-сберегательных институтов являются в среднем менее ликвидными, чем активы и пассивы коммерческих банков, принцип увеличения фондов путем приема депозитов и выдачи ссуд из этих средств остается неизменным.

Взаимные фонды, в чем мы получим возможность убедиться ниже, функционируют по-другому. В качестве пассивов они обычно предлагают «акции» ("shares"), а не депозиты, а их активы представлены прежде всего в ценных бумагах, а не в ссудах. Тем не менее они также предлагают своим клиентам некий механизм сбережения денежных средств, который обеспечивает большую ликвидность, причем для него характерны меньшие размеры номиналов (речь идет о номиналах «акций» взаимных фондов — прим. пер.), чем номиналы тех активов, в которые осуществляются инвестиции клиентов.

**Компании по страхованию жизни и пенсионные фонды.** Как следует из данных рис. 8.1, на долю компаний по страхованию жизни и пенсионных фондов приходится около четверти всех активов, находящихся во владении всех финансовых посредников. Их деятельность отличается от деятельности банков, ссудо-сберегательных институтов и взаимных фондов денежного рынка, однако у них есть одна общая черта: они удовлетворяют потребности своих клиентов (как кредиторов, так и заемщиков) в активах и пассивах. Страховые компании и пенсионные фонды выпускают долговые обязательства (пассивы) в форме аннуитетов, которые их клиенты хотят использовать на покрытие непредвиденных расходов в будущем. Страхование жизни проводится на случай преждевременной смерти, для того, чтобы обеспечить финансовую безопасность лиц, зависящих от страхуемого материально. Пенсионные фонды обеспечивают своих клиентов средствами на период после выхода на пенсию.

**Аннуитет** — инвестиции, приносящие клиентам через регулярные промежутки времени определенную сумму денег; обычно после выхода на пенсию.

Как страховые компании, так и пенсионные фонды выпускают своего рода долговые обязательства (пассивы), которые специально предназначены для этих целей. Этот вид обязательств носит название аннуитет. Компании по страхованию жизни обычно предлагают бенефициарам (получателям денег по страховому полису — прим. пер.) выбор между аннуитетом и единовременной выплатой. Никто с уверенностью не может сказать, сколько он или она проживет после выхода на пенсию или после смерти супруга или супруги. Обычные сберегательные счета дают своим владельцам лишь весьма рискованную финансовую поддержку на эти годы. Человек может прожить значительно дольше среднего возраста и израсходовать все свои сбережения. Возможен и вариант, при котором, живя экономно, человек может умереть в относительно молодом возрасте. Если же вместо этого он (или она) купил бы страховой полис, то эти последние годы жизни могли бы быть прожиты со значительно большим комфортом. Страховые компании и пенсионные фонды могут значительно уменьшать указанный риск, поскольку они в состоянии предсказать с достаточно высокой точностью среднюю продолжительность жизни репрезентативных групп населения.

В качестве вторичной цели некоторые виды страхования жизни обеспечивают держателям страховых полисов определенную степень ликвидности. Владельцы полисов могут либо обратить их в наличные деньги на оговоренных условиях, либо занять под них деньги для покрытия, например, затрат на обучение детей в колледже. Клиенты пенсионных фондов такими правами не пользуются<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Документы, подтверждающие права их владельцев на получение пенсий, не обладают ликвидностью. — прим. пер.

Вклады (взносы) в пенсионные фонды и оплата страхования жизни составляет существенный источник денежных средств, поскольку каждый клиент осуществляет выплаты на протяжении целого ряда лет, прежде чем аннуитеты или требования о выплате страхового вознаграждения будут оплачены. Эти финансовые посредники с помощью поступающих к ним в форме взносов денежных средств приобретают самые разнообразные активы. В отличие от банков и ссудо-сберегательных институтов, пенсионные фонды и компании по страхованию жизни покупают значительное количество акций и облигаций корпораций. Помимо этого они покупают краткосрочные государственные и частные ценные бумаги, выдают ссуды под залог недвижимости, в особенности корпорациям.

**Прочие финансовые посредники.** На рис. 8.1 приводятся данные о еще двух видах финансовых посредников — инвестиционных компаниях и финансовых компаниях. Инвестиционные компании включают в себя взаимные фонды, которые инвестируют средства в акции и облигации, а не в краткосрочные ликвидные ценные бумаги, на покупке которых специализируются взаимные фонды денежного рынка. Эти компании получают средства от продажи акций населению. Цены на эти акции, в отличие от цен на акции фондов денежного рынка, изменяются в соответствии с изменениями условий рынка, что делает их значительно менее ликвидными, чем акции фондов денежного рынка. Инвестиционные фонды выполняют иные задачи с точки зрения сбережения, чем фонды денежного рынка. Между тем, акции взаимных фондов могут быть признаны более ликвидными, чем те активы, которым эти фонды владеют.

**Финансовые компании** выдают потребительские и коммерческие ссуды во многом также, как и банки. Однако, вместо приема депозитов, они осуществляют выпуск краткосрочных коммерческих ценных бумаг, а в некоторых случаях занимают средства у других финансовых посредников. Если из балансового отчета обычного коммерческого банка исключить резервные фонды (reserves) и основные депозиты, то «остаток» — ссуды и управляемые пассивы — будет напоминать балансовый отчет финансовой компании.

**Финансовая компания** — финансовый институт, чьи активы состоят из потребительских и прочих ссуд, а пассивы — из коммерческих ценных бумаг и других видов заемных средств.

### Уменьшение риска путем диверсификации

Вторая функция финансовых посредников состоит в том, что они уменьшают риск путем **диверсификации**. Основной принцип заключается в том, что риск практически непредсказуем для отдельного лица, но часто бывает предсказуем для группы лиц. Возьмем, например, ссуды под залог недвижимости. Опыт указывает нам, что один клиент из пятидесяти не выполняет договорных обязательств (т.е. не уплачивает деньги в срок). Однако весьма трудно заранее определить, кто именно не уплатит. Частное лицо, дающее такую ссуду другому частному лицу, подвергается очень большому риску; оно может либо все проиграть, либо все выиграть. Что же касается банка, который выдает 5.000 ссуд под залог недвижимости, то он может себе позволить 100 возвратов ссуд, назначив норму процента по этим ссудам,

которая компенсировала бы этот риск. Таким образом все вкладчики банка оказываются объединенными в своеобразный «пул» по ссудам под закладные, что приводит к равномерному распределению риска.

Все остальные финансовые посредники (кроме банков и ссудо-сберегательных институтов) выполняют аналогичную функцию. Например, страховые компании и пенсионные фонды большую часть своих средств вкладывают в акции и облигации промышленных корпораций. Эти инвестиции подвергаются двоякому риску. Что касается первой разновидности риска, состоящей в том, что в результате изменения рыночной конъюнктуры средние цены на все эти акции и облигации изменятся (упадут или вырастут), то избежать ее невозможно. Что же касается второй разновидности риска, суть которой состоит в том, что отдельные компании могут обанкротиться или, наоборот, резко улучшить свое финансовое положение, то ее вполне можно избежать путем покупки диверсифицированного портфеля акций и облигаций множества самых разных компаний. Таким образом лица, осуществляющие инвестиции через финансовых посредников, подвергаются только риску, связанному с общим движением рыночных цен. Индивидуальные инвесторы, вкладывающие средства в покупку акций и облигаций, подвергаются обеим категориям риска.

Тот же принцип лежит в основе деятельности взаимных фондов, которые вкладывают средства в обыкновенные акции и долгосрочные облигации. Держатели акций подвергаются риску, связанному с изменением рыночной конъюнктуры; тем не менее, с помощью диверсификации они защищены от неожиданных потерь в том случае, если акция одной из фирм резко упадет в цене.

#### Уменьшение издержек обращения<sup>1</sup>

Финансовые посредники выполняют и третью функцию — уменьшение издержек обращения. Финансовые посредники могут снизить издержки обращения путем специализации на определенных видах финансовых операций.

<sup>1</sup> В данном случае речь идет о расходах на совершение операций.— прим. пер.

Обратимся еще раз к примеру о ссудах под залог недвижимости. Чтобы определить, оправданы ли эти ссуды с точки зрения коммерческого риска, необходимо знать две вещи. Во-первых, кредитор должен убедиться в кредитоспособности заемщика, для чего надо изучить, насколько аккуратен он был в погашении кредитов, предоставленных ему в прошлом и т.д. Во-вторых, кредитор должен убедиться в том, что недвижимость, которой обеспечена ссуда, не имеет каких-либо скрытых дефектов, которые могут понизить ее ценность как залога; речь идет, например, о наличии термитов в перекрытиях здания, о прочности балок и т.д. Издержки, связанные с получением такого рода информации, как правило, удерживают частных лиц от выдачи ссуд незнакомым людям под залог неизвестной им собственности. Большинство ссуд под залог недвижимости, выдаваемых частным лицам, выдается либо родственниками, которые располагают сведениями о кредитоспособности заемщиков, либо бывшими владельцами домов, знающих о том, что то или иное здание не имеет скрытых дефектов.

Что же касается финансовых посредников, таких, например, как ссудо-сберегательные ассоциации, то они, напротив, могут превратить оценку недвижимости и степени кредитного риска в самостоятельное направление своей коммерческой деятельности.

Финансовый посредник может нанять оценщиков-профессионалов и кредитных экспертов. Заработная плата этих людей несомненно увеличит издержки посреднического бизнеса, но, распределенная на тысячи и тысячи финансовых операций, она может быть компенсирована за счет незначительного увеличения нормы процента, взимаемого с заемщиков, и не менее незначительного сокращения нормы процента выплачиваемого вкладчикам.

Широкие масштабы торговли на рынках ценных бумаг сами по себе сокращают издержки на осуществление финансовых операций. Взаимные фонды, страховые компании и пенсионные фонды покупают и продают миллионы акций ежемесячно. Фирмы такого рода стремятся взыскать сэкономить на оплате деятельности дилеров и брокеров, что возможно в ходе ведения с последними переговоров, предшествующих совершению сделок. Эти фирмы, кроме всего прочего, могут нанять экспертов-аналитиков, которые профессионально будут заниматься управлением инвестиционной стратегией. Что касается индивидуальных покупателей на рынках ценных бумаг, то они, напротив, вынуждены платить гораздо больше за каждую финансовую операцию, на которую они решаются; помимо этого, им приходится полагаться на менее своевременные и менее точные советы, касающиеся предполагаемых инвестиций, поскольку обойтись без консультаций они не в состоянии.

### **Деньги как побочный продукт посреднической деятельности**

В этом разделе главы посредничество рассматривалось с микроэкономической точки зрения. Мы рассматривали финансовое посредничество как механизм, с помощью которого денежные средства наиболее эффективно «переправляются» из рук кредиторов в руки заемщиков. Именно в этом микроэкономическом аспекте посредничества банкиры, служащие страховых компаний и менеджеры взаимных фондов видят смысл собственной деятельности. В нем заключено содержание предоставляемых ими услуг и благодаря ему они зарабатывают деньги и, наживают себе состояния.

Однако, как уже было показано, финансовые посредники выполняют и ключевую макроэкономическую функцию — функцию создания депозитов. В частности, они могут выпускать долговые обязательства, обладающие достаточной ликвидностью, чтобы выполнять функцию средства обращения. Банкиры занимаются этим не из чувства высокой гражданской ответственности. Правительство не платит им за то, что они создают достаточно гибкий заменитель банкнот ФРС и монет, выпущенных Казначейством США. Банки, ссудо-сберегательные институты и, до некоторой степени, взаимные фонды создают деньги в качестве некоего непредвиденного побочного продукта своей деятельности по обслуживанию кредиторов и заемщиков, являющихся их клиентами. Мы исследуем эту функцию банков, связанную с выпуском денег, в следующей главе, причем в последующих главах будем к ней постоянно возвращаться.

### **Ссудо-сберегательные институты**

В этом разделе мы рассмотрим деятельность ссудо-сберегательных институтов — группы финансовых посредников, состоящую из ссудо-сберегательных ассоциаций, сберегательных банков и кредитных союзов. Как следует из данных на рисунке 8.2, ссудо-сберегательные институты в 1984 году располагали активами, равными почти двум третям активов коммерческих банков. Очевидно, что их роль на финансовых рынках весьма велика.

Различие между ссудо-сберегательными институтами и банками в восьмидесятых годах стало исчезать. (См. 8.1 «Из практики банковского дела»). Закон о контроле за денежным обращением, принятый в 1980 году, а также ряд других Законов и постановлений, разрешил ссудо-сберегательным институтам осуществлять многие операции, которые ранее входили в исключительную компетенцию коммерческих банков. Ссудо-сберегательные институты получили право выдавать коммерческие ссуды (в ограниченных масштабах) и открывать чековые депозиты; последнее раньше разрешено было только коммерческим банкам, и даже составляло их отличительную черту. В настоящее время ссудо-сберегательные институты находятся в подчинении Федеральной Резервной Системы во всем, что касается чековых депозитов; они получили право на получение целого ряда услуг ФРС, в том числе и на получение дисконтированных займов.

С точки зрения теории денег, банки и ссудо-сберегательные институты в настоящее время очень мало отличаются друг от друга. В последующих главах, в которых изложение будет вестись в основном с макроэкономической точки зрения, практически в любом абзаце слово «банки» вполне оправдано можно заменить на слова «банки и ссудо-сберегательные институты». В то же время у ссудо-сберегательных институтов есть своя собственная уни-

кальная история со своими особенностями и спецификой, и это история до сих пор отражается в их текущих финансовых операциях. Несмотря на то, что некоторые ссудо-сберегательные институты практически неотличимы от коммерческих банков, существуют среди них и такие, которые продолжают с успехом для себя занимать небанковские рыночные ниши. В следующем разделе мы сосредоточим внимание не столько на сходстве, сколько на различии между банками и ссудо-сберегательными институтами, а также на различиях, существующих между различными видами ссудо-сберегательных институтов.

## 8.1 Из практики банковского дела

### БАНК? ССУДО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЙ ИНСТИТУТ? ДЕЛО НЕ В НАЗВАНИИ!

Пожалуй, никто, посмотрев телевизионную рекламу «Сан Бэнк оф Орlando»; штат Флорида, не подумает, что это — ссудо-сберегательная ассоциация. «Сан» подчеркивает слово «банк» в своем названии и соответствующим образом оформляет интерьеры и даже одевает своих служащих в традиционную для банковских клерков «консервативную» форму; также одевают и охрану банка. Крупнейшая ссудо-сберегательная ассоциация центральной Флориды, носящая название «Ферст», если судить по рекламным проспектам, тоже очень похожа на банк. Она рекламирует себя как своего рода денежный супермаркет, в котором предлагается широкий диапазон разнообразных финансовых услуг — точно также как в коммерческом банке.

С началом дерегулирования банковской сферы различие между тем, что же, собственно, делают банки, а что ссудо-сберега-

тельные институты, стало весьма туманным. И в самом деле в их деятельности очень мало различий. Правда, сейчас некоторые банки пытаются восстановить свой прежний образ уникальных финансовых институтов, всецело заслуживающих доверия, в то же время ссудо-сберегательные институты все активнее стараются стереть все различия между собой и банками.

Многие ссудо-сберегательные учреждения вообще убрали из своих названий слово «сберкасса», «сбережение», «ссудо-сберегательный» и т.п. Некоторые даже называют себя банками. Исследования отношения людей к различным финансовым институтам из числа тех, кто хочет сделать вклад или взять ссуду, показали, что любое другое название вместо «ссудо-сберегательное учреждение» будет с точки зрения клиентов более удачным.

Битва, развернувшаяся в центре Флориды между «Ферест» и

«Сан», являющейся частью «Сан Траст Бэнкс Инк. оф Флорида», показывает, сколь агрессивную маркетинговую политику осуществляют банки и ссудо-сберегательные институты в ранее не принадлежавшим им сферах.

Например, «Сан», у которого и без того больше филиалов и банковских автоматов, чем у «Ферст», обучает менеджеров филиалов предоставлению ссуд под залог недвижимости и платит им по 25 долларов за каждую совершенную сделку такого рода.

Ссудо-сберегательные институты тоже не остаются в долгу. «Ферст» перешла к открытию чековых счетов; эту услугу до перехода к дерегулированию банковской сферы могли предоставлять только банки.

Источник: по данным Leon E. Wynter, «Bank or Thrift? The Distinctions Become Murkier», The Wall Street Journal, June, 10, 1986, p 31.

#### Ссудо-сберегательные ассоциации

Сегодня ссудо-сберегательные ассоциации представляют собой крупнейший сектор всех ссудо-сберегательных институтов и располагает наибольшими счетами. Кроме того, эти ассоциации — наиболее молодые из всех действующих лиц на сцене ссудо-сберегательного бизнеса. Большинство ассоциаций было организовано после Второй Мировой войны. Правительство стимулировало их развитие для того, чтобы способствовать расширению строительства жилья. В 1984 г. в США существовало около 3400 таких ассоциаций. В результате слияний и поглощений их количество сейчас составляет примерно половину от того, что было четверть века тому назад. Суммарные активы ассоциаций выросли за тот же период почти в 5 раз, из чего можно сделать вывод, что средняя современная ссудо-сберегательная ассоциация в номиналь-

**«Взаимная» форма собственности** — кооперативная фирма, принадлежащая ее вкладчикам (депозиторам).

ном выражении примерно в 10 раз больше тех, что существовали в послевоенный период.

Ссудо-сберегательные ассоциации получают чартер либо от федерального правительства, либо от правительства штата. Первоначально большинство ассоциаций функционировало на началах **«взаимной» формы собственности (mutual form of ownership)**, предоставлявшей собой кооперативную фирму, принадлежащую ее вкладчикам (депозиторам). В последние годы многие ассоциации перешли на акционерную форму собственности. Это избавило

## Свободный балансовый отчет всех ссудо-сберегательных ассоциаций США, на 30 сентября 1986 года

| Активы  | Сумма<br>(млрд. долл.) | %     | Пассивы и собст-<br>венный капитал | Сумма<br>(млрд. долл.) | %     |
|---|------------------------|-------|------------------------------------|------------------------|-------|
| Наличные деньги и средства, вложенные в ценные бумаги | 138,4                  | 14,5  | Депозиты                           | 743,5                  | 77,7  |
| Закладные   | 439,8                  | 45,9  | Заемные средства                   | 155,5                  | 16,2  |
| Ценные бумаги, выданные под залог недвижимости        | 117,6                  | 12,3  | Прочие активы                      | 15,4                   | 1,6   |
| Прочие активы:  | 261,7                  | 27,3  | Собств. капитал                    | 43,1                   | 4,5   |
| ВСЕГО:  | 957,5                  | 100,0 |                                    | 957,5                  | 100,0 |

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A26

Рис. 8.2

их от необходимости агрессивно искать источники роста и прибыли в период дерегулирования банковской сферы. Владельцы-вкладчики взаимных ссудо-сберегательных ассоциаций получают возможность купить акции на выгодных условиях в тех случаях, когда ассоциация переходит на акционерную форму собственности.

**Балансовый отчет ссудо-сберегательных ассоциаций.** На рис.8.2 приведен сводный балансовый отчет всех ссудо-сберегательных ассоциаций США на 1986 год. Отчет четко отражает единственную характерную черту этих институтов: они концентрируют свои активы преимущественно и главным образом на выдаче ссуд под залог недвижимости. В пассивной части баланса основная статья — сберегаемый капитал (savings capital). Таким образом, ассоциации традиционно принимают сберегательные вклады от семейных хозяйств, а затем выдает ссуды депозиторами и их соседям для покупки жилья.

Активная сторона балансового отчета указывает на сильную специализацию на выдаче займов под залог недвижимости. Пассивная часть баланса состоит в основном из сберегаемого капитала, именно из сберегательных вкладов и срочных вкладов малого размера. Как активы, так и пассивы сегодняшних 3400 ассоциаций несколько более диверсифицированы, чем это имело место в прошлом.

Сегодня ссудо-сберегательные ассоциации имеют право инвестировать часть своих активов в коммерческие, сельскохозяйственные и потребительские ссуды. Как следует из данных, приведенных на рис. 8.2, ассоциации держат в своих активах и ценные бумаги, обеспеченные недвижимостью, а также индивидуальные закладные. Ассоциации также могут открывать чековые депозиты, а также традиционные сберегательные и срочные вклады. Однако, несмотря на расширение возможностей, находящихся в распоряжении ассоциаций в результате введения в силу новых законов, регулирующих банковскую сферу, многие ссудо-сберегательные ассоциации предпочитают выполнять традиционные виды операций, что отличает их от традиционного банка. (См. 8.2 «Из практики банковского дела»).

**Проблемы, с которыми сталкиваются ссудо-сберегательные ассоциации.** Развитие ассоциаций отнюдь не было гладким и спокойным. Как мы уже имели возможность увидеть, активы банков и ссудо-сберегательных ассоциаций менее ликвидны, чем их пассивы, поскольку они «занимают ненадолго, а ссужают надолго». Ассоциации в своей деятельности возвели это правило в абсолют, причем их активы состоят преимущественно из долгосрочных ссуд, выданных под залог недвижимости, по которым норма процента является фиксированной. Пассивы же состоят из вкладов на сберегательных книжках.

Для того, чтобы каким-то образом компенсировать риск, внутренне присущий подобной деловой стратегии, а также для того, чтобы содействовать строительству жилья, государственные органы, регулирующие деятельность банковской сферы, предоставили ссудо-сберегательным ассоциациям одну привилегию. Вплоть до 1980 года изданная ФРС **Инструкция «Q»** разрешала ссудо-сберегательным институтам платить процентную ставку на 1/4 процентного пункта больше, чем коммерческие банки. Этого преимущества было достаточно чтобы поддерживать стабильный приток денежных средств.

Однако временами рыночные нормы процента заметно переросли верхний уровень процентных ставок по сберегательным депозитам, что побуждало владельцев акций ссудо-сберегательных ассоциаций, являющихся одновременно и их вкладчиками, продавать свои акции за наличные и вкладывать эти деньги во что-нибудь другое. Это явление получило название отлив средств. Отлив средств еще более усилился с развитием взаимных фондов денежного рынка, которые предлагали значительно более ликвидный механизм сбережений с определенным рыночным доходом. Отлив средств резко опустошил ипотечные фонды, что привело к кризису жилищного строительства, отозвавшемуся на состоянии всей экономики.

В конце 70-х годов — начале 80-х годов переход к политике дерегулирования дал возможность ссудо-сберегательным институтам вести конкурентную борьбу за привлечение средств в условиях высоких процентных ставок;

**Инструкция «Q»** — инструкция Федеральной Резервной Системы, определявшая ранее верхние границы процентных ставок для сберегательных и срочных депозитов; в настоящее время запрещает выплачивать процентный доход по вкладам до востребования.

**Отлив средств (disintermediation) от финансовых посредников** — сокращение депозитов в финансовых институтах, сопровождающееся уменьшением инвестиций, осуществляемых этими институтами.

## 8.2 Из практики банковского дела

### Разговоры о деньгах? Только не в нашей ссудо-сберегательной ассоциации...

Представьте себе, что вы — владелец счета, на котором лежат 200.000 долларов. Вы, конечно, считаете, что вправе рассчитывать на самое обходительное обращение со стороны своего банкира.

Вряд ли вы его дожидаетесь от Пола Лонга, президента ссудо-сберегательной ассоциации «Норт Экрон», штат Огайо.

Сказав однажды «нет, спасибо», Лонг выпроводил одного такого перспективного клиента, который был настолько разгневан, что обратился в газету, заявив, что там «что-то явно не в порядке». Между тем сам Лонг утверждает, что он просто не любит «горячих денег» — вкладов, которые уплывут также быстро, как и приплыли, если кто-либо из его конкурентов предложит более выгодную норму процента.

А вот для мелких вкладчиков эта ассоциация — истинный рай. Размеры минимального вклада

составляют всего 10 долларов. Существует специальное окно кассира с тремя маленькими ступечками, где дети могут открывать свой первый счет из денег выданных им «на мороженое». Несмотря на то, что большинство ссудо-сберегательных ассоциаций давно отказались от проштампованных сберегательных книжек, в «Нортон Экрон» они в большом ходу. Даже портьеры под цвет осенних листьев сохранились с ... 1955 года.

«Я знаю, что многие посмеиваются над нами и думают: «Посмотрите-ка на эти старческие причуды», — заявляет шестидесятилетний П. Лонг, работающих в ассоциации с 1948 года и в течение последних двух лет являющийся ее президентом. Но он отнюдь не оправдывается. Депозиты ассоциации за последние два года выросли на 15% и составили в 1985 году 65 млн. долларов.

Никто не сомневается в том, что особая «домашняя» обстановка, созданная в ассоциации, помогает делу. Когда некий посетитель зашел в помещение ассоциации для того, чтобы узнать об условиях предоставления ссуд под залог недвижимости, служащие ассоциации «Норт Экрон» пригласили зайти и его жену с двумя детьми, которые сидели в машине на стоянке возле «Нортон Экрон». В течение всего времени, когда миссис Лонг, присоединившаяся к мужу, занималась переговорами о ссуде в ассоциации, служащая банка, которую для этого специально сняли с рабочего места, играла с детьми четырехлетняя Лонг. Дети получили по конфетке, а банк — нового клиента.

Источник: по данным Clare Ansberry, «Money Talks, but Not So Loudly as You Might Think at This S&L», The Wall Street Journal, June 19, 1986, p. 33.

это, конечно же, отнюдь не решило всех проблем этих институтов. Несмотря на то, что теперь они получили возможность привлекать средства на выгодных для клиентов условиях, их портфели все еще былиотяжены долгосрочными вкладными, подписанными в 50-е, 60-е и в начале 70-х годов, приносящими очень маленький процент. А все знают, что финансовый посредник, который вынужден платить по своим пассивам больше, чем получает по активам, терпит убытки. Его акционерный капитал тает день ото дня. За период с 1980 по 1985 годы 30% общего числа ссудо-сберегательных ассоциаций исчезли в результате банкротств или слияний. Даже сегодня многие ссудо-сберегательные ассоциации, как бы в наследство от тех лет, имеют очень слабую техническую оснащенность либо собственно неадекватный акционерный капитал (см. 5.1 «Денежная политика в действии»).

Ссудо-сберегательные ассоциации сегодня. Сегодня ассоциации делают все от них зависящее, чтобы вернуться к нормальной жизни. У них появился целый ряд новых рыночных стратегий. Некоторые, такие, например, как «Ферст» (см. 8.1 «Из практики банковского бизнеса») практически превратились в коммерческие банки. Другие ассоциации типа «Норт Экрон Сэйвингс энд Лоун» (см. 8.2 «Из практики банковского бизнеса») сохранили верность традиционному стилю ведения дела. Тем не менее в целом стратегия ассоциаций изменилась. Они остались ссудо-сберегательными по существу, однако существенно модернизировались.

Современная ссудо-сберегательная ассоциация защищает себя как бы «по обе стороны» балансового отчета. Осуществляя управление активами, она диверсифицирует свою деятельность, вкладывая средства как в коммерческие, так и в потребительские ссуды, что более важно, она избегает попадать в ловушку, вызванную практикой предоставления слишком большого количества вкладных с фиксированной процентной ставкой, предоставляя вкладные с корректируемой процентной ставкой. Когда возрастает рыночная стоимость фондов, то и доходы по этим вкладным тоже увеличиваются. Некоторые (но не все) из вкладных, оформляемых современными ссудо-сберегательными ассоциациями по фиксированной норме процента, обращаются ими в ценные бумаги для последующей их продаже на вторичных рынках. Что касается пассивных операций, то все меньшую часть портфеля пассивов составляют небольшие сберегательные вклады типа вкладов на сберкнижках. Их заменили нау-счета, а также разнообразными срочными депозитами малого размера. Эти депозиты увеличивают издержки ассоциаций, но приносят проценты, сопоставимые с другими рыночными доходами, что исключает возможность внезапного отлива средств. Подобные финансовые институты при разумном управлении имеют неплохие перспективы как члены финансового сообщества.



### Взаимные сберегательные банки

Взаимные сберегательные банки имеют значительно более продолжительную историю, чем ссудо-сберегательные институты. Многие из них возникли еще в начале 19 века. Первоначально они возникли как своего рода убежища для мизерных сбережений рабочих. Даже сегодня первоначальные минимальные размеры вкладов в эти банки отражаются в их названиях: «Пятицентовый Сберегательный Банк Линна», штат Массачусетс, или «Десятицентовый Сберегательный Банк Бруклина», штат Нью-Йорк.

Эти сберегательные банки первоначально возникли на основе «взаимной» формы собственности (то есть на форме собственности, близкой к кооперативной — прим. ред.), как и ссудо-сберегательные ассоциации. Вместо директоров и доверенных лиц, выбираемых бессмертными учредителями, взаимными сберегательными банками управляли, как правило авторитетные представители данного сообщества. Прибыль этих банков либо выплачивается вкладчиками, либо идет на финансирование роста банка. Отчасти именно благодаря такой коллективистской структурной организации большинство сберегательных банков остались финансово работоспособными даже в 30-е годы, когда коммерческие банки разорялись сотнями.

В последние годы многие взаимные сберегательные банки также, как и многие ссудо-сберегательные ассоциации, перешли на акционерную форму собственности.

На рисунке 8.3 приведен свободный балансовый отчет всех взаимных сберегательных банков США. В активной части баланса доминируют ссуды под залог недвижимости. Сберегательные банки всегда осуществляли достаточно крупные инвестиции в приобретение ценных бумаг. В отличие от коммерческих банков, они и теперь, как всегда, вкладывают определенное количество средств в акции и облигации корпораций. В пассивной части традиционно доминируют вклады на сберегательных книжках, но теперь в ней также присутствуют данные обо всех прочих видах

Сводный балансовый отчет взаимных сберегательных банков США на 30 сентября 1986 года

| Активы  | Сумма<br>(млрд. долл.) | %     | Пассивы и собст-<br>венный капитал                       | Сумма<br>(млрд. долл.) | %     |
|---|------------------------|-------|--|------------------------|-------|
| Наличные деньги   | 4,8                    | 2,1   | Вклады   | 190,2                  | 83,1  |
| Ссуды   |                        |       | Общие резервные счета                                    | 16,3                   | 7,1   |
| Закладные   | 114,2                  | 49,9  | Прочие пассивы и счета дви-<br>жения капитальных средств | 22,4                   | 9,8   |
| Прочие ссуды  | 37,3                   | 16,3  |  |                        |       |
| Ценные бумаги   | 12,4                   |       |  |                        |       |
| Ценные бумаги федерального<br>правительства             |                        | 5,4   |  |                        |       |
| Ценные бумаги правительства штатов и<br>местных властей | 2,4                    | 1,0   |  |                        |       |
| Ценные бумаги, выданные под залог<br>недвижимости       | 23,2                   | 10,1  |  |                        |       |
| Ценные бумаги корпораций                                |                        |       |  |                        |       |
| Прочие активы   | 13,7                   | 6,0   |  |                        |       |
| ВСЕГО:  | 228,9                  | 100,0 |  | 228,9                  | 100,0 |

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A 26.

Рис. 8.3

вкладов. Из всех ссудо-сберегательных институтов взаимные сберегательные банки первыми стали принимать чековые депозиты, составив тем самым конкуренцию коммерческим банкам, однако чековые депозиты до сих пор не составляют важнейшей категории депозитов в сберегательных банках.

Как показывает этот балансовый отчет, сберегательные банки специализируются на выдаче ссуд под залог недвижимости. Они также выдают и иные виды ссуд и покупают значительные количества ценных бумаг, в том числе акции и облигации промышленных корпораций. Депозиты, как и в случае ссудо-сберегательных ассоциаций, состоят преимущественно из сберегательных вкладов и срочных депозитов малого размера; предлагаются также открытые чековых депозитов.

В 70-х и 80-х годах сберегательные ассоциации испытывали значительные трудности, хотя большая диверсифицированность их активов несколько выручала. Сегодня они, как и ассоциации, стали более похожими на обычные банки, хотя в то же время их деятельность в большей степени ориентирована на потребителя, чем деятельность коммерческих банков.

### Кредитные союзы

Кредитных союзов насчитывается больше, чем финансовых посредников любого другого типа. В 1984 году в более, чем 18.000 кредитных союзов входило около 53 миллионов членов. Однако большинство кредитных союзов весьма невелики по размерам и в целом они владеют всего 2% активов, находящихся на счетах всех финансовых посредников.

Кредитные союзы представляют собой кооперативные сберегательные институты, организуемые обычно профсоюзами, работодателями или просто группой частных лиц, объединенных некими общими материальными интересами. Все кредитные союзы появились в Европе во второй половине прошлого века; в США первые кредитные союзы появились в начале 20 века.

**Счета расчетных трат** — пассивы кредитных союзов, очень близкие к чековым депозитам в банках.

Активы кредитных союзов состоят в основном из потребительских и индивидуальных ссуд, выдаваемых членам союза. В наши дни кредитные союзы получили право выдавать ссуды под залог недвижимости, но большинство кредитных союзов не может реально воспользоваться этим правом ввиду отсутствия средств.

Пассивы кредитных союзов состоят из особого рода акций (*shares*), эквивалентных сберегательным вкладам. Кредитные союзы, кроме этого, могут открывать чековые **счета расчетных трат** (*share-draft accounts*).

Ряд специфических преимуществ, которыми обладают кредитные союзы, способствовали их быстрому росту после Второй Мировой войны. Будучи потребительскими кооперативами, кредитные союзы относятся к категории неприбыльных институтов и освобождаются от федерального подоходного налога. Кроме этого, они обладали правом выплачивать по своим акциям средний дивиденд в размере 7%, в то время, как коммерческие банки имели право платить только 5 1/4%, а ссудо-сберегательные институты — только 5 1/2% (все эти данные относятся к периоду, предшествующему дерегулированию процентных ставок).

При выдаче ссуды своим клиентам кредитные союзы также имеют некоторые преимущества. Поскольку их учредителями часто являются работодатели или профсоюзы, менеджеры кредитных союзов часто находятся в курсе того, где их заемщики собираются брать средства на погашение ссуд. Многие клиенты, в том числе множество студентов считают эти союзы очень подходящим местом для получения кредита. Отдельные работодатели вычитают выплаты на погашение ссуды кредитного союза прямо из зарплаты клиентов кредитных союзов. Таким же образом они могут вычитать и взносы, вносимые на сберегательный вклад, хранящийся в кредитном союзе.

Сегодня кредитные союзы являются здоровой и растущей частью единой семьи финансовых посредников. Некоторые из них выпускают кредитные карточки, предлагают брокерские услуги, открывают индивидуальные пенсионные счета, приобретают банковские автоматы. Тем не менее, даже самые крупные кредитные союзы не могут предложить тот же набор услуг, что предлагает своим клиентам хороший коммерческий банк. Едва ли в скором будущем можно ожидать, что кредитные союзы займут в сфере деятельности ссудо-сберегательных институтов доминирующее положение.

## ВЗАИМНЫЕ ФОНДЫ ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Взаимные фонды денежного рынка (МММФ) стали финансовым вундеркиндом семидесятых годов. Начав с нуля в 1970 году, они гигантским скачком довели свои активы до более чем 200 млрд. долларов в 1982 году (см. рис. 8.4).

### Сальдо взаимных фондов денежного рынка, 1974—1986 гг.

На графике изображена кривая взрывного роста активов взаимных фондов денежного рынка. Грандиозный скачок произошел в 1979 году, когда доходы фондов выразились двухзначными цифрами, причем произошло это в тот период, когда Инструкция «Q» удерживала рост процентных ставок по сберегательным вкладам на уровне 5 1/2%. Введение в 1983 году в банках и ссудо-сберегательных ассоциациях депозитных счетов денежного рынка позволило этим учреждениям успешно конкурировать с фондами, но последние вернули себе чуть пошатнувшееся положение.

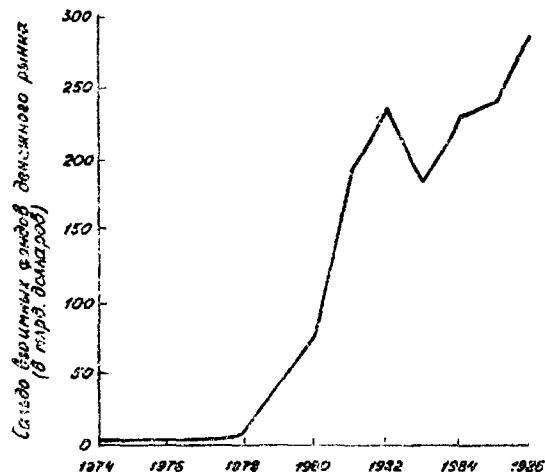


Рис. 8.4

Источник: Economic Report of the President, January 1987, p. 320.

### Природа взаимных фондов денежного рынка

Взаимные фонды денежного рынка продают акции на рынках ценных бумаг и используют образующиеся доходы для приобретения краткосрочных ценных бумаг. Доходы, приносимые этими ценными бумагами, они передают затем держателям акций взаимных фондов денежного рынка за вычетом небольшой платы на компенсацию управленческих услуг. MMMFs представляют собой нечто отличное как от банков, так и от ссудо-сберегательных институтов. Их пассивы с «технической» точки зрения не являются депозитами; они не выдают ссуд; выполнение обязательных резервных требований ФРС для них не обязательно. Однако, с точки зрения акционера, акция взаимного фонда денежного рынка практически ничем не отличается от банковского депозита. Основная особенность, отличающая взаимные фонды денежного рынка от взаимных фондов инвестиционного типа состоит в том, что взаимные счета денежного рынка продают акции по фиксированной стоимости — 1 доллар за акцию. Стоимость акции не варьируется в результате изменения рыночных норм процента. Взаимные фонды денежного рынка (MMMFs) обеспечивают твердые цены на свои акции благодаря тому, что владеют только краткосрочными ценными бумагами, стоимость которых существенно не изменится при изменении норм процента. Незначительное увеличение или уменьшение капитала, которое переживает MMMF, скорее увеличивает или уменьшает дивиденды держателей акций, нежели воздействует на стоимость самой акции.

Фонды (VVF) вкладывают средства в самые разные краткосрочные ценные бумаги, включая депозитные сертификаты коммерческих банков, коммерческие бумаги, краткосрочные ценные бумаги федерального правительства, соглашения об обратном выкупе, акцептованные банками векселя. Некоторые фонды имеют более узкий спектр активов. Так, например, ряд фондов специализируется исключительно на покупке ценных бумаг федерального правительства. Абсолютное отсутствие кредитного риска в этом случае привлекает некоторых акционеров несмотря на несколько меньшие доходы. Освобожденные от уплаты налогов фонды MMMFs стали важным финансовым нововведением. Эти фонды инвестируют средства только в необлагаемые налогом муниципальные ценные бумаги, что, в свою очередь, освобождает их акционеров от обложения налогами доходов последних. Это дало возможность мелким вкладчикам беспрепятственно проникнуть на этот некогда весьма непопулярный рынок.

Держатели акций взаимных фондов денежного рынка имеют право выписывать чеки на свои активы, хотя по заведенной практике, на сумму не менее 500 долларов. Кроме этого, они могут переводить средства телеграфным переводом на банковские счета, а также лично по заверенному телефонному звонку на счет других взаимных фондов, объединенных в единую структуру с единым управлением.

### Факторы роста взаимных фондов денежного рынка

Первопричиной роста фондов явилось сочетание ограничений, налагаемых на депозиты банков и ссудо-сберегательных ассоциаций «Инструкцией Q» и роста рыночных процентных ставок. По мере того, как процентные ставки рынка краткосрочных ценных бумаг переросли отметку  $5\frac{1}{4}\%$  — предел, установленный «Инструкцией Q» для банков, и отметку  $5\frac{1}{20}$  — соответствующий предел для ссудо-сберегательных институтов, росли и взаимные фонды денежного рынка, когда доходы, приносимые акциями фондов достигли в 1979 году двухзначных цифр, отлив средств из банков и ссудо-сберегательных институтов принял характер цунами (См. рис. 8.5).

### Среднемесячный доход по вкладам, сделанным в облагаемые налогами взаимные фонды денежного рынка

Взаимные фонды денежного рынка распределяют доходы от своих активов среди своих акционеров. Это значит, что доходы держателей акций увеличиваются и уменьшаются в зависимости от изменения процентных ставок на краткосрочные ценные бумаги, в которые взаимные фонды денежного рынка вкладывают свои средства. Период наибольшего роста фондов связан с резким подъемом процентных ставок в конце 70-х — начале 80-х годов.

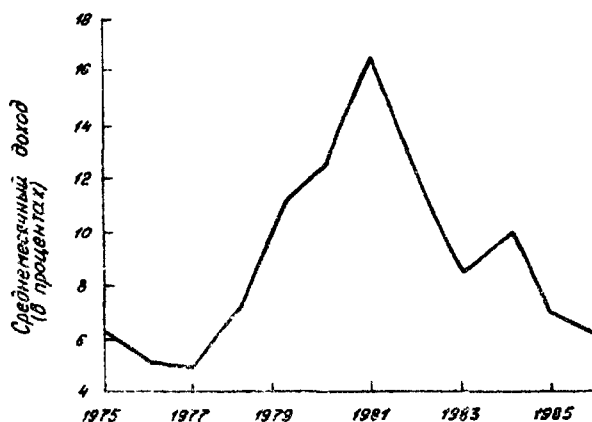


Рис. 8.5

Однако установление верхних ограничений на рост нормы процента было не единственной причиной успеха взаимных фондов денежного рынка. Фонды пользуются также тем преимуществом, что они свободны от резервных требований ФРС, а это значит, что буквально каждый доллар акционера может быть задействован в получении прибыли в форме процентного дохода. Для сравнения следует отметить, что банк, который обязан держать 12% своих чековых депозитов в резервах, может вложить в дело только 88 центов из каждого доллара, полученного от вкладчика.

Взаимные фонды денежного рынка стали существенным элементом изощренной стратегии управления денежными операциями. Бизнесмены и частные лица используют эти фонды как надежные «места стоянки» для процентных платежей и дивидендов, ожидающих реинвестирования. Частные лица, которые сами распоряжаются своими активами, могут открывать собственные акционерные счета (share accounts) во взаимных фондах денежного рынка, являющихся частью таких семейств фондов, как «Vanguard» («Авангард») или «Fidelity» («Точность» или «Лояльность» — прим. пер.). Эти группы дают возможность акционерам мгновенно и обычно бесплатно переводить средства со счетов взаимных фондов денежного рынка на счета различных инвестиционных фондов по операциям с ценными бумагами и обратно, в зависимости от их желания или рыночных условий. Особенно привлекательными взаимные фонды денежного рынка оказались для деловых фирм, которым не разрешено держать средства на чековых нау-счетах, приносящих процентный доход.

### Контрмеры, предпринимаемые банками и ссудо-сберегательными институтами

Быстрота отлива средств из банков и ссудо-сберегательных институтов (дисинтермедиация) в конце 70-х годов требовала принятия срочных мер. Прежде всего регулирующие правительственные органы разрешили банкам и ссудо-сберегательным институтам выплачивать высокие и изменяющиеся нормы процента по срочным вкладам малого размера. Однако действительно эффективным средством борьбы с взаимными фондами денежного рынка банки и ссудо-сберегательные институты не располагали вплоть до 1982 года, когда регулирующие органы учредили депозитные счета денежного рынка (MMMDs).

Если взаимные фонды денежного рынка стартовали очень быстро, то MMMDAs просто взлетели, как ракета. За первые три месяца своего существования они привлекли феноменальную сумму в 300 миллиардов долларов. Многие вклады были переведены на депозитные счета денежного рынка с вкладов в банках и ссудо-сберегательных институтов, но многие были переведены из взаимных фондов денежного рынка (MMDAs), что существенно уменьшило активы MMMFs. Хотя взаимные фонды денежного рынка теперь и оправались от этого удара, рост их по сравнению с прошлым все еще остается более медленным, чем раньше.

Сегодня борьба между банками и фондами перешла в более стабильную фазу. Фонды продолжают использовать преимущества свободы от резервных требований ФРС. Но и банки, в свою очередь, используют преимущества, связанные с федеральным страхованием депозитов. Это позволило им привлечь сотни миллиардов долларов на депозиты, хотя процентный доход по этим депозитам они выплачивали меньший, чем взаимные фонды денежного рынка. (См. рис. 8.2).

## ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ ФЕДЕРАЛЬНОГО ПРАВИТЕЛЬСТВА

Все финансовые посредники, перечисленные в таблице на рис. 8.1, о деятельности которых шла речь в этой главе, действуют в частном секторе. Они стараются принести доход своим акционерам, или, как это имеет место в случае с взаимными обществами, — своим депозиторами (вкладчикам). Еще одна группа финансовых посредников конкурирует с частными компаниями; однако их владелец или учредитель — федеральное правительство. Также как и частные финансовые посредники, они предоставляют средства заемщикам, передавая собственные долговые обязательства ссудодателям (кредиторам). Но, не рассматривая получение прибыли в качестве своей главной цели, они пытаются воздействовать на размещение кредитов таким образом, который признается этими институтами наилучшим с политической точки зрения.

На рисунке 8.6 перечислены основные финансовые посредники федерального правительства. В течение последних 16 лет количество ценных бумаг, выпущенных этими посредниками выросло с 38 млрд. долларов в 1970 году до 262 млрд. долларов в 1986 году. Хотя эти ценные бумаги и не являются долговыми обязательствами федерального правительства, они продаются на рынке ценных бумаг федерального правительства, а приобретают их прежде всего коммерческие банки, ссудо-сберегательные институты, страховые компании и другие посредники. Обычно эти ценные бумаги считаются лишь несколько более «рискованными» (т.е. подверженными чуть большему риску — прим. пер.), чем ценные бумаги Казначейства США; между тем в 1986 году нескольким федеральным ведомствам пришлось выплачивать существенно более высокие проценты, чем Казначейству США, что было связано с широко известными финансовыми трудностями, которые переживали Федеральные Банки по Кредитованию фермеров и Система Федеральных банков по Кредитованию жилищного строительства.

### Выпущенные в обращение долговые обязательства кредитных агентств, финансируемых федеральным правительством

Некоторые федеральные и квазифедеральные агентства выступают в роли финансовых посредников — продают собственные ценные бумаги. На вырученные средства они выдают ссуды или покупают их на вторичных рынках. В таблице представлены долговые обязательства важнейших агентств. Выпуск этих ценных бумаг резко увеличился в период с 1970 по 1986 год. В отличие от большинства финансовых посредников эти агентства существуют в первую очередь не для того, чтобы приносить прибыль, а для того, чтобы направлять кредиты в те сферы экономики, которые имеют важное политическое значение (жилищное строительство и сельское хозяйство).

| Агентства  | Сумма (в млрд. долларов) |              |
|--|--------------------------|--------------|
|  | Декабрь 1970 г.          | Июль 1986 г. |
| Федеральная национальная ипотечная ассоциация                            | 15,2                     | 93,4         |
| Федеральные банки по кредитованию жилищного строительства                | 10,2                     | 83,1         |
| Федеральная ипотечная корпорация по кредитованию жилищного строительства | —                        | 12,8         |
| Ассоциация по кредитованию студентов                                     | —                        | 10,4         |
| Банки по кредитованию фермерских хозяйств                                | —                        | 62,9         |
| Федеральные земельные банки  | 6,4                      | —            |
| Федеральные банки среднесрочного кредита                                 | 4,8                      | —            |
| Банки по обслуживанию кооперативов                                       | 1,8                      | —            |
| <b>ВСЕГО:</b>  | <b>38,4</b>              | <b>262,6</b> |

Примечание: С 1977 года ценные бумаги, выпускаемые Банками по кредитованию фермеров, начали вытеснять ценные бумаги федеральных агентств, осуществляющих кредитование сельского хозяйства.

Источник: Federal Reserve Bulletin, December 1971, p. A40; February 1987, p. A33.

Рис. 8.6

### Федеральная Национальная Ипотечная Ассоциация

Крупнейший финансовый посредник, финансируемый Федеральным правительством — Федеральная Национальная Ипотечная Ассоциация (FNMA), известная более под названием «Фанни Мэй». Начало ее деятельности было положено Законом о Жилищном Строительстве 1939 года. Целью образования ассоциации было создание вторичного рынка закладных, обеспеченных гарантиями Федеральной Национальной Ипотечной Ассоциации. На средства, получаемые от продажи собственных ценных бумаг, Ассоциация выкупает закладные у частных финансовых институтов. Начиная с 1972 года она покупает даже незастрахованные закладные. «Фанни Мэй» вносит свой вклад в выполнение важных социальных задач, финансируя жилищное строительство, не приносящее крупных доходов и сосредотачивая свое внимание на строительстве в городах.

Раньше казначейство США владело частью акций Ассоциации «Фанни Мэй», но в 1969 году Ассоциация была реорганизована и передана в частную собственность. Теперь ее акции продаются на Нью-Йоркской фондовой бирже. Несмотря на то, что сейчас Ассоциация стремится работать с прибылью и должна платить федеральный подоходный налог, она продолжает оставаться под определенным контролем федерального правительства, сохраняя тем самым свой статус. Акционеры избирают десять членов правления, а еще пятерых назначает Президент Соединенных Штатов Америки. «Фанни Мэй» прибегает к получению займов у правительства на льготных условиях, а Казначейство осуществляет частичный контроль над временем выпуска и объемами серий ценных бумаг «Фанни Мэй». Вновь образованная в ходе реорганизация 1968 года Государственная Национальная Ипотечная Ассоциация — новое правительственное агентство, существенно отличающееся от «Фанни Мэй», и включенное в структуру Министерства жилищного строительства и городского развития, приняло на себя часть функций своей предшественницы.

### Федеральные Банки по кредитованию жилищного строительства

Еще одним финансовым посредником федерального правительства является система Федеральных Банков по Кредитованию жилищного строительства, которая стимулирует процессы жилищного строительства. Закон о Федеральных Банках по кредитованию жилищного строительства, принятый в 1932 году, подчинил эти банки Совету Федеральных Банков по кредитованию жилищного строительства. Находящиеся в частной собственности с 1951 года ссудо-сберегательные ассоциации, получившие чартер из рук федерального правительства, обязаны держать свои акции в этих Банках; что касается ссуд-сберегательных ассоциаций, получивших чартер от правительства штата, и также взаимных сберегательных банков и страховых компаний, то они имеют право стать частью этой системы.

Федеральные Банки по кредитованию жилищного строительства выпускают в основном краткосрочные и среднесрочные ценные бумаги и на вырученные средства кредитуют ссудо-сберегательные ассоциации и других членов этой системы. Эти Банки владеют Федеральной Ипотечной корпорацией по кредитованию жилищного строитель-

ства (FHLMC), получившей название «Фредди Мак»; эта корпорация была создана по решению конгресса США в 1970 году для финансирования вторичного рынка так называемых договорных (conventional) ипотечных ссуд.

### Банки по кредитованию фермерских хозяйств

С 1977 года финансовая деятельность федерального правительства в области сельского хозяйства была сосредоточена в Банках по кредитованию фермерских хозяйств. К ним относятся Федеральные Земельные Банки, созданные в соответствии с Законом о кредитовании фермерских хозяйств в 1913 году, Федеральные Банки среднего срочного кредита, созданные в соответствии с Законом о кредитовании сельского хозяйства 1923 года, и, наконец, Банки по кредитованию кооперативов, созданные согласно Закону о кредитовании фермеров 1933 года. Этим банками увеличиваются размеры своих фондов теми же методами, что и федеральные агентства, кредитующие жилищное строительство, то есть с помощью продажи краткосрочных ценных бумаг. Они выделяют ссуды на оплату товаров и услуг, необходимых сельскому хозяйству: на строительство зданий и приобретение различных промышленных товаров. Кредиты выдаются для того, чтобы создать вторичный рынок сельскохозяйственных ссуд, а также рынок закладных, выданных под залог собственности фермерских хозяйств.

В 1985 и 1986 годах Банки по кредитованию фермерских хозяйств понесли потери, вызванные серьезными экономическими трудностями, с которыми столкнулись все фермерские хозяйства; речь идет о падении цен на землю, сокращении емкости зарубежных рынков, о чрезмерно длительных сроках предоставления ссуд под очень высокий процент. Некоторые из этих банков стали, исходя из общепринятых принципов банковской отчетности, неплатежеспособными. Вместо того, чтобы «реанимировать» их за счет государственного бюджета, Конгресс США проголосовал за то, чтобы разрешить этим банкам пользоваться более либеральными принципами банковской отчетности и ввести это в практику из финансовых операций, отражая их в новых банковских книгах.

### Ассоциация по кредитованию студентов

В 1972 году федеральное правительство создало Ассоциацию по кредитованию студентов «Салли Мэй». Она пытается стимулировать выдачу гарантированных «студенческих» ссуд путем создания вторичного рынка этих ссуд, а также путем предоставления финансовых преимуществ тем банкам и учебным заведениям, которые выдают такие ссуды.

### Общие цели

Главная цель финансовых посредников, финансируемых и управляемых федеральным правительством состоит в том, чтобы перенести предложение кредитов с нужд других возможных потребителей на нужды сельского хозяйства, жилищного строительства и выдачу студенческих ссуд. Так, посредническая деятельность «Фанни Мэй» переносит кредиты в сферу жилищного строительства. Средства, поступающие от продажи надежных, относительно ликвидных краткосрочных (от 1 до 3 лет) ценных бумаг «Фанни Мэй», идут на финансирование приобретения закладных. Кроме того, банки и другие финансовые институты могут выдавать закладные, затем продавать их Ассоциации «Фанни Мэй», а после этого приобретать ее ценные бумаги. Это увеличивает приток кредитов в сферу жилищного строительства, поскольку ценные бумаги «Фанни Мэй», обладают большей ликвидностью как банковские активы, чем закладные.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Финансовые посредники способствуют перемещению средств от вкладчиков к заемщикам с помощью выпуска собственных долговых обязательств (пассивов), их реализации и приобретения на вырученные средства акций и долговых обязательств (пассивов) других хозяйствующих субъектов. К числу финансовых посредников относятся банки, ссудо-сберегательные институты, взаимные фонды, страховые компании, пенсионные фонды и финансовые компании. Они увеличивают эффективность размещения кредитов, приводя характеристики активов и пассивов в соответствие с нуждами своих клиентов, сокращая степень риска путем осуществления диверсификации, и снижая издержки осуществления финансовых операций.

2. Ссудо-сберегательные ассоциации традиционно увеличивали свои фонды путем открытия сберегательных вкладов и последующего инвестирования этих средств в ссуды, обеспеченные недвижимостью. У них широкий спектр активов и пассивов. Взаимные сберегательные банки возникли как безопасные «убежища» небольших сбережений рабочих. Эти банки также вкладывают средства преимущественно в выдачу ссуд под залог недвижимости, но приобретают также ценные бумаги и прочие активы. Кредитные союзы — это кооперативы (обычно небольшие по размеру), принимающие вклады в форме пая; из образующихся фондов они выдают потребительские и индивидуальные ссуды своим членам. В 80-е годы различия как между банками и ссудосберегательными институтами, так и между различными видами ссудо-сберегательных институтов, стали менее заметными в результате дерегулирования банковской сферы.

3. Взаимные фонды денежного рынка продают свои акции и покупают на вырученные средства краткосрочные ценные бумаги, включая депозитные сертификаты, коммерческие бумаги и векселя Казначейства США. Их акции

имеют фиксированную стоимость в 1 доллар. Доходы, за вычетом платы за услуги менеджеров, распределяются между держателями акций. В результате наличия ограничений, наложенных ФРС на величину процентных ставок по депозитам банков и ссудо-сберегательных институтов, взаимные фонды денежного рынка в 70-е годы быстро увеличивали свои активы. Владение акциями взаимных фондов денежного рынка дает их владельцам право на выставление чеков, которые, впрочем, действует с некоторыми ограничениями.

4. Некоторые федеральные агентства воздействуют на размещение кредитов путем продажи своих ценных бумаг; полученные средства они инвестируют в отрасли экономики, имеющие общенациональное значение (сельское хозяйство и жилищное строительство).

К их числу относятся Федеральная Национальная Ипотечная Ассоциация Банков по кредитованию фермерских хозяйств, Федеральные Банки по кредитованию жилищного строительства и Ассоциация по кредитованию студентов.

### Термины для повторения

|  |                                |
|--|--------------------------------|
| Аннуитет                               | «Взаимная» форма собственности |
| Финансовая компания                    | «Инструкция Q»                 |
| Диверсификация                         | Отлив средств                  |
| Взаимные фонды денежного рынка (МММФз) | Счета расчетных трат           |

### Вопросы для повторения

1. Дилер, занимающийся операциями с векселями Казначейства США, тоже способствует перемещению средств от кредиторов к заемщикам. Почему он не считается финансовым посредником?
2. Какими тремя способами финансовые посредники могут увеличить эффективность размещения кредитов?
3. В чем традиционное отличие ссудо-сберегательных институтов от коммерческих банков? В чем сегодня состоит это отличие?
4. Что послужило причиной финансовых трудностей, с которыми столкнулись ссудо-сберегательные институты в 70-е — начале 80-х годов?
5. Чем отличаются взаимные фонды денежного рынка от ссудо-сберегательных институтов и банков? В чем их сходство?
6. В чем суть «Инструкции Q» и почему она повлияла на рост взаимных фондов денежного рынка в 70-е годы?
7. Какие федеральные агентства и каким образом влияют на размещение кредитов?

### Темы для обсуждения

1. Вы хотите приобрести подержанный автомобиль последней модели, но для его покупки вам необходимо занять денег. Вы можете занять их у своих родителей, у финансового посредника или у бывшего владельца автомобиля, заплатив часть цены сразу, а часть выплачивая ежемесячными взносами в течение года. Каковы преимущества и недостатки каждого из вариантов?

2. В процессе подготовки к занятиям по практике инвестирования вы разработали компьютерную программу, которая, как вы полагаете, поможет вам точно выбрать акции, приносящие большой дивиденд. Для того, чтобы извлечь из этого прибыль рассмотрите следующие варианты:

- а) написать и продать список этих акций;
- б) занять деньги у друзей в обмен на какие-либо долговые обязательства и на эти деньги купить эти акции самому.

Каковы преимущества и недостатки каждого варианта?

3. Вы президент ссудо-сберегательной ассоциации. В середине 80-х годов процентные ставки падали, но вы опасаетесь того, что новый нефтяной кризис, наступление которого вы предсказываете на 90-е годы, вновь заставит их взлететь вверх. Ваша ассоциация чуть не обанкротилась в результате «кризиса» процентных ставок в начале 80-х годов. Как «усилить» балансовый отчет вашей ассоциации, чтобы пережить новый кризис?

4. Коммерческие банки осуществляют свои операции с целью получения прибыли. В то же время им приходится конкурировать со ссудо-сберегательными учреждениями, хотя последние в большинстве случаев организованы как взаимные или кооперативные учреждения. Как коммерческие банки умудряются выживать в этой конкурентной среде? Почему не все вкладчики предпочитают кооперативные учреждения, где прибыль достается непосредственно им, а не собственникам?

5. Если бы процентные ставки никогда не были объектом регулирования, появились бы вообще взаимные фонды денежного рынка? Объясните этот вопрос.

6. Считаете ли вы, что федеральные агентства увеличивают эффективность размещения кредитов таким же образом, как и другие финансовые посредники, или как-то по-другому?





# НАДЕЖНОСТЬ И СТАБИЛЬНОСТЬ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Объяснить, почему коммерческие банки, организованные в начале 19 века, использовали практику частичного, а не полного резервного покрытия?**
- 2. Используя Т-счета, объяснить, каким образом невозвраты ссуд в срок, отсутствие ликвидности и потери от основной деятельности могут стать причиной банкротства.**
- 3. Обсудить, задачи и цели банковских ревизий.**
- 4. Объяснить, каким образом центральный банк может защитить коммерческие банки от последствий массового изъятия депозитов.**
- 5. Обсудить следующие меры, предпринимаемые Федеральной Корпорацией по Страхованию Депозитов:**
  - 1) выплата компенсации вкладчикам обанкротившихся банков;**
  - 2) принудительное слияние банков, находящихся на грани банкротства;**
  - 3) поручительство за обанкротившиеся банки.**

В предшествующих главах мы уже неоднократно упоминали о потенциальной угрозе банкротства, с которой сталкиваются различные белки на отдельных этапах своего развития. Мы также указывали, что повышение уровня надежности и стабильности банковской системы представляет собой главную цель регулирования банковской сферы как со стороны федерального правительства, так и со стороны правительств штатов. В настоящей главе мы обобщим изложенный материал, касающийся функционирования банков и ссудосберегательных ассоциаций с тем, чтобы более подробно остановиться на проблемах надежности и стабильности банковской системы. Растущее число банковских банкротов на протяжении минувшего десятилетия сделало эту тему весьма актуальной.

## ПЕРВЫЕ ОПЫТЫ ЧАСТИЧНОГО РЕЗЕРВНОГО ПОКРЫТИЯ В БАНКОВСКОМ ДЕЛЕ

### Возникновение частичного резервного покрытия

Многие полагают, что непосредственными предшественниками нынешних банков были люди, хранившие в подвалах и сундуках золотые монеты.

Возможно, такого рода услуги первыми стали оказывать золотых дел мастера. Именно для них золото и другие драгоценные металлы являлись частью ремесла и вполне естественно, что хранилища, сейфы и специальные помещения, предназначенные для того, чтобы предотвратить кражи, были в их распоряжении. Почему бы не заполнить еще одно помещение и хранилище золотыми монетами состоятельных людей, которые не располагают такими безопасными хранилищами, а взамен не вручить им расписку о приемке золота на хранение? Золотых дел мастера могли взимать за эту услугу определенную плату точно так же, как это делают современные банки, взывающие плату со своих клиентов за пользование банковскими сейфами.

Согласно этой версии ранней истории банковского дела, золотых дел мастерам не понадобилось много времени для того, чтобы заметить следующее: большинство монет, находившихся у них на хранении, оставались в хранилищах достаточно долгое время. Лишь незначительное число клиентов посещало их ежедневно для того, чтобы забрать свои монеты, однако приток новых монет в среднем компенсировал эти изъятия. Почему бы в такой ситуации золотых дел мастеру было не одолжить кому-нибудь известную часть этих монет, коль скоро они все равно праздно лежали в его хранилище и пылились без дела? Ведь до тех пор, пока в руках у него оставалось достаточное количество монет, чтобы скомпенсировать случайные колебания вкладов и изъятий, кто смог бы отличить свои монеты от «чужих»?

Тех золотых дел мастера, которые держали все монеты в своих хранилищах, действовали в соответствии с практикой **полного («стоцентного») резервного покрытия**. Те из них, кто одалживал часть своих монет, действовали в соответствии с практикой **частичного резервного покрытия**. Очевидно, что первые находились в куда более безопасном положении на тот случай, если бы все их клиенты пришли вдруг в один день забрать свои монеты. Однако сторонники частичного резервирования с такими ситуациями сталкивались очень редко, зато они получали от выдачи ссуд большие доходы. Кроме этого, они всегда могли уменьшить плату, взимаемую ими за хранение золота, что давало им весьма ощутимые преимущества в конкуренции со сторонниками процентного резервирования.

Отметим, что эти золотых дел мастера еще не были банкирами в полном смысле слова. Для того, чтобы стать ими, им предстояло сделать еще одно открытие. Со временем они обнаружили, что причиной того, что люди столь редко утруждают себя фактическим изъятием своего золота было то, что расписки золотых дел мастеров, выданные ими в качестве подтверждения факта хранения золота, сами по себе стали обращаться в качестве денег. Когда портной хотел купить кусок ткани, ему уже не нужно было беспокоить себя визитом к золотых дел мастеру, для того, чтобы изъять золото и с его помощью рассчитаться с ткачом. Вместо этого он просто вручал ткачу расписку, полученную от золотых дел мастера. Ткач, в свою очередь, тоже не спешил обменять расписку на монеты. С ее помощью он покупал шерсть для своего ремесла у фермера и так далее.

Это открытие подвело золотых дел мастеров к новой идее. Почему бы вместо того, чтобы выдавать золотые монеты тем, кто обратился к ним за ссудой, не выдавать им просто расписки? Конечно, подобная практика увеличит общее число расписок, находящихся в обращении, сверх того количества золотых монет, которые были реально положены их клиентами на хранение, но, как рассуждали эти люди, кого это волнует? Они уже усвоили, что все их клиенты едва ли придут к ним одновременно для того, чтобы изъять свои вклады в золотых монетах. Именно в этот момент времени золотых дел мастера и превратились в настоящих банкиров, а их обращающиеся расписки стали банкнотами. Появились настоящие банки с частичным резервным покрытием.

### Банки с частичным резервным покрытием в истории США

Наша история о золотых дел мастерах возможно произошла на самом деле. Возможно и то, что это — просто сказка. Однако в любом случае, хотя в начале 19 века предприниматели и могли создать банки с полным резервным покрытием, в действительности же они создали банки с частичным резервным покрытием, как поступили и мифи-

ческие золотых дел мастера. Банкиры обнаружили, что у них нет никакой необходимости хранить стопроцентные резервы металлических денег для нормального осуществления операций. Общество признало, что бумажные банкноты, выпускаемые банками, являются более удобным видом денег для осуществления финансовых операций, чем золотые и серебряные монеты. В итоге многие владельцы банкнот перестали обращать их в золотые и серебряные монеты в банке, выпустившем эти банкноты. Банкноты стали использоваться как средство обращения и платежа.

У банков был еще один стимул к переходу к практике частичного резервного покрытия. Эта практика позволяла банкам выдавать ссуды и вкладывать средства в ценные бумаги, что, в отличие от простого хранения металлических денег, приносило им процентный доход. Банки, осуществлявшие практику частичного резервного покрытия, оказались в состоянии вытеснить банки с полным резервным покрытием, взывая с клиентов более низкую плату за чекное обслуживание счетов до востребования и выплачивая проценты по сберегательным и срочным вкладам.

В обычной ситуации банки с частичным резервным покрытием могли успешно функционировать потому, что ежедневный приток депозитов в форме металлических денег приблизительно равнялся их оттоку. Банкам приходилось, тем не менее, владеть некоторыми резервами в виде металлических денег, поскольку приток и отток металлических денег не был абсолютно сбалансирован. Естественно, что в такой ситуации пропорция между количеством металлических денег, которое хранил банк и количеством банкнот, которое он выпускал, относилась к числу важнейших управленческих решений. Банкир, неверно рассчитавший количество металлических денег, подлежащих хранению в качестве резервов, занизив его, мог ввергнуть свой банк в серьезные трудности. Тем не менее банки имели мощные стимулы к тому, чтобы держать минимальное количество металлических денег в качестве резервов, поскольку чем меньшим был резерв, тем большими были доходы банка.

К несчастью, банки с частичным резервным покрытием сталкивались с серьезными трудностями всякий раз, когда клиенты теряли уверенность в их платежеспособности и пытались изымать большие количества металлических денег. Несмотря на то, что банкам удавалось справляться с небольшими по масштабам изъятиями вкладов путем осуществления займов металлических денег друг у друга, любая сколь-нибудь серьезная и единодушная потеря уверенности в банковской системе в целом приводила к кризису. Выпуская большее количество банкнот, чем то количество металлических денег, которое хранилось в качестве резервов, банки вступали в соглашения, условия которых они далеко не всегда оказывались в состоянии выполнять.

Нестабильность банков с частичным резервным покрытием относится как к их депозитам, так и к банкнотам. В период, предшествовавший началу Гражданской войны, в ряде штатов создалась ситуация, при которой владеть банкнотами штата стало безопаснее, чем владеть депозитами; это было достигнуто введением в действие законов, обязывающих банки штатов депонировать облигации, выпущенные правительством штата у правительства, причем в объеме, равном количеству выпущенных в обращение банкнот. Закон о Денежном обращении 1863 года сделал банкноты национальных банков более надежными, чем депозиты, обязав эти банки депонировать казначейские облигации у Контролера Денежного обращения в объеме, примерно равном количеству банкнот, выпущенных национальными банками.

Несмотря на эти меры, направленные на защиту держателей банкнот, банковские депозиты, тем не менее увеличивались быстрее, чем количество обращающихся банкнот на протяжении всего 19 века, что, в свою очередь, увеличивало уязвимость банков с точки зрения возможного массового изъятия депозитов.

На протяжении всей истории банковского дела панический страх, испытываемой депозиторами перед возможными банкротствами банков, периодически приводил к подрыву общественного доверия к банкам в целом. До 1934 года федеральное правительство не проводило страхования депозитов, а правительства штатов делали это очень редко. Вкладчики неплатежеспособных банков были вынуждены ждать, пока банк пройдет через банкротство, прежде чем они могли получить назад свои депозиты, причем процент выплаченных депозитов зависел от стоимости банковских активов. Самые мрачные периоды банкротств банков и затруднений, связанных с ликвидностью, приходились на время глубоких экономических спадов. В такие времена либо из-за массового невозврата ссуд, либо из-за падения цен на ценные бумаги многие банки оказывались не у дел и терпели банкротство, что подрывало доверие общественности к существующей банковской системе в целом.

## БАНКРОТСТВА БАНКОВ

Три главных нежелательных обстоятельства могут послужить причиной банкротства банка: невозврат ссуды или потеря стоимости других активов, неликвидность и убытки от основной деятельности. Каждое из этих обстоятельств ведет к уменьшению собственного капитала банка. Когда собственный капитал банка падает ниже нуля, банк становится **неплатежеспособным**: его пассивы (обязательства) превосходят его активы. В этой ситуации ревизоры банков обычно настаивают на том, чтобы банк прекратил свою деятельность.

**Неплатежеспособный банк** — банк, у которого обязательства по депозитам плюс обязательства по заемным средствам превосходят активы.

### Потери активов

Ссуда становится просроченной, когда заемщик оказывается не в состоянии выплатить процентные платежи или основную сумму ссуды в момент, когда ссуда подлежит погашению. Предполагается, что банковские ревизоры

должны потребовать от банка, чтобы он списал просроченную ссуду. Это означает, что банк более не имеет права включать эту ссуду в свой балансовый отчет.

**Списание просроченной ссуды.** Т-счет 9.1 демонстрирует эффект описания просроченной ссуды в 1.000 долларов на балансовый отчет банка. Общая сумма банковских ссуд сокращается на величину списанной ссуды, а затем банк должен сократить один из счетов, представляющих его собственный капитал, на такую же величину.

Многие ссуды неизбежно связаны с риском и многие банковские ссуды столь же неизбежно остаются непогашенными. (Вспомните пример 6.1 «Из практики банковского дела»). Списание небольшого количества непогашенных ссуд не представляет серьезных проблем для банка, получающего устойчивую прибыль. Влияние списания непогашенных ссуд на собственный капитал банка более чем перекрывается прибылью, полученной банком от других ссуд. Кроме того многие банки включают в счета движения капитальных средств статью под названием «**Резервы на возмещение потерь по ссудам**». Эти банки могут списать небольшое количество непогашенных ссуд за счет уменьшения этой позиции. Однако, в том случае, когда особо крупные потери банка превосходят резервы на возмещение непогашенных ссуд, банк вынужден сократить другие позиции, отражающие собственный капитал — нераспределенную прибыль, резервный капитал и, возможно, даже стоимость обыкновенных акций.

| Т-счет 9.1            |                                      |
|-----------------------|--------------------------------------|
| Коммерческий банк     |                                      |
| Активы                | Пассивы и собственный капитал        |
| Ссуды — 1000 долларов | Собственный капитал: — 1000 долларов |

По сравнению с многими другими странами банковские ревизоры в Соединенных Штатах обычно очень строго относились к просроченным ссудам. В США ссуда признается не приносящей дохода и исключается из перечня банковских активов значительно быстрее, чем в других странах, где аналогичный процесс осуществляется нередко через несколько месяцев (как правило через 90 дней) после того, как прекращена выплата процентов по ссуде.

В некоторых странах банки могут включать просроченные ссуды в число своих активов неопределенно долгое время. Подобная практика типична для стран со сравнительно сильным государственным регулированием использования банковского кредита. В этих странах правительство может, например, обязать банки выдавать ссуды каким-либо бесприбыльным предприятиям несмотря на то, что возможности этих предприятий выплачивать проценты по кредитам, равно как и возратить основной долг в срок выглядят весьма проблематично. В некоторых случаях расширение предприятия, находящегося в собственности государства, является частью государственного плана развития. В других случаях предприятие может быть недостаточно прибыльным для того, чтобы возратить ссуду, потому что правительство установило слишком низкие продажные цены. Правительственные органы могут даже прибегать к субсидированию потребителей исходя из чисто политических соображений — стремясь приобрести их расположение или предотвратить нарастание общественного недовольства. В тех странах, где правительство непосредственно регулирует выдачу ссуд и фиксирует цены на продукцию предприятий, банковские ревизоры объективно не вправе требовать от банков описания непогашенных ссуд.

Несмотря на то, что непогашенные ссуды не ведут к банкротству банков в тех странах, где разрешается оставлять их на счетах в банковских книгах, эти страны могут столкнуться с другими реальными потерями. Банк, выдающий непогашающиеся ссуды, растрчивает кредитные ресурсы, которые могли бы быть использованы для стимулирования накопления реального капитала и способствовали бы экономическому развитию.

Банковские ревизоры в США сделали в последние годы некоторые отступления от своих обычных жестких мер, направленных против непогашенных ссуд. В 80-е годы некоторые промышленные фирмы и правительства Польши, Румынии, Мексики, Аргентины, Бразилии и других стран не смогли выплатить проценты по ссудам, предоставленным им банками западных стран. Эти западные страны прибегли к пересмотру графиков погашения этих ссуд (переносу на более позднее время сроков погашения), а банкам было разрешено не списывать эти ссуды. В дополнение к пересмотру условий погашения этих ссуд, группа более крупных банков согласилась выдать этим странам-должникам пакет новых ссуд чтобы дать им возможность выплатить задолженность по процентным платежам. Кроме этого, было заключено специальное вспомогательное ссудное соглашение с Международным Валютным Фондом, в котором обеспечивался ряд финансовых гарантий западным банкам, причем Федеральный Резервный банк Нью-Йорка выступил гарантом по ссудам, а правительство США предоставило странам-должникам специальные субсидии в качестве финансовой помощи. Как указывалось выше, (см. 5.1 «Денежная политика в действии») органы,

управляющие деятельностью ссудо-сберегательных институтов, проводят менее жесткую политику<sup>1</sup>, чем ревизоры коммерческих банков.

| Т-счет 9.2   |                                     |
|--|-------------------------------------|
| Коммерческий банк  |                                     |
| Активы   | Пассивы и собственный капитал       |
| Балансовый остаток в Федеральном Резервном банке + 800 долларов<br><br>Облигации — 1000 долларов | Собственный капитал: — 200 долларов |

**Падение цен на ценные бумаги.** Ко второму типу потерь в активах банка относится падение цен на ценные бумаги в период времени с момента их приобретения до момента их продажи. Т-счет 9.2 отражает воздействие на балансовый отчет коммерческого банка убытка в 200 долларов от продажи облигации, зарегистрированной в банковских книгах по цене в 1.000 долларов. Предположим, что покупатель заплатил за эту облигацию, выписав чек на свой банк. Банк, получивший чек, депонирует его в Федеральный Резервный банк, увеличив тем самым свои депозиты в Федеральном Резервном банке на 800 долларов. Но так, как облигация была зарегистрирована в балансовом отчете по цене в 1.000 долларов, то разница в 200 долларов будет вычтена из собственного капитала банка.

В драматический период массовых банкротств в США с 1930 по 1933 годы большинство банкротств банков было вызвано именно падением рыночной стоимости их облигаций. За это время более 9.000 банков прекратили операции.

Сегодня облигации записываются в балансовые отчеты по тем ценам, по которым они были приобретены (по их «исторической стоимости»), поэтому падение цен на облигации не может сколь-нибудь заметно воздействовать на балансовый отчет до того момента, когда эти облигации не будут проданы. Если рыночная цена облигации вернется к прежнему уровню, или если банк удержит облигацию до момента погашения и получит назад ее стоимость, то банк вообще не понесет никакого финансового ущерба. Но в 30-е годы практика банковского учета несколько отличалась от современной. Облигации, уровень цен на которые был широко известен в продолжении длительных непрерывных временных периодов, должны были оцениваться именно по рыночным ценам. В результате, когда в период Великой Депрессии цены на облигации упали, понизилась и регистрационная стоимость облигаций, находившихся в банковских портфелях, что привело к уменьшению собственных капиталов банков.

В период с 1930 по 1933 годы банкротства банков и массовое изъятие вкладов были связаны с падением цен на облигации. Причем массовое изъятие вкладов способствовало падению цен на облигации, поскольку банкиры обращали ценные бумаги в наличные деньги с тем, чтобы как-то приспособиться к массовому изъятию вкладов. Падение цен на облигации впоследствии стало причиной многих банкротств и, в свою очередь, привело к потере общественного доверия к банковской системе. Практические последствия такого рода взаимосвязи составляют сущность **банковского кризиса или паники**.

**Преступления.** Преступления являются причиной третьей разновидности потерь банковских активов. Ограбление не является в данном случае главной проблемой, причем даже если нечто подобное происходит, то институт страхования обычно компенсирует банку потери такого рода.

Проблема состоит в том, что сами банковские служащие могут совершать хищения активов банка. Кассиры могут красть наличные деньги или ценные бумаги. Куда более серьезная проблема состоит в том, что кто-либо из банковских служащих вполне может разработать сложнейшую и практически не подлежащую обнаружению программу компьютерного мошенничества, переводящую тысячи долларов на некий фиктивный счет, а затем жульничать с аудиторскими программами, созданными для того, чтобы выявить это мошенничество. В более серьезных случаях банковского мошенничества высшие банковские служащие занимаются «выдаванием» активов собственного банка, выдавая ссуды сами себе или подставным лицам. В самом скандальном за последние годы случае, описанном в примере «9.1 Из практики банковского дела», преступная группа «инсайдеров» развалила не одно учреждение, а всю ссудо-сберегательную систему штата Мэриленд.

**Банковский кризис или паника** — проблема ликвидности, связанная с массовым изъятием банковских депозитов вкладчиками, опасаясь грядущего банкротства банка.

<sup>1</sup> В отношении непогашенных ссуд — прим. пер.

## Неликвидность как причина банковских банкротств

Мы уже неоднократно отмечали, что банкам необходимо всегда оставаться ликвидными. Поскольку последствия потерь активов нами уже выяснены, мы вполне можем понять и то, почему недостаточная ликвидность может стать причиной банкротства банка.

Когда банк осуществляет прием вкладов до востребования, он обязуется выплатить все эти вклады по первому требованию вкладчика, рассчитывая (впрочем, справедливо) на то, что далеко не все вкладчики востребуют свои депозиты к возврату одновременно. Для того, чтобы держать под контролем ситуацию, при которой банку придется в какой-либо из дней выплатить больше, чем он примет (на вклады — прим. пер.), банк поддерживает определенный разумный уровень ликвидности. Как мы уже имели случай убедиться в предыдущих главах, банки удовлетворяют эту потребность в ликвидности, владея некими ликвидными активами (например, в форме продажи федеральных фондов); эти активы являются вторичными резервами банков.

В случае, если вкладчики затребуют денежные средства в количествах, превосходящих величину вторичных резервов банка, последний обязан изыскать какую-либо иную возможность удовлетворить притязания своих вкладчиков. Во-первых, он может прибегнуть к продаже своих менее ликвидных активов-долгосрочных ценных бумаг, долгосрочных ссуд, прибегнув к услугам вторичного рынка. Однако, даже «хорошие» активы, вообще не подверженные риску остаться неоплаченными, отнюдь не гарантируют их продавцу, что их удастся продать на вторичном рынке по номинальной стоимости до наступления срока погашения (оплаты). Например, пусть банк владеет закладной с твердой процентной ставкой и сроком погашения в 30 лет; закладная выпущена в 1977 году, ставка процента составляет 8%, невыплаченная балансовая стоимость — 50.000 долларов. Банк запишет эту ссуду в свои банковские книги по ее полной номинальной стоимости в 50.000 долларов. Если текущая рыночная процентная ставка по таким закладным превышает 8%, то на вторичном рынке эта ссуда принесет менее 50.000 долларов. Пусть цена этой ссуды на вторичном рынке составит 40.000 долларов. Итак, как явствует из приведенного примера, продажа долгосрочных активов с целью поднятия уровня ликвидности может в условиях неблагоприятной рыночной конъюнктуры привести к потере капитальных средств. Эта потеря, в свою очередь, может привести к уменьшению собственного капитала банка (через списание его части); заметим, что активы, о которых в данном случае идет речь, остаются вполне надежными в том смысле, что заемщик продолжает оставаться кредитоспособным.

Дабы избежать убыточных продаж долгосрочных активов, преследующих своей целью погашение задолженности по депозитам, банк может увеличить размеры своих управляемых пассивов, осуществив, например, заемную операцию на рынке федеральных фондов. Подобного рода операции могут быть относительно дороги в те периоды, когда рыночные процентные ставки находятся на высоком уровне. Тем не менее, эти операции, на наш взгляд, предпочтительнее, чем убыточная продажа долгосрочных активов с единственной целью, состоящей в том, чтобы временно удовлетворить потребности в ликвидности.

Следует отметить, что в периоды кризисов банки могут потерять возможность доступа к управляемым пассивам. Это связано отчасти с тем, что отдельные банки сталкиваются с реальной возможностью оказаться перед лицом банкротства, и потенциальные их кредиторы более не оценивают эти банки как кредитоспособные. Но, что более важно, банковская система в целом может оказаться на грани кризиса. В период массового изъятия средств из всех банков, рынки управляемых пассивов, к числу которых относятся депозитные сертификаты (ДС), соглашения об обратном выкупе, а также рынки федеральных фондов, могут неожиданно истощиться. В этом случае у банка может просто не оказаться другого выхода кроме немедленного предложения собственных долгосрочных активов для продажи на рынке по «горячим» ценам. В том случае, если собственный капитал банка в этой ситуации «сгорает» до того, как закончится массовое изъятие вкладов, банк становится неплатежеспособным.

## Убытки от основной деятельности

Причиной банкротства банка могут стать убытки от основной деятельности. Банки представляют собой частные предприятия. Так же как это происходит и во всех прочих видах предпринимательства одни банки работают и получают прибыль, а другие — нет. Собственный капитал банка, который функционирует убыточно, уменьшается; если убытки продолжатся достаточно длительное время, то они могут свести на нет весь собственный капитал банка и банк обанкротится. Собственный капитал банка сокращается в тех случаях, когда банк обязан произвести выплаты превосходящие его поступления от активов. В этом случае сокращается величина банковских активов по отношению к пассивам, уменьшая тем самым собственный капитал банка.

В 70-е—80-е годы многие банки испытывали серьезные финансовые трудности, что приводило к сокращению их прибылей. Именно это и явилось причиной увеличения количества банкротств. Особенно пострадали ссудо-сберегательные институты, о чем мы уже говорили в главе 8. Прибыльность банков и ссудо-сберегательных институтов в первую очередь зависит от разницы между процентной ставкой, которую они получают по своим активам и процентной ставкой, которую они выплачивают своим вкладчикам. В 50-е и 60-е годы разница между этими процентными ставками была весьма благоприятной для роста банковской прибыли. Так, например, процентные ставки по закладным изменялись в интервале от 4,5% до 6%, в то время как предельная процентная ставка по вкладам в сберегательных книжках в коммерческих банках увеличивалась сравнительно медленно — с 2,5% в 1957 году до 5% в 1973 году.

Эта ситуация сохранялась до того момента, когда в 70-х и 80-х годах резко выросли рыночные процентные ставки. Банки и ссудо-сберегательные учреждения, которые в 50-е и 60-е годы инвестировали средства в закладные

## 9.1 Из практики банковского дела

### КАК «ИНСАЙДЕРЫ»<sup>(а)</sup> ПОГУБИЛИ ССУДО-СБЕРЕГАТЕЛЬНЫЕ АССОЦИАЦИИ ШТАТА МЭРИЛЕНД

Банковская система США на протяжении многих лет использовала институт страхования депозитов для предотвращения массовых изъятий вкладов из банков. Большинство банков и ссудо-сберегательных институтов застрахованы в федеральных страховых фондах, но есть среди них и такие депозитные учреждения, которые застрахованы фондами штатов. Одним из штатов, который имел собственный страховой фонд, обслуживающий ссудо-сберегательные учреждения, был штат Мэриленд.

В 1985 году в ряде ссудо-сберегательных ассоциаций штата, общее число которых составляло 102, началось массовое изъятие вкладов. Сначала никто из официальных лиц штата не проявил беспокойства. Казалось, что финансовые затруднения испытывает лишь одна организация — ссудо-сберегательная ассоциация «Олд Корт» (г. Балтимор). Страховой фонд штата должен был вполне справиться с возникшей проблемой. Но трудности прогрессировали, и фонд потерпел крах. Обнаружилось, что раковая опухоль поразила всю ссудо-сберегательную систему штата.

Самым скандальным в этой истории был процесс ассоциации «Олд Корт». Ее бывшему президенту Джеффри А. Левитту было

предъявлено обвинение в том, что он присвоил и растратил 13 миллионов долларов. В 1982 году Левитт и его партнер приобрели контрольный пакет акций ассоциации «Олд Корт». Они заплатили за акции деньгами, которые взяли в долг в другой ссудо-сберегательной ассоциации, которой они владели, причем в качестве залогового обеспечения этой ссуды они предложили 250 акров земли. Как позднее было установлено в ходе расследования, фактическая покупка ими этого земельного участка произошла уже после получения ссуды. Что же касается реальной рыночной цены этой земли, то она составила 607.000 долларов, а не 2,7 мил. долларов, как было заявлено при заключении соглашения о ссуде.

По мере того, как расследование вскрывало все новые факты, было обнаружено, что инсайдеры банка превысили остатки своих банковских счетов на сумму более 5 миллионов долларов. Левитт, в частности, использовал чеки, выписанные на официальные счета банка для оплаты собственных расходов.

Не лучше обстояли дела в других ссудо-сберегательных ассоциациях. Владельцы «Комьюнити Сэйвингз энд Лоун» (г. Бетезда) провели крупную операцию с недвижимостью. За два года было

выпущено пассивов более, чем на 1 миллиард долларов. В итоге владельцы фирмы выплатили сами себе в качестве дивидендов и вознаграждений 15 миллионов долларов. После этого выяснилось, что ассоциация не может выполнить взятые на себя финансовые обязательства.

Бывшие владельцы «Френдшип Сэйвингз энд Лоун», также из Бетезды, организовали холдинг-компанию, которая, согласно данным проведенного расследования, выкачала из средств своих вкладчиков 3 миллиона долларов, которые были растрачены владельцами ассоциации на собственные нужды.

В конце концов четыре ссудо-сберегательные ассоциации штата были закрыты, причем на вкладах у них к этому моменту было более 1 млрд. долларов. Покрыть такую сумму страховой фонд штата оказался не в состоянии. Лишь через много месяцев вкладчики смогли получить назад свои деньги, причем только после того, как законодательные власти штата поручились за обанкротившийся депозитный фонд.

Источник по данным Steve Swartz., «Investigation Detail How Insiders Wrecked S&Ls in Maryland», The Wall Street Journal, March 12, 1986, p.1.

(а) — Инсайдер — лицо, имеющее в силу служебного положения конфиденциальную информацию о делах фирмы. — прим. пер.

оказались перегруженными долгосрочными активами, приносящими низкий процентный доход. В это же самое время федеральное правительство провело дерегулирование процентных ставок по депозитам. Федеральные регулирующие органы вынуждены были пойти на этот шаг, чтобы дать возможность банкам и ссудо-сберегательным институтам вступить в конкуренцию с взаимными фондами денежного рынка, депозитными сертификатами в иностранных банках, а также с другими видами сберегательной деятельности. Многие ссудо-сберегательные институты оказались неспособными в этих условиях приносить прибыль, поскольку средний уровень процентной ставки, которую они получали по своим активам, упал ниже уровня средней процентной ставки, которую они должны были выплачивать по депозитам. Коммерческие банки пострадали в меньшей степени, чем ссудо-сберегательные институты, так как у них сроки погашения активов были как правило короче, однако некоторые банки все-таки столкнулись с серьезными финансовыми трудностями.

Последовавшее в период с 1982 по 1986 годы падение процентных ставок ослабило давление на многие банки и ссудо-сберегательные институты. Они получили возможность понижать процентные ставки, выплачиваемые по депозитам быстрее, чем процентные ставки, которые они получали от своих активов. Кроме этого многие из этих финансовых институтов заменили свои старые закладные с фиксированной процентной ставкой, приносящие сравнительно низкий процентный доход, на новые закладные допускающие корректировку процентного дохода приносящие более высокую норму процента.

## ГОСУДАРСТВЕННОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ БАНКОВСКОЙ СФЕРЫ

С момента возникновения банковского дела нестабильность, вызванная банкротствами отдельных банков, массовыми изъятиями вкладов, риском, сопряженным с проводимой банками политикой частичного резервного покрытия, объективно подталкивала государство к расширению практики регулирования банковского дела. С помощью регулирования государство пытается защитить вкладчиков от финансовых потерь и избежать разрушительных для экономики последствий банкротств банков. К числу трех важнейших типов мероприятий, с помощью которых государство пытается обеспечить надежность и стабильность банковской системы, относятся проведение банковских ревизий, централизованных банковских операций и страхование депозитов.

### Банковские ревизии

Чтобы получить чартер, первые американские банки должны были пройти банковскую ревизию. В те давние времена ревизии осуществлялись государственными банковскими чиновниками. В наши дни ответственность за проведение ревизий несут три федеральных правительственных агентства: Контролер Денежного обращения занимается регулированием деятельности национальных банков, Федеральная Резервная Система инспектирует банковские холдинг-компании и банки штатов, являющиеся членами ФРС, а Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов (ФКСД) осуществляет контроль за деятельностью застрахованных банков, не входящих в Федеральную Резервную Систему. Государственные банковские ревизоры в первую очередь, проверяют состояние дел банков, не застрахованных в ФКСД. Ввиду увеличения числа банковских холдинг-компаний в последнее время, значение регулирующей деятельности Федеральной Резервной Системы значительно возросло по сравнению с деятельностью ФКСД и Контролера Денежного обращения.

В круг задач ревизоров входят выяснение того, владеет ли банк только разрешенными видами активов или нет, правильные ли названия использует банк для регистрации этих активов, а также того, насколько «разумны» суммы, соответствующие этим активам в балансовых отчетах и других документах банка. Ревизоры также проверяют адекватность залогового обеспечения, представленного заемщиками. Если выплата основной суммы ссуды или процентов по ней оказывается просроченной, то обычно ревизоры требуют от банка списания этой ссуды с общей величины заявленных активов. Ревизоры должны убедиться также и в том, что банк проходит аудиторские проверки, осуществляемые как внешними независимыми консультационно-ревизорскими бухгалтерскими фирмами, так и самими высшими служащими банка. Банковские ревизоры также оценивают уровень управленческой деятельности банка и выясняют возможности финансовых злоупотреблений. Так, среди прочих вещей они стараются удостовериться в том, что все депозитные обязательства банка зарегистрированы в отчетной документации, равно как и все прочие финансовые требования, выставленные банку. Ревизоры составляют официальный отчет, который затем предоставляется дирекции банка. Последняя несет ответственность за выполнение содержащихся в отчете рекомендаций. В 1933 году Совет управляющих ФРС получил полномочия отстранять от исполнения служебных обязанностей любого банковского служащего или директора национального банка, чьи рискованные или недобросовестные действия угрожали платежеспособности банка.

Главной целью деятельности института банковских ревизоров является защита вкладчиков путем предотвращения ситуации неплатежеспособности банка. Поскольку вкладчики являются кредиторами банка, основная часть бремени банкротства банка ложится именно на них. Государственная ревизия банков считается необходимой потому, что число вкладчиков настолько велико, что у каждого отдельного вкладчика явно не достает стимулов для того, чтобы заняться оценкой активов банка. Кроме всего прочего, эта задача является чрезмерно сложной и дорогостоящей для отдельных вкладчиков. Современная государственная политика, обязывающая банки оценивать свои ценные бумаги по ценам на момент их приобретения, а не по текущим ценам, также усложнила задачу оценки адекватности банковских активов. Несмотря на то, что роль государства в деле осуществления банковских ревизий в США стала общепризнанной, противники практики государственного регулирования банковского дела утверждают, что частные организации, аналогичные тем, что оценивают облигации муниципалитетов и корпораций, могли бы более квалифицированно оценить надежность банковских активов.

Еще одной необычной формой банковского регулирования является так называемая неожиданная проверка (surprise call). В день проверки банк публикует свой балансовый отчет в местной газете. Чтобы быть готовым к такой ситуации, банк должен постоянно держать свои счета в полном соответствии с требованиями регулирующего агентства, основанными на действующем законодательстве. В дни регулярных проверок банк тоже обязан публиковать свой балансовый отчет.

С самого возникновения банковского дела в качестве одной из своих функций банковские ревизоры настаивали на том, чтобы банки всегда владели некоторыми обязательными резервами. Первоначальная цель введения требований к обязательным резервам состояла в том, чтобы защитить вкладчиков, обязав банки владеть резервами



составляющими некий процент от банковских депозитов и эмитированных банком ценных бумаг. По мнению большинства историков банковского дела, эти законы отражали непонимание сути практики резервного покрытия. В банковской системе, основанной на практике частичного резервного покрытия, банки абсолютно добровольно удерживают некоторые резервы, позволяющие им удовлетворять требования своих клиентов, когда бы последние не пожелали получить из банка металлические или бумажные деньги. Введя законодательные требования к величине обязательных резервов, федеральное правительство и правительства штатов запретили банкам использовать резервы для тех целей, для которых они предназначались самими банками. Сейчас банки должны владеть вторичными резервами для обеспечения собственной ликвидности.

В 1978 году Управление Контролера Денежного обращения открыло Международное Банковское Отделение для осуществления контроля за международными операциями национальных банков. Задачи регулирования и контроля за деятельностью отделений банков, находящихся в зарубежных странах, передаются частично правительству той страны, где расположена главная контора банка, а частично — правительству страны, в которой расположены отделения банка. Правительственные инструкции, касающиеся страхования депозитов, адекватности капитала банка, требований к обязательным резервам, а также банковских ревизий в разных странах достаточно сильно отличаются друг от друга. Иногда высказываются мнения, что зарубежные филиалы осуществляют более рискованные банковские операции, чем банки, действующие в одной стране, что связано с разделением ответственности за контроль над их деятельностью. Находящийся в Швейцарии Банк по Урегулированию Международных финансовых операций недавно образовал Комитет Банковского Регулирования и Надзорной Практики. Задачей этого органа является совершенствование практики международных банковских операций.

### Централизованные банковские операции

Банковские ревизии не защищают вкладчиков от нестабильности, проистекающей из банковской практики частичного резервного покрытия. Для того, чтобы в полной мере это осознать, потребовалось довольно много времени.

Как мы уже выяснили, банки потому потенциально нестабильны, что они владеют резервами, равными лишь части своих депозитов. Думается, что вся система коммерческих банков не смогла бы обратить все депозиты в наличные деньги, если бы все вкладчики вдруг потребовали этого. Несмотря на то, что банковские ревизии пытаются предотвратить банкротства, они не могут решить проблему ликвидности, то есть гарантировать, что банки выплатят всем своим депозиторам наличные деньги. Обеспечение ликвидности банков в периоды кризисов — главная задача центральных банков.

Английский экономист Уолтер Байджот в своей знаменитой книге «Ломбард Стрит», вышедшей в 1874 году, описал способ, которым центральный банк страны может разрешить проблему неликвидности. Именно разрешение этой проблемы было первоначальной функцией центрального банка. Несмотря на то, что преобладающей функцией центрального банка в настоящее время является обеспечение контроля за уровнем безработицы, уровнем цен и процентных ставок, а также за прочими экономическими параметрами, что достигается с помощью кредитно-денежной политики, центральный банк все же сохраняет за собой функцию обеспечения ликвидности банков, терпящих бедствие.

**Обеспечение ликвидности.** Механизм обеспечения ликвидности центральным банком состоит из двух операций, отраженных на Т-счетах 9.3 и 9.4. Представим себе, что некий коммерческий банк столкнулся с ситуацией массового изъятия вкладов. С момента образования Федеральной Резервной Системы банк имеет возможность занять резервные средства в Федеральном Резервном банке. Основная функция центральных банков состоит в кредитовании коммерческих банков. Центральные банки часто называют «банками банков» и «кредиторами на черный день». Как явствует из Т-счета 9.3, коммерческий банк, берущий в долг денежные средства в Федеральном Резервном банке, получает дополнительные резервные средства в обмен на ссуду.

Вторая существенная черта состоит в том, что Федеральный Резервный Акт уполномочил Федеральные Резервные банки выпускать новый тип бумажных денег — банкноты Федерального Резервного банка, которые не подлежат конвертированию в резервные депозиты Федерального Резервного банка. Коммерческий банк, столкнувшийся с массовым изъятием депозитов, может снять дополнительное количество банкнот Федерального Резервного банка со своего депозита в Федеральном Резервном банке, как показано на Т-счета 9.4. Как констатируется в Федеральном Резервном Акте, главной задачей Федеральной Резервной Системы является создание эластичных денег.

Как ледует из Т-счетов 9.3 и 9.4, с помощью Федерального Резервного банка коммерческий банк может получить дополнительные резервные депозиты в Федеральном Резервном банке путем займа, а затем обратить эти депозиты в банкноты Федерального Резервного банка. Получив эти дополнительные банкноты Федерального Резервного банка, коммерческие банки могут обратиться свои собственные депозиты в банкноты Федерального Резервного банка так быстро, как этого пожелают клиенты.

**Опыт 30-х годов.** Хотя заем в центральном банке и представляет собой весьма остроумный способ борьбы с массовым изъятием вкладов, он, тем не менее, не до конца надежен. Несмотря на существование Федеральной резервной Системы, в период с 1929 по 1933 год банковская система США пережила несколько кризисов и в конце концов была практически разрушена. В 1933 году президент Рузвельт объявил о начале «Банковских каникул», закрыв все банки страны.

«Эластичные» деньги — денежная система, позволяющая расширить предложение денег на внутреннем рынке.

**«Банковские каникулы 1933 года»** — семь дней, в течение которых все американские банки были закрыты.

Важным фактором, способствовавшим усилению трудностей во времена Великой Депрессии, было то, что коммерческие банки не увеличили свои займы в степени достаточной для того, чтобы компенсировать массовое изъятие депозитов. В результате, когда количество банкнот Федерального Резервного банка, эмитированных Федеральными Резервными банками, возросло по причине массового изъятия депозитов, последовало значительное сокращение ре-

зервных депозитов коммерческих банков в Федеральных Резервных банках. Несмотря на то, что потерянные банковские резервы можно было компенсировать увеличением займов, этого не произошло. Как мы увидим позже в главе 10, уменьшение банковских резервов влечет за собой сокращение ссуд, инвестиций и депозитов во всей банковской системе.

В период Великой Депрессии руководство ФРС могло самостоятельно удержать банковские резервы от истощения; несмотря на уменьшение ссуд, выдаваемых коммерческим банкам, было возможно «вкчать» в систему дополнительные резервы. Великая Депрессия преподала серьезный урок, показав, что в период кризиса центральный банк сам обязан позаботиться о том, чтобы предложение денег не сокращалось, а не полагаться на то, что банки обратятся к займам. Предупреждая любое сокращение в предложении денег, центральный банк должен также позаботиться и о том, чтобы ни в коем случае не произошло сокращения совокупных активов и пассивов всей банковской системы. Вместо этого, после наступления Великой Депрессии, Федеральная Резервная Система допустила резкое сокращение объема предложения денег в США. Объем предложения денег сократился не только потому, что коммерческие банки уменьшили объемы своих займов в Федеральных резервных банках, но также и потому, что частные лица изымали деньги со своих банковских депозитов, а иностранцы приобретали золото в Соединенных Штатах, поскольку они ожидали, что США откажутся от золотого стандарта и поднимут цену золота в долларах. ФРС не предприняла сколь-нибудь эффективных мер для того, чтобы решить эти проблемы.

## Т-счет 9.3

**Банки, нуждающиеся в дополнительных резервных депозитах, могут занять их у Федеральных Резервных Банков**

| Федеральный Резервный банк |                                       | Коммерческий банк  |                               |
|----------------------------|---------------------------------------|--|-------------------------------|
| Активы                     | Пассивы и собственный капитал         | Активы   | Пассивы и собственный капитал |
| Ссуды<br>+ 1000 долларов   | Резервные депозиты<br>+ 1000 долларов | Балансовый остаток в<br>Федеральном Резервном<br>банке + 1000 долларов | Заем<br>+ 1000 долларов       |

## Т-счет 9.4

**Банки, нуждающиеся в дополнительном количестве банкнот Федерального Резервного Банка, могут снять их со своих резервных депозитов в Федеральном Резервном банке**

| Федеральный Резервный банк |   | Коммерческий банк  |                               |
|----------------------------|---|--|-------------------------------|
| Активы                     | Пассивы и собственный капитал   | Активы   | Пассивы и собственный капитал |
| Без изменений              | Резервные депозиты<br>— 1000 долларов<br><br>Банкноты Федерального<br>Резервного банка<br>+ 1000 долларов | Балансовый остаток в<br>Федеральном Резервном<br>банке — 1000 долларов<br>Банкноты Федерального<br>Резервного банка<br>+ 1000 долларов | Без изменений                 |

В 1984 году роль ФРС в обеспечении банковской ликвидности вновь приобрела особое значение. На этот раз всеобщее беспокойство по поводу того, что некоторые зарубежные страны могут не выплатить задолженность по кредитам, предоставленным им банками США, грозило началом массового изъятия вкладов. Если бы зарубежные страны-должники действительно не заплатили, некоторые банки стали бы неплатежеспособными. Это, в свою очередь, могло привести к тому, что вкладчики начали бы изымать деньги не только из разорившихся банков, но и из банков, на счетах которых не было иностранных кредитов. Если бы такой кризис произошел, от Федеральной Резервной Системы потребовались бы весьма энергичные действия для того, чтобы экономика страны не испытала серьезных потрясений. ФРС должна была бы выдавать ссуды банкам, испытывающим финансовые трудности, а, возможно, прибегнуть и к каким-либо дополнительным мерам.

**Исторические предшественники Федеральной Резервной Системы.** Проведенные недавно исторические исследования обнаружили интересные попытки решить проблему ликвидности банков, проводивших политику частичного резервного покрытия, относящиеся к периоду, предшествующему созданию Федеральной Резервной Системы в 1914 году. Так, в одном случае ассоциации банков-членов расчетной палаты, организованные этими банками для осуществления операций по чековому клирингу, выполняли функции центрального банка. Если какой-либо банк сталкивался с массовым изъятием вкладов, ассоциации предлагали этому банку «ссудные сертификаты расчетной палаты». Эти сертификаты возмещали потерю резервов банка. Банк, находящийся в сложном финансовом положении, мог представить сертификаты расчетной палаты для покрытия неблагоприятных клиринговых балансов и для получения в случае необходимости дополнительного количества денег из расчетной палаты. С помощью этого способа объединялись резервы металлических и бумажных денег всей банковской системы и делали их доступными для банков, испытывающих трудности. Помимо этого достигалось также увеличение общих резервов, поскольку ссудные сертификаты расчетной палаты сами выполняли роль резервов. Несмотря на то, что правомочность выпуска сертификатов расчетной палаты не была нигде и никогда зафиксирована, правительство, тем не менее, не предпринимало мер, направленных на ограничение их выпуска, осознавая, что они помогают избежать финансовых кризисов.

Другой способ борьбы с массовыми изъятиями вкладов до образования Федеральной Резервной Системы состоял в том, что банки сами могли ограничить выплату наличных денег, или губернатор штата, издав соответствующий указ, мог ограничить возможность обращения депозитов в наличные деньги. Ограничение обратимости, осуществляемое таким образом, создавало серьезные неудобства для торговцев, которым нужны были наличные деньги для ведения своих кассовых журналов, а также для предпринимателей, которым наличные деньги были нужны для выплаты заработной платы. Тем не менее банки оставались открытыми для деловых людей; они продолжали ссужать деньги, а оплата могла производиться чеками. Подобное ограничение выплат в форме золотых и серебряных денег было лучше, чем полная бездеятельность, но все-таки это было не столь эффективное решение проблемы ликвидности, как выпуск ссудных сертификатов расчетной палаты<sup>1</sup>.

В годы, непосредственно предшествующие созданию Федеральной Резервной Системы, Казначейство США иногда вмешивалось в деятельность финансовых рынков с тем, чтобы оказать помощь банковской системе. Таков был третий путь реагирования на банковские кризисы. Секретарь Казначейства Лесли М. Шоу, назначенный на этот пост в 1902 году, был ярким сторонником использования возможностей Казначейства для контроля финансовых рынков. В трудные времена, когда банковские резервы уменьшаются относительно банковских депозитов, Казначейство могло облегчить положение, увеличивая размеры государственных депозитов в банках, приобретая государственные облигации, или стимулируя национальные банки к увеличению количества банкнот национальных банков, находящихся в обращении. Секретарь Казначейства Л. Шоу осуществлял вмешательства своего ведомства в деятельность финансовых рынков с целью сделать более умеренным вход в фазу сжатия делового цикла и сгладить сезонные колебания. В период небольшого спада, наступившего в 1902 году, он заявил, что его действия предотвратили банковскую панику.

В периоды банковских кризисов 1893 и 1907 годов рост обеспокоенности общественности по поводу очень большого количества выпущенных ссудных сертификатов расчетных палат, а также продление временного прекращения денежных выплат в монетах из драгоценных металлов, привели к образованию Федеральной Резервной Системы. Простым людям было трудно понять, почему банковская система регулируется не правительством, а частными расчетными палатами; кроме того, продление временного прекращения денежных выплат в металлических деньгах из драгоценных металлов ассоциировалось в сознании людей с наступлением банковского кризиса. С образованием Федеральной Резервной Системы контроль за деятельностью банков в периоды банковских кризисов перешел в руки федерального правительства. Полного согласия по поводу того, что это была перемена к лучшему, нет до сих пор, хотя Федеральная Резервная Система сейчас пользуется широкой общественной поддержкой. До сих пор высказывается мнение, что люди, непосредственно заинтересованные в сохранении целостности банковской системы, скорее всего справились бы с задачей контроля над этой системой более успешно, чем те, кто осуществляет этот контроль, исходя из политических соображений, зависящих от тактики государственного регулирования. Если бы банки сохранили в собственных руках контроль за ликвидностью во время Великой Депрессии (в период с 1929 по 1933 годы), ошибочных мер Федеральной Резервной Системы можно было бы избежать.

<sup>1</sup> См. Oliver M. Spargue, History of Crises under the National Banking System, Senate Document Number 538, 61st Cong., 2nd sess. National Monetary Commission, 1910; William G. Dewall, The National Monetary Commission, A Look Back, Journal of Money, Credit and Banking 4 (November 1972), pp. 930—936.

## Страхование депозитов

Образование **Федеральной Корпорации по Страхованию Депозитов (ФКСД)** в 1934 году обычно считается самым важным этапом в развитии банковского законодательства с момента создания **Федеральной Резервной Системы**. Идея страхования депозитов пережила первые неудачные попытки внедрить ее в нескольких штатах. Закон о Надежности Денежных фондов учредил систему страхования депозитов штата Нью-Йорк еще в 1829 году. Закон обязывал банки в момент продления банковских чартеров присоединиться к специально созданному долевого фонду, созданному для защиты депозиторов и держателей банкнот.

**Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов** — занимается страхованием всех банков, относящихся к **Федеральной Резервной Системе**, а также ряда других депозитных учреждений.

Хотя этот фонд помог осуществить расчет с кредиторами банков в период депрессии конца 1830-х годов, для этого ему понадобилось прибегнуть к финансовой помощи правительства штата. В пяти других штатах с 1829 по 1858 годы также действовали системы страхования депозитов. Много лет спустя, после того, как банки пережили серьезнейшие трудности во время банковского кризиса 1907 года, еще восемь штатов попытались осуществить идею страхования депозитов. Эти системы страхования предполагали проведение регулярных банковских ревизий с тем, чтобы не допустить ситуации, при которой вполне эффективно управляемые банки выплачивали бы высокие страховые

взносы, идущие на возмещение потерь, проистекающих от рискованных банковских операций, проводимых банками, управление которыми велось недостаточно осторожно. Ни один из этих планов не просуществовал сколько-нибудь длительное время.

Когда была организована **Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов**, все банки, входящие в **Федеральную Резервную Систему**, обязаны были в нее вступить. Остальные коммерческие и взаимные сберегательные банки могли по своему желанию обратиться в **ФКСД** с просьбой о вступлении; большинство из них так и поступили. Однако в 1985 году более 400 банков штатов функционировали без страхования своих депозитов. Некоторые банки не подлежат страхованию потому, что не соответствуют минимальным требованиям **ФКСД**. Отделения иностранных банков пополняют число незастрахованных банков, поскольку у них нет депозитов, подлежащих страхованию. Остальные незастрахованные банки выбрали позицию неприсоединения для того, чтобы избежать затрат, сопряженных со страхованием. Страховой взнос, необходимый для вступления в **ФКСД**, составляет 1/12 от каждого процента общих банковских депозитов, хотя в отдельные периоды времени более половины этого взноса возвращается банкам. В соответствии с правилами страхования, **ФКСД** страхует депозиты любого частного лица или фирмы в любом банке на сумму до 100.000 долларов.

**ФКСД** — не единственное агентство, занимающееся страхование депозитов. **Федеральная Корпорация по Страхованию Ссудо-сберегательных Ассоциаций (ФКССА)** занимается страхованием депозитных счетов ссудо-сберегательных ассоциаций и других сберегательных банков. **Национальный Фонд Страхования Кредитных Союзов** страхует счета кредитных союзов. Эти три федеральных агентства осуществляют страхование 99% всех депозитов в Соединенных Штатах. Кроме этого, финансируемые штатами корпорации занимаются страхованием депозитов банков, получивших чартер от правительства штата, а в отдельных штатах — и ссудо-сберегательных ассоциаций.

В 1989 году Конгресс США принял Закон о Реформе Финансовых Институтов, в соответствии с которым система федерального страхования депозитов была реорганизована. **ФКССА** была упразднена. Вместо нее под эгидой **ФКСД** были созданы специализированные отдельные страховые фонды для страхового обслуживания банков и ссудо-сберегательных институтов.

**ФКСД и банкротства банков.** **ФКСД** может оказать помощь банкам, испытывающим финансовые трудности, одним из трех способов: (1) она может провести слияние банка, испытывающего трудности, с другим, более сильным банком; (2) она может позволить банку пройти через банкротство, а затем выплатить депозиторам максимальную сумму страхового вознаграждения; (3) она может поручиться за этот банк, перечислив на его счета определенную сумму денег.

В большинстве случаев **ФКСД** проводила слияния впускающих опасения банков с другими банками. Раньше это приводило к стопроцентному страховому возмещению несмотря на установленный предел в 100.000 долларов, поскольку банк, поглощавший другой банк, принимал на себя все депозитные обязательства поглощаемого банка, а **ФКСД** возмещала потери по переходящим активам. С недавних пор владельцы депозитов, превышающих 100.000 долларов, делят убытки от перевода банковских активов в равных пропорциях с **ФКСД**. Это сделано для того, чтобы способствовать более тщательной оценке крупными вкладчиками степени надежности своих банков. Руководство **ФКСД** прибегает к слиянию банков всякий раз, когда это слияние способствует сохранению нормального банковского обслуживания в данном районе. **ФКСД** считает, что слияние банков обходится дешевле, чем ликвидация банка, находящегося на грани банкротства. Помимо этого, таким образом руководству **ФКСД** удастся избежать увеличения страховых взносов.

Вторая мера, применяемая **ФКСД** по отношению к разорившемуся банку, состоит в том, что **ФКСД** ликвидирует этот банк и выплачивает каждому вкладчику сумму страховки в размерах не более 100.000 долларов. Именно таким образом **ФКСД** закрыла очень крупный банк «Пенн Сквэр» в штате Оклахома в 1982 году. Эта мера оказалась абсолютно неожиданной для вкладчиков этого банка, владевших крупными депозитными сертификатами. Данные рис. 9.1 свидетельствуют о том, что с 1982 по 1984 годы руководство **ФКСД** закрыло таким образом довольно боль-

**Количество банков, закрытых ввиду переживаемых ими финансовых затруднений и суммы убытков ФКСД за период с 1970 по 1985 года.**

На этом рисунке приведены данные о количестве банков, закрытых в период с 1970 по 1985 год, а также данные о том, как именно они были ликвидированы. Лишь незначительное число из общего числа закрытых банков было незастраховано в ФКСД. Их количество определяется как разность между общим количеством закрытых банков и количеством банков, депозиты которых были полностью выплачены ФКСД, а также количеством банков, подвергнутых принудительному слиянию, процесс которого финансировался ФКСД.

| Год  | Закрытые банки |                            | Количество банков, депозиты которых выплатила ФКСД | Количество банков, принудительно слитых с более сильными банками | Совокупные убытки ФКСД (тыс. долл) |
|------|----------------|----------------------------|--|--|------------------------------------|
|      | количество     | общие депозиты (тыс. долл) |  |  |                                    |
| 1970 | 8              | 55.229                     | 4  | 3  | 272                                |
| 1971 | 6              | 132.058                    | 5  | 1  | 193                                |
| 1972 | 3              | 99.784                     | 1  | —  | 1.840                              |
| 1973 | 6              | 971.296                    | 3  | 3  | 70.680                             |
| 1974 | 4              | 1.575.832                  | —  | 4  | 823                                |
| 1975 | 14             | 340.574                    | 3  | 10   | 18.815                             |
| 1976 | 17             | 865.659                    | 3  | 13   | 6.932                              |
| 1977 | 6              | 205.208                    | —  | 6  | 2.523                              |
| 1978 | 7              | 854.154                    | 1  | 6  | 6.327                              |
| 1979 | 10             | 110.696                    | 3  | 7  | 9.052                              |
| 1980 | 10             | 216.300                    | 3  | 7  | 33.538                             |
| 1981 | 10             | 3.826.022                  | 2  | 8  | 582.233                            |
| 1982 | 42             | 9.908.379                  | 7  | 35   | 1.251.369                          |
| 1983 | 48             | 5.441.608                  | 9  | 39   | 1.465.315                          |
| 1984 | 79             | 2.883.162                  | 16   | 63   | 495.753                            |
| 1985 | 120            | 8.059.441                  | 29   | 91   | 710.333                            |

Источник: Federal Deposit Insurance Corporation, 1985 Annual Report, pp. 61, 68.

Рис. 9.1

шое количество банков. Подобная практика вызвала волну критики по поводу чрезмерно высоких затрат, необходимых для абсолютной защиты вкладчиков в процессе осуществления слияний банков.

Вместо того, чтобы подвергать банк, испытывающий финансовые трудности, процедуре принудительного слияния или ликвидации, ФКСД может выступить в качестве поручителя за этот банк. Так, в 1984 году ФКСД поручилась за гигантскую «Континентл Бэнк энд Траст Кампани в Чикаго». Эта мера была ответной реакцией на массовые переводы депозитов из «Континентл» в другие банки. Для того, чтобы остановить эти изъятия вкладов, ФКСД объявила, что она выступает абсолютным гарантом всех депозитов банка. Руководство ФКСД посчитало, что только предоставление таких гарантий может с уверенностью обеспечить нераспространение финансовых проблем «Континентл» на другие банки, а затем и на всю экономику в целом. Замедление процесса изъятий вкладов из «Континентл» привело к тому, что уменьшилось давление на ликвидные активы этого банка, что защитило банк от неплатежеспособности. ФКСД выступила поручителем за «Континентл Иллинойз», выкупив очень большое количество его просроченных ссуд и вложив в банк 1 миллиард долларов наличными, что сделало ФКСД главным держателем акций «Континентл Иллинойз». ФКСД провела серьезные изменения в механизме управления банком, а также осуществила серьезные изменения в кадровом составе высшего руководства банка, затронувшие и Совет директоров.

Согласно утверждениям руководства ФКСД, поручительство за банк может стоить меньше, чем принудительное слияние; лишь очень немногие банки идут на добровольное приобретение крупных «нездоровых» банков. Опоненты практики поручительства заявляют, что эта мера благоприятствует одним лишь крупным банкам и дает им явные незаслуженные преимущества перед небольшими банками.

**Функционирование ФКСД.** ФКСД была создана после того, как страну потрясло небывалое количество банкротств банков во времена Великой Депрессии. Страхование депозитов преследовало две главные цели: во-первых, защитить вкладчиков от финансовых потерь, и, во-вторых, предотвратить массовое изъятие вкладов, сняв

обеспокоенность клиентов банка по поводу безопасности своих вкладов, проявляющуюся с особой силой в тех случаях, когда банк испытывает финансовые затруднения.

На протяжении многих лет ФКСД успешно обеспечивала стабильность банковской системы. Со времени Второй Мировой войны и вплоть до 1981 года, число банкротств банков резко перевалило через десяток в год, а депозиторы фактически не несли никаких убытков. После 1982 года положение радикальным образом изменилось. Как явствует из данных, приведенных на рис. 9.1, число закрытых банков резко возросло в период между 1982 и 1985 годами, а убытки ФКСД превысили и в 1982, и в 1983 году 1 миллиард долларов. В 1985 году количество банкротств банков достигло 120, хотя большинство банков-банкротов было расположено лишь в нескольких штатах, в экономике которых преобладало сельское хозяйство и нефтепереработка. Помимо всего вышеперечисленного, ФКСД классифицировала 110 банков как «проблемные» банки; эта оценка была сделана экспертами ФКСД исходя из анализа их финансового состояния.

Многочисленные банкротства банков стимулировали появление нескольких проектов реформ банковского дела. Критически настроенные эксперты утверждают, что ФКСД не следует упорствовать в продолжении своей политики абсолютного (полного) страхования депозитов путем принудительного слияния банков-банкротов (с более «здоровыми» банками — прим. пер.) или путем поручительства; ряд экспертов рекомендовал даже сократить страховую компенсацию и установить ее на уровне ниже 100.000 долларов. Согласно этой точке зрения, страхование депозитов должно быть направлено в первую очередь на то, чтобы защитить неискушенных вкладчиков, которые в силу объективных причин оказываются не в состоянии оценить уровень риска, на который потенциально готов пойти их банк. Уменьшение страховых лимитов до уровня значительно более низкого, чем установленная сейчас сумма в 100.000 долларов, могло бы способствовать достижению этой цели, поскольку депозиты вкладчиков, имеющих весьма туманное представление о банковском деле, едва ли могут даже приблизиться к этой сумме. Страхование крупных депозитов имеет сугубо отрицательные последствия, поскольку оно освобождает крупных вкладчиков от необходимости оценивать надежность банка, в который они вносят свои депозиты. Подобная страховая практика побуждает инвесторов в крупные депозитные сертификаты вкладывать свои деньги в тот банк, который предлагает им самую высокую процентную ставку, причем на надежность банка они вправе уже просто не обращать никакого внимания.

ФКСД подвергалась резкой критике за то, что она требует со всех банков внесения единого унифицированного страхового взноса, абсолютно не учитывая при этом различий в уровне риска банковских операций, проводимых тем или иным банком. Оппоненты ФКСД утверждают, что подобная политика ФКСД вдохновляет банкиров на осуществление неоправданно рискованных банковских операций. Они выступили с предложением ввести дифференцированные ставки страхования депозитов. Конгресс США поручил ФКСД рассмотреть это предложение. Несмотря на то, что измерение банковского риска и отражение его в сумме страхового взноса сопряжено с многими сложностями, меры такого плана сами по себе заставляют банкиров быть куда более осмотрительными.

ФКСД может понести серьезные убытки в случае массовых банковских банкротств, а это, в свою очередь, может повлиять на величину страховых взносов. Все эти обстоятельства привели к усилению дискуссии о крайней желательности введения так называемого исторического подхода к калькуляции (банковских) затрат — оценке банковских ценных бумаг по ценам на момент их приобретения, а не по текущим рыночным ценам. «Исторический» подход к калькуляции банковских затрат позволяет банкам продолжать осуществление реальных операций с собственным капиталом, который приобрел бы отрицательное значение, если бы активы оценивались по текущим рыночным ценам. Возможное банкротство банков такого рода может стоить ФКСД очень больших денег. Между тем, простое временное приостановление их банковских операций могло бы избавить ФКСД от убытков подобного рода.

Проводимая в настоящее время ФКСД «политика предоставления информации» обязывает банки публиковать в своих ежегодных отчетах стоимостные объемы ссуд, не приносящих процентного дохода. Начиная с 1986 года ФКСД еженедельно публикует названия банков и фамилии банковских служащих, к которым были приняты какие-либо меры. Эти меры направлены на то, чтобы заинтересовать банки в проведении более осмотрительной и осторожной ссудной политики, и, тем самым, уменьшить убытки ФКСД путем сокращения числа банковских банкротств. Совет Управляющих ФРС не поддержал политику предоставления информации столь же рьяно, как ФКСД. Руководство ФРС опасается, что рассекречивание банковской информации может стимулировать массовое изъятие депозитов из банков, не отличающихся отменным финансовым здоровьем, что, разумеется, отнюдь не убавит количество проблем, стоящих перед ФРС.

Что касается выполнения ФКСД особого рода «психологической» функции, суть которой состоит в предупреждении массового изъятия депозитов путем их страхования, то и она также вызывает определенные сомнения. Как мы уже отмечали, одной из первоначальных целей образования ФРС было предотвращение массовых изъятий депозитов. Нет никакой нужды вновь повторять ошибки, некогда уже совершенные во времена Великой Депрессии.

**Исторический подход к калькуляции (банковских) затрат** — оценка банковских инвестиций по ценам на момент осуществления, а не по текущим ценам.

**«Политика предоставления информации»** — Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов обязывает банки предоставлять в ее распоряжение информацию о ссудах, не приносящих банку прибыли, а также публикует в средствах массовой информации названия банков и фамилии служащих, к которым были приняты какие-либо меры административного воздействия.

первоначальных целей образования ФРС было предотвращение массовых изъятий депозитов. Нет никакой нужды вновь повторять ошибки, некогда уже совершенные во времена Великой Депрессии.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Система частичного банковского резервного покрытия постоянно сталкивается с проблемой ликвидности, поскольку в этой ситуации банки владеют резервами, только части своих депозитов. Несмотря на это банки с частичным резервным покрытием могут успешно функционировать, поскольку приток наличных денег и резервов обычно компенсируется оттоком наличных денег и резервов. Цепная реакция банковских банкротств, падение цен на ценные бумаги, а также массовое изъятие вкладов приводят к банковским кризисам. В случае одновременного банкротства нескольких банков начинается массовое изъятие депозитов, поскольку люди теряют уверенность в безопасности своих депозитов. Когда затем банки продают ценные бумаги для того, чтобы получить наличные деньги, необходимые им для выплаты депозитов, цены на ценные бумаги падают, вызывая новую волну банкротства банков.

2. Ссуды, вероятность погашения которых невелика, должны быть исключены из списка активов банка, что приведет к уменьшению собственного капитала банка. Наличие достаточно большого количества ссуд подобного рода может стать причиной неплатежеспособности банка. Помимо потерь в активах, причиной банкротства банка может стать неликвидность и убытки от основной деятельности.

3. Три федеральных агентства делят между собой ответственность за осуществление ревизий банков: Федеральная Резервная Система, Контролер Денежного Обращения и Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов. Ревизоры тщательно изучают банковские отчетные документы для того, чтобы пресечь функционирование неплатежеспособных банков и вскрыть наличие возможных злоупотреблений, а также разного рода нежелательной практики банковского дела.

4. Деятельность центрального банка представляют собой еще один способ достижения стабильности банковской системы. Центральные банки оказывают помощь коммерческим банкам, столкнувшимся с массовыми изъятиями депозитов, ссужая им резервы, необходимые для компенсации депозитных потерь. Таким образом банки избегают необходимости продавать с убытками свои долгосрочные активы.

5. Федеральная Резервная Система была изначально создана для того, чтобы ссужать деньги банкам и поддерживать эластичное предложение наличных денег во время кризисов ликвидности. ФКСД не только защищает вкладчиков от финансовых потерь, но и выполняет своего рода «психологическую» функцию — предотвращая массовые изъятия депозитов. В последние годы практика страхования депозитов подвергается критике за то, что она снижает заинтересованность вкладчиков в оценке надежности банков, в которых они держат свои депозиты; при этом и у банкиров появляется склонность к неоправданному риску.

### Термины для повторения

Полное (сто процентное) резервное покрытие

Частичное резервное покрытие

Исторический подход к калькуляции (банковских) затрат

Резервы на возмещение потерь по ссудам

Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов

«Политика предоставления информации»

«Эластичные» деньги

«Банковские каникулы 1933 года»

Неплатежеспособный банк

Банковский кризис или паника

### Вопросы для повторения

1. Почему нестабильны банки, имеющие частичное резервное покрытие?
2. Что вызывает массовое изъятие депозитов?
3. В чем состоят преимущества банковской системы с частичным резервным покрытием перед банковской системой с полным резервным покрытием?
4. Как центральный банк помогает коммерческим банкам решить проблемы, возникающие в результате массового изъятия депозитов?
5. Как бы вы оценили следующие альтернативные методы решения проблемы массового изъятия банковских депозитов:
  - 1) временное прекращение выплат в форме металлических денег;
  - 2) федеральное страхование депозитов;
  - 3) создание центрального банка?
6. Каким образом потери от основной деятельности сокращают собственный капитал банка?
7. Какими методами ревизоры банков защищают интересы вкладчиков?
8. Как банки становятся неплатежеспособными и терпят банкротства?
9. Что было причиной банковских банкротств в 70-е и 80-е годы?
10. Каким образом ФКСД содействует стабильности банковской системы?

### Темы для обсуждения

1. Обсудите следующее высказывание: «До тех пор, пока активы банков остаются надежными, не следует бояться банковской нестабильности».
2. Допустим, что Мексика не возвратила предоставленные ей огромные кредиты, что вызвало банкротство нескольких банков США. Что может предпринять Федеральная Резервная Система для предотвращения распространения банковского кризиса на всю банковскую систему?
3. Некоторые эксперты утверждают, что увеличение страховой компенсации в 1980 году с 40.000 долларов до 100.000 долларов было ошибочным. Обсудите это.
4. Каждый год банковские ревизоры обсуждают несколько случаев мошенничества и весьма часто в этих ситуациях закрывают банк. Объясните, почему они принимают именно такое решение.
5. Предположим, что вы хотите вложить 1 миллион долларов в депозитные сертификаты. Абсолютно неизвестный вам банк предлагает вам очень высокую процентную ставку по депозиту. Согласитесь ли вы с этим предложением, или воспользуетесь услугами банка, о котором вы располагаете подробной информацией?



---

# СОЗДАНИЕ ДЕПОЗИТОВ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМОЙ

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Сравнить различные способы, которыми банк может увеличить депозиты.**
- 2. Объяснить, как ФРС может увеличивать общие резервы банковской системы путем покупки ценных бумаг у населения.**
- 3. Показать, как банковская система в целом может увеличить объем депозитов в степени в несколько раз большей, чем любое увеличение резервов.**
- 4. Объяснить роль наличных денег, избыточных резервов и нечековых депозитов в процессе, называемом созданием денег.**
- 5. Обсудить изменение избыточных резервов с течением времени.**

В главах 4—9 нами рассмотрена роль банков как финансовых посредников. В настоящей главе рассматривается функция банков как источника денег для экономики. В этой главе, которая завершает наше обсуждение функционирования банковской системы, основное внимание сосредоточено на процессе «создания» денег, или, проще, на производстве денег.

В прошлом, одни лишь коммерческие банки могли «производить» M1, параметр-измеритель денежной массы, который и обсуждается в этой главе. Сейчас ссудо-сберегательные институты стали более похожи на коммерческие банки, т. к. и они стали предлагать вклады до востребования или чековые депозиты, главный компонент денежной массы M1, и после утверждения Закона о Контроле за Денежным Обращением 1980 года, соблюдают те же резервные требования, что и коммерческие банки. Коммерческие банки продолжают выступать в роли держателей основной массы чековых депозитов, но поскольку она расширяется, так как ссудо-сберегательные учреждения также оперируют этими депозитами, то и они участвуют в процессе производства денег на той же основе, что и коммерческие банки. Таким образом, когда идет речь о действиях банка в связи с производством денег, то вполне правильно читать «банки и сберегательные учреждения» или «все депозитные институты».

## ОТКУДА «ПРИХОДЯТ» ДЕПОЗИТЫ

В ходе рассмотрения коммерческих банков и сберегательных учреждений, мы узнали, что их депозиты постоянно меняются. Сегодня банк получает депозиты, на следующий день он их снова теряет. Откуда же в действительности происходят эти депозиты? Наше изучение банковской функции производства денег мы начнем со сравнения четырех способов, которыми банк может получить депозиты.

### Принятие депозита в виде чека

Наиболее общим способом, которым банк получает депозиты, является способ, когда клиент вкладывает чек, выписанный на другой банк. Предположим, клиент «Первого банка» вкладывает в него чек на 1000 долларов, выписанный на какой-то другой банк. Как мы видели в главе 5, чек клирингуется таким образом, что на кредите резервного счета «Первого банка» обозначается сумма 1000 долларов и такое же количество обозначается на дебете другого банка. Результат показан на T-счете 10.1

| T-счет 10.1               |                                     |                                       |                                     |
|---------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
| «Первый банк»             |                                     | «Второй банк»                         |                                     |
| Активы                    | Пассивы и собственный капитал банка | Активы                                | Пассивы и собственный капитал банка |
| Резервы +1000<br>долларов | Депозиты +1000<br>долларов          | Резервы —1000<br>долларов             | Депозиты —1000<br>долларов          |
| Все Банки                 |                                     |                                       |                                     |
| Активы                    |                                     | Пассивы и собственные капиталы банков |                                     |
| Резервы — без изменений   |                                     | Депозиты — без изменений              |                                     |

| T-счет 10.2               |                                     |                                       |                                     |
|---------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|
| «Первый банк»             |                                     | «Второй банк»                         |                                     |
| Активы                    | Пассивы и собственный капитал банка | Активы                                | Пассивы и собственный капитал банка |
| Резервы +1000<br>долларов | Депозиты +1000<br>долларов          | Резервы —<br>без изменений            | Депозиты —<br>без изменений         |
| Все Банки                 |                                     |                                       |                                     |
| Активы                    |                                     | Пассивы и собственные капиталы банков |                                     |
| Резервы +1000 долларов    |                                     | Депозиты +1000 долларов               |                                     |

Отличительная черта этого процесса клирингования состоит в том, что в результате не изменяется ни общее количество депозитов, ни общее количество резервов банковской системы. Клиринг просто перемещает как депозиты, так и резервы из одного банка в другой.

### Принятие депозита в виде наличности

Банк может получить депозиты вторым способом — путем вложения в него наличности. Предположим, что владелец небольшой пиццерии, расположенной по соседству от банка, вкладывает 1000 долларов, представляющих собой ежедневную выручку, в «Первый банк». Как мы уже видели в главе 5, вклад в виде наличных денег зачитывается как резервы, следовательно такая сделка воздействует на «Первый банк» точно так же, как и в том случае, когда клиент вкладывает чек. Однако, на этот раз никакой другой банк не теряет резервы. Таким образом, вклад в виде наличных денег увеличивает совокупные резервы и общее количество депозитов всех банков, что и показано на Т-счете 10.2.

### Выдача ссуд

Банк также может увеличить свои депозиты путем выдачи ссуды. Предположим, что некая фирма уведомила «Первый Банк» о том, что она желает получить 10.000 долларов в соответствии с договоренностью о предоставлении кредита (по кредитной линии) для выплаты еженедельной зарплаты. «Первый Банк» делает две новые записи в

| Т-счет 10.3  |                                     | «Первый банк»                         |                                     | «Второй банк» |  |
|--|-------------------------------------|---------------------------------------|-------------------------------------|---------------|--|
| Активы   | Пассивы и собственный капитал банка | Активы                                | Пассивы и собственный капитал банка |               |  |
| Кредиты: +10000<br>долларов                          | Депозиты: +10000<br>долларов        | Резервы: без<br>изменений             | Депозиты: без<br>изменений          |               |  |
| Все Банки  |                                     |                                       |                                     |               |  |
| Активы   |                                     | Пассивы и собственные капиталы банков |                                     |               |  |
| Резервы: — без изменений<br>Кредиты: +10000 долларов |                                     | Депозиты: +10000 долларов             |                                     |               |  |

своих книгах. Первая запись делается на стороне активов, и в ней записывается ссуда фирме. Другая запись делается на стороне пассивов, где записывается факт кредитования фирмы с вклада до востребования размером 10.000 долларов. Это приводит, как показано на Т-счете 10.3, как к увеличению общих размеров депозитов в «Первом Банке», так и общих размеров депозитов всех банков. В данный момент совершенная операция никак не воздействует на другой банк. (Позже мы рассмотрим случай, когда фирма выплачивает зарплату своим рабочим, которые вкладывают чеки в другие банки).

**Кредиты (ссуды) и резервы.** Заметим, что «Первый Банк» поддерживает свой балансовый отчет в равновесии, создавая новые активы (ссуды или кредиты) таким образом, чтобы они уравнивались новыми пассивами (депозитами). Банк делает это без прямой записи на другие статьи активов. Однако другие активы, называемые банковскими резервными счетами, играют вполне реальную роль при производстве депозитов через ссуды. Закон требует от банка поддерживать резервы на определенном обязательном уровне по отношению к депозитам.

| Т-счет 10.4   |                                     | «Первый Банк» |                                     | «Второй Банк» |  |
|---|-------------------------------------|---------------|-------------------------------------|---------------|--|
| Активы  | Пассивы и собственный капитал банка | Активы        | Пассивы и собственный капитал банка |               |  |
| Резервы: 20000 долларов<br>из них:<br>требуемые: 10000 долларов<br>избыточные: 10000 долларов | Депозиты: 20000 долларов            |               |                                     |               |  |
| «Второй Банк»   |                                     |               |                                     |               |  |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал банка |               |                                     |               |  |
| Резервы   | 10000 долларов                      | Депозиты      | 200000 долларов                     |               |  |

Банк может выдавать ссуду, создающую депозит, только тогда, когда он является держателем денежных средств, превышающих указанные резервные требования.

Рассмотрим для примера два банка в Т-счете 10.4. В этом примере мы предполагаем, что уровень обязательных резервов равен 5%, что весьма близко к действительной ставке по чековым депозитам коммерческих банков и сберегательных учреждений США. Этот Т-счет показывает, что «Первый Банк» держит 200.000 долларов в виде депозитов и 20.000 долларов в виде резервов.

## 10.1 Из практики банковского дела

### ИЗБИТОЧНЫЕ РЕЗЕРВЫ И РЫНОК ФЕДЕРАЛЬНЫХ ФОНДОВ.

В обычных примерах, приводимых в пособиях и руководствах, банк должен держать избыточные резервы для того, чтобы выдавать ссуды. В реальном мире, однако, дело обстоит несколько сложнее. Дело в том, что ФРС в действительности не требует от банков поддержания необходимого уровня обязательных резервов по отношению к общему объему депозитов в каждый конкретный момент времени, отчасти потому, что рынок федеральных фондов позволяет банкам обмениваться фондами друг с другом в пределах своего округа.

На практике, вместо того, чтобы контролировать банковские резервы каждый день, ФРС делает это с двухнедельными интервалами. Для каждого двухнедельного периода, оканчивающегося в среду, каждый банк обязан содержать среднее количество резервов, соответствующее его среднему количеству депозитов — в двухнедельном периоде, оканчивающемся в предыдущий понедельник. Усреднение резервов таким образом означает, что банк вполне может производить ссуды, которые уменьшают его резервы ниже требуемой нормы, если у банка есть полная уверенность в том, что он сможет приобрести позже нужные ему обязательные резервы, которые и обеспечат требуемое резервное покрытие на протяжении отчетного двухнедельного периода. Банку, таким образом, отнюдь не нужно иметь избыточные резервы в своем рапорте именно в тот день, в который он намерен выдать ссуду.

Банк, который позволяет своим резервам временно спускаться

ниже требуемого обязательного уровня в результате предоставления кредита, может восстановить их путем сделок на рынке федеральных фондов. Это делается одним из следующих двух способов.

Во-первых, банк может оперировать так называемыми продажами федеральных фондов — резервами, которые банк отдает в однодневную ссуду другим банкам, имея их в своих книгах в качестве вторичных резервов. Он может восстановить свои собственные резервы, просто не возобновляя ссуду на следующий день. Левая сторона балансового отчета банка будет, таким образом, показывать увеличение резервов и уменьшение в продаже федеральных фондов.

Во-вторых, банк может увеличить свои управляемые пассивы — покупки федеральных фондов — путем взятия в кредит резервных фондов на один день у других банков. Увеличение покупок федеральных фондов приведет соответствующий рост резервов на стороне активов балансового отчета.

Хотя рынок федеральных фондов дает возможность каждому отдельному банку выдавать ссуды, даже если он и не имеет избыточных резервов в данный момент, избыточные резервы, тем не менее, играют важную роль в способности банковской системы в целом расширять кредитную практику. Общее количество избыточных резервов в системе воздействует на величину процентной ставки, назначаемой по однодневным кредитам, то есть на ставку, по федеральным фондам.

Если банковская система в це-

лом будет обладать достаточным уровнем избыточных резервов, то многие банки будут энергично продавать федеральные фонды и лишь немногие из них будут жадно искать возможность их приобрести. В этих условиях ставка по федеральным фондам будет падать. Зная это, даже индивидуальный банк, не имеющий избыточных резервов, будет чувствовать себя достаточно свободно, предоставляя ссуды, так как он может дешево приобрести обязательные резервы.

С другой стороны, если система в целом содержит ограниченное количество избыточных резервов, то лишь весьма небольшое количество банков будут энергично продавать федеральные фонды и многие из них будут упорно стараться купить их. Это будет поднимать ставку по федеральным фондам. Банки, нуждающиеся в избыточных резервах, будут весьма нерешительно предоставлять ссуды, опасаясь издержек, сопряженных с займами обязательных резервов на рынке федеральных фондов. Банки, которые действительно держат федеральные фонды, также не будут торопиться предоставлять кредиты, так как в противоположность первым они могут получить хорошую норму процентного дохода, продавая федеральные фонды.

В итоге, мы видим, что формула «нет избыточных резервов — нет ссуд» чрезмерно упрощает положение каждого отдельного банка. В реальном мире более точная формула звучит так: «высокая ставка по федеральным фондам — маленькое количество ссуд».

Однако 10.000 долларов составляют величину **обязательных резервов**; остальная сумма есть **избыточные резервы**. Именно их этих избыточных резервов банк и может безопасно для себя создать новые депозиты размером 10.000 долларов путем выдачи ссуды на эту сумму.

Банк обязан держать избыточные резервы в количестве, равном величине ссуд, которые он планирует выдать, так как он обязан быть готовым к тому, чтобы погасить чеки, выписанные на вновь созданные депозиты. Люди редко берут деньги в кредит под проценты и просто добавляют их к бездействиющему остатку на вкладе. Как только за-

емщик у «Первого Банка» производит выплаты с нового депозита, например, для заработной платы, или для каких-либо еще целей, чек будет вложен или обменен на наличность в другом банке; другой банк представит чек для инкассации, и избыточные резервы «Первого Банка» перейдут в новое место где-нибудь в банковской системе.

Приведенные для сравнения данные по «Второму Банку», также показанные на Т-счете 10.4, говорят о том, что он не содержит избыточных резервов. Он полностью исчерпал свои кредитные возможности. Если он попытается создать новые депозиты размером в 10.000 долларов путем выдачи ссуды в 10.000 долларов, он увидит, что его резервы будут полностью истощены, когда заемщик выпишет чек на полученную сумму кредитов.

На практике банк, не имеющий избыточных резервов, может осуществлять несколько более гибкую политику, чем показано в этом примере. Если он реально хочет произвести кредитование, он может получить резервы, в которых нуждается, путем займа на рынке федеральных фондов у другого банка, который имеет избыточные резервы. (Эта роль рынка федеральных фондов объяснена во врезке 10.1 «Из практики банковского дела»). Однако, основной принцип не меняется. Существование избыточных резервов остается необходимым условием для расширения депозитов путем производства кредитования. Рынок федеральных фондов просто позволяет банкам передавать избыточные резервы друг другу в своем кругу.

### Расширение депозитов путем операций на открытом рынке

Банк может приобрести новые депозиты четвертым способом — путем **операций на открытом рынке**, проводимых Федеральной Резервной системой. ФРС может купить ценные бумаги федерального правительства у населения (покупка на открытом рынке) или продать эти ценные бумаги населению (продажа на открытом рынке). Эти операции влияют как на общее количество депозитов, так и на общее количество резервов банковской системы.

Т-счет 10.5 показывает воздействие покупки на открытом рынке на сумму 100.000 долларов у частных дилеров. Это увеличивает активы ФРС на сумму 100.000 долларов. ФРС производит оплату ценных бумаг путем телеграфного перевода, переводя платежное поручение в тот банк, где дилер держит свой счет; в нашем случае пусть это будет «Первый Банк». При этом оказывается, что: 1) ФРС кредитовала «Первый Банк» резервными счетами на сумму 100.000 долларов; 2) «Первый Банк» обязан кредитовать депозит до востребования дилера такой же суммой. Созданные таким образом резервные депозиты появляются в банковских книгах как активы, а у ФРС — как пассивы.

Заметим, что 100.000 долларов в новых резервах, которые получает «Первый Банк», не возникают за счет уменьшения резервов других банков. Эта сумма представляет собой приращение к общему количеству резервов банковской системы. 100.000 долларов, вновь переведенные на счет дилера, к тому же, добавляются к общему количеству депозитов банковской системы.

**Обязательные резервы** — доля (в процентах) банковских депозитов и других пассивов, полученных из других источников, которые должны содержаться в форме кассовой наличности или депозитов в Федеральном Резервном банке.

**Избыточные резервы** — банковские резервы, превышающие количество, требуемое по закону.

**Операции на открытом рынке** — покупка или продажа государственных ценных бумаг Федеральной Резервной Системой для осуществления контроля над финансово-экономическими условиями.

| Т-счет 10.5                       |   |                                   |                               |
|-----------------------------------|---|-----------------------------------|-------------------------------|
| ФРС                               |   | «Первый Банк»                     |                               |
| Активы                            | Пассивы и собственный капитал           | Активы                            | Пассивы и собственный капитал |
| Ценные бумаги<br>+100000 долларов | Резервные депозиты:<br>+100000 долларов | Резервы:<br>+100000 долларов      | Депозиты:<br>+100000 долларов |
| Другие банки                      |   | Все коммерческие банки            |                               |
| Активы                            | Пассивы и собственный капитал           | Активы                            | Пассивы и собственный капитал |
| Резервы:<br>без изменений         | Депозиты:<br>без изменений              | Резервы:<br>+100000 дол-<br>ларов | Депозиты:<br>+100000 долларов |

Некоторым людям представляется таинственным (а, возможно, и скандальным) то обстоятельство, что ФРС может покупать ценные бумаги у населения, платя за них из пассивов, которые ФРС производит «из воздуха». Как можно избавиться от этого? Врезка «Перспективы 10.1» рассеивает все тайны и сомнения относительно того, чем занята ФРС. Банки, деловые фирмы и частные лица делают совершенно аналогичные вещи постоянно. Нетипичной

единственной чертой ФРС является только то, что банк может содержать ее пассивы в качестве банковских резервов. Депозиты в других коммерческих банках и сберегательных учреждениях не могут служить им для этих целей.

### Сравнение источников депозитов

Сейчас мы рассмотрели четыре возможных источника новых депозитов для банковской системы. Каждый отдельный банк обладает возможностью по своему балансовому отчету следить за ростом депозитов, поступающих из любого источника. Однако, с точки зрения экономики как единого целого, различные источники депозитов оказывают гораздо более разноплановые эффекты на банковскую систему, что и демонстрируют примеры с Т-счетами.

— Когда банк увеличивает свои депозиты путем вклада в виде чека, выписанного на другой коммерческий банк, то общее количество депозитов в банковской системе не изменяется, а также не происходит изменения и в общем количестве резервов банковской системы.

— Когда банк увеличивает свои депозиты путем вклада наличности, то увеличивается как общая сумма депозитов, так и общая сумма резервов банковской системы.

— Когда банк увеличивает свои депозиты путем выдачи ссуд, то общая сумма депозитов банковской системы возрастает, а общая сумма резервов — нет. Увеличение резервов происходит только в том случае, если банковская система обладает избыточными резервами.

— Когда банк увеличивает свои депозиты через операции ФРС на открытом рынке, то общее количество депозитов в банковской системе увеличивается, как и общее количество резервов банковской системы; эта ситуация аналогична случаю вклада в виде наличности.

Все сценарии расширения и сужения депозитов, далее обсуждаемые в этой главе, будут строиться на комбинации этих четырех типов сделок.

## МУЛЬТИПЛИКАТИВНОЕ РАСШИРЕНИЕ БАНКОВСКИХ КРЕДИТОВ И ДЕПОЗИТОВ

Фундаментальное свойство банковской системы в целом заключается в том, что она может расширять депозиты путем многократного увеличения любых новых резервов, которые она получает, даже в том случае, когда индивидуальный банк не может путем предоставления ссуд расширить депозиты в количестве большем, чем избыточные резервы данного банка. Уменьшение в общем количестве банковских резервов приводит к тому, что мультипликативно сокращаются депозиты. Этот раздел главы объясняет мультипликативное расширение и сокращение депозитов.

**Мультипликативное расширение** — расширение депозитов путем многократного увеличения любых новых резервов, получаемых банковской системой в целом.

Для освещения главных принципов в этом разделе главы сделаны определенные упрощения:

— Только чековые депозиты отражаются в правой части балансового отчета банка.

— Чековые депозиты являются единственной формой денег; мы полностью игнорируем наличные деньги.

— Все депозиты должны отвечать единому требованию к резервам; уровень обязательных резервов равен 5%.

В дальнейшем мы ослабим эти ограничительные предложения.

### Первый шаг: выдача ссуды

Процесс начинается, когда банк «А» получает депозит 1.000 долларов в результате операций на открытом рынке. Это увеличит обязательные резервы банка на 50 долларов, а избыточные резервы банка на 950 долларов, как показано на Т-счете 10.6. Банк «А» в действительности не желает держать избыточные резервы, так как они не приносят процентного дохода. Банк немедленно рассматривает варианты для того, чтобы вложить фонды так, чтобы они работали.

| Т-счет 10.6   |                | Банк «А»                      |                |
|---------------|----------------|-------------------------------|----------------|
| Активы        |                | Пассивы и собственный капитал |                |
| Резервы       | +1000 долларов | Депозиты:                     | +1000 долларов |
| из них:       |                |                               |                |
| обязательные: | +50 долларов   |                               |                |
| избыточные:   | +950 долларов  |                               |                |

В качестве одного из способов добиться этого, банк может отдать 950 долларов в ссуду. Он кредитует это количество на счет заемщика, но фонды долго не останутся на этом счете. Заемщик выпишет чек на счет, и, когда чек инкассируется, 950 долларов покинут балансовый отчет банка «А». Заметим, однако, что (а это является ключевым моментом) банк «А» в действительности не утрачивает первоначальный вклад размером 1.000 долларов, как не те-

## 10.1 Перспективы

### ДВА СПОСОБА ПОКУПКИ БАНАНОВ

Пусть однажды вам очень захотелось бананов. Ваш «портфель активов» не содержит бананов в данный момент, и вы намереваетесь их приобрести. Как вы помните, вы можете приобрести любой актив, включая и бананы, двумя способами.

Первый путь состоит в том, чтобы обменять бананы на другой актив. При этом подходе, вы возьмете долларовую банкноту из своего кармана, отдадите ее клерку в гастрономическом магазине и выйдете оттуда с пучком бананов, как показано на Т-счете «А».

Т-счет «А»  
«Вы»

Активы Пассивы и собственный капитал

| Наличность | Без изменений |
|------------|---------------|
| 1 доллар   |               |
| Бананы:    |               |
| 1 пучок    |               |

Увы, вы не нашли доллара в своем кармане. По счастливой случайности, вы можете приобрести актив и вторым способом: путем выпуска пассива. При этом подходе, вы подбираете долларовую банкноту, которую ваш това-

рищ, по комнате оставил в кухонном шкафу и заменяете ее выписанной от руки распиской (знаком), — «долговым обязательством на 1 доллар». Затем вы идете в магазин за вашими бананами. Т-счет «В» показывает конечный результат этой операции.

Т-счет «В»  
«Вы»

Активы Пассивы и собственный капитал

|          |                         |
|----------|-------------------------|
| Бананы:  | Долговые обязательства: |
| +1 пучок | +1 доллар               |

Таким образом, мы продемонстрировали, что ФРС не является единственным субъектом, кто может приобрести активы простым росчерком пера. Любой может так сделать. Вы так же можете сделать это, когда вы выписываете долговое обязательство. Банк действительно делает так, когда он предоставляет ссуду. Не может быть ничего проще.

Ваши возможности выпускать пассивы реально отличаются от возможностей ФРС только в одном отношении. Закон разрешает банкам владеть пассивами ФРС,

используя их в качестве резервов, но вам не разрешают поступать также с вашими пассивами. Однако простое изменение в законодательстве может разрешить эту проблему. Конгресс может просто внести такую поправку в Закон о Федеральных Резервах так, что банк сможет держать либо наличность, либо депозиты в ФРС, либо ваши долговые обязательства в качестве резервов.

Это изменение в законодательстве мгновенно превратит вас в некоего финансового супергероя. Вы сможете представлять ваши долговые обязательства непосредственно в супермаркет. Универмаг, зная, что его банк встретит ваше долговое обязательство с уважением, охотно его примет. Ваше долговое обязательство фактически будет законно обращаться на равных правах с банкнотами ФРС. Вы становитесь эмитентом, денежная база увеличивается, а общая масса денег в стране растет.

Это — замечательный способ покупки бананов. Придя к этому заключению, вы подумаете, а почему, скажем бананы, а не «БМВ»? Почему не ...?

ряет он и 50 долларов обязательных резервов, которые поддерживают его. Банк теряет только депозит в 950 долларов, созданный посредством предоставления ссуды, и соответствующие 950 долларов избыточных резервов.

Если банк «А» инвестирует свои избыточные резервы в ценные бумаги, а не в предоставление ссуды, то результат будет таким же. Банк «А» заплатит дилеру за купленные бумаги путем телеграфного перевода. ФРС кредитует резервный счет банка дилера количеством средств, равным размеру покупки, и дебитует (произведет вычет) резервный счет банка «А» на такую же сумму. Результат будет выглядеть также, как и при клиринге чека: банк «А» сохранит первоначальный депозит в 1.000 долларов и соответствующие 50 долларов обязательных резервов, но потеряет избыточные резервы на сумму 950 долларов.

Т-счет 10.7

Банк «В»

Активы

Пассивы и собственный капитал

|               |                  |           |               |
|---------------|------------------|-----------|---------------|
| Резервы:      | +950 долларов    | Депозиты: | +950 долларов |
| из них:       |                  |           |               |
| обязательные: | +47,50 долларов  |           |               |
| избыточные:   | +902,50 долларов |           |               |

### Начало мультипликативного расширения

Сейчас мы перенесем наше внимание на банк «В», который получил чек или телеграфный перевод, выписанный на банк «А», размером 950 долларов. Т-счет 10.7 демонстрирует воздействие этого на балансовый отчет банка «В». Его депозиты возрастают на 950 долларов. При требованиях к обязательным резервам, равным 5%, 47,50 долларов в виде резервов должны поддерживать такое возрастание депозитов. Оставшиеся 902,50 долларов являются избыточными резервами.

Таким же образом, как и банк «А», банк «В» быстро переведет избыточные резервы в приносящие процент активы путем выдачи ссуд или производства инвестиций. Если банк «В» поступит таким образом, то он потеряет 902,50 долларов в виде избыточных резервов, уступив их какому-нибудь следующему банку, но сохранит первоначальный депозит в 950 долларов и 47,50 долларов в виде обязательных резервов, которые поддерживают указанные депозиты.

В этот момент процесс мультипликативного расширения депозитов уже начался. Операции Федеральной Резервной Системы на открытом рынке дадут первоначальному дилеру ценных бумаг депозит 1.000 долларов. Эта сумма остается в книгах банка «А». Но теперь книги банка «В» также отражают депозит размером в 950 долларов. Общая сумма депозитов банковской системы увеличилась на 1.950 долларов или в 1,95 раза от суммы операции на открытом рынке и на этом процесс не прекращается.

### Следующие циклы

Теперь, пусть некий банк «С» получил депозит размером 902,50 долларов. Общая сумма новых депозитов доходит до 2.852,50 долларов. Далее, банк «С» имеет 857,37 долларов в виде избыточных резервов (902,50 долларов минус 5% обязательных резервов). Ссуда или инвестиции переведут эту сумму (857,37 долларов) на депозит в банк «Д», увеличивая общую сумму депозитов до 3.709,87 долларов.

Механизм воздействия модели проявился. Таблица 10.1 суммирует результаты дальнейших циклов расширения. Каждый банк передает дальше сумму, равную 95% того, что он получает в виде депозитов, оставляя 5% в виде обязательных резервов. После десяти циклов, депозиты возрастут до 8.025,20 долларов. После гипотетически бесконечно большого числа циклов, общее количество депозитов во всех банках возрастает до 20.000 долларов, в 20 раз превышая первоначальное количество депозитов, образовавшееся в результате операции на открытом рынке.

### Мультипликативное расширение депозитов

В таблице показаны первые десять циклов расширения депозитов и конечный результат для упрощенной банковской системы, основанный на первоначальной инъекции новых резервов на сумму 1.000 долларов через операции на открытом рынке. Таблица предполагает наличие уровня обязательных резервов в 5%. Каждый банк, получающий депозит, обязан добавлять к своим обязательным резервам 5% от полученной суммы. Остаток становится избыточными резервами, которые предстоит отдать в ссуду. Когда заемщик выписывает чек на сумму полученного кредита, то следующий по очереди банк получает депозиты. В конце концов с течением времени все избыточные резервы истощаются, а депозиты расширяются до 20.000 долларов.

| Банк                   | Вложенная сумма<br>(доллары) | Ссуды или инвестиции<br>(доллары) | Сохранено в качестве (а)<br>резерва (доллары) |
|------------------------|------------------------------|-----------------------------------|---|
| первый                 | 1000,00                      | 950,00                            | 50,00   |
| второй                 | 950,00                       | 902,50                            | 47,50   |
| третий                 | 902,50                       | 857,37                            | 45,13   |
| четвертый              | 857,37                       | 814,50                            | 42,87   |
| пятый                  | 814,50                       | 773,77                            | 40,73   |
| шестой                 | 773,77                       | 735,08                            | 38,69   |
| седьмой                | 735,08                       | 698,33                            | 36,75   |
| восьмой                | 698,33                       | 663,41                            | 34,92   |
| девятый                | 663,41                       | 630,24                            | 33,17   |
| десятый                | 630,24                       | 598,73                            | 31,51   |
| Всего для 10 банков:   | 8025,20                      | 7623,93                           | 401,27  |
| Прочие банки:          | 11947,80                     | 11376,07                          | 598,73  |
| Всего для всех банков: | 20000,00                     | 19000,00                          | 1000,00                                       |

(\*) — предполагая, что резервные требования равны 5% от деп. зитов.)

Рис. 10.1.

### Мультипликатор «депозиты-к-резервам»

Последняя колонка таблицы 10.1 дает различные варианты процесса расширения. Вместо роста депозитов в каждом цикле, она отражает часть первоначальных 1.000 долларов в новых резервах, «используемых» в качестве обязательных резервов. Расширение продолжается до тех пор, пока все 1.000 долларов новых резервов не будут



использованы этим способом (в качестве обязательных резервов). Таким образом, отношение общего количества новых депозитов к общему количеству новых резервов равно соответствующей норме обязательных резервов. В форме уравнения имеем:

$$\Delta D = \frac{\Delta R}{r} \quad (10.1)$$

В этом уравнении  $\Delta$  символизирует «изменения в»,  $D$  — чековые депозиты,  $R$  — резервы,  $r$  — уровень обязательных резервов. Это уравнение дает мультипликатор «депозиты-к-кредитам» для упрощенной экономической модели.

## ФАКТОРЫ, ОГРАНИЧИВАЮЩИЕ РАСШИРЕНИЕ ЧЕКОВЫХ ДЕПОЗИТОВ

В действительности чековые депозиты расширяются с увеличением резервов намного меньше, чем предсказывает уравнение 10.1. Уравнение 10.1 предполагает только один тип депозитов. Рассмотрим теперь банковскую систему, которая содержит как чековые, так и срочные, и сберегательные депозиты. Это существенно изменяет наши предположения, так как параметр  $M1$  включает чековые депозиты, но по определению не содержит сберегательных и срочных депозитов. К тому же, резервы имеют и другие варианты использования, нежели обеспечение чековых депозитов; например, такие, как наличность, которую держат за пределами банков, избыточные резервы, а также обеспечение таких типов депозитов, как сберегательные и срочные, по которым наличие резервов является также обязательным. Увеличение любого альтернативного использования резервов уменьшит возможное мультипликативное расширение чековых депозитов. Рассмотрим возможное воздействие каждого фактора.

**Мультипликатор «депозиты-к-резервам»** — показывает общее количество новых депозитов, возможных при данном количестве новых резервов, банковской норме резервов, заданном коэффициенте «наличность — депозиты населения» и других, относящихся к этому факторам.

### Отток наличности

Расширение банковских ссуд и депозитов ведет обычно к некоторому увеличению количества наличных денег, обращающихся за пределами банков. Когда ссуды и кредиты расширяются, некоторые лица, получившие чеки от заемщиков банка, обменивают их на наличность, а не вкладывают их. Кроме того, если рассматривать деловой займ, осуществленный с целью выплаты заработной платы, то очевидно, что многие занятые будут изымать именно наличные деньги при реализации полученных чеков.

Процентная доля общего количества сделок, финансируемых наличными деньгами тех, которые финансируются чеками, влияет на способы совершения платежей потребителями. Спрос на наличные деньги претерпевает большие сезонные колебания в течение года. На рисунке 10.2 показано, что количество наличности, находящееся в обращении, возрастает перед Рождеством и другими праздниками, когда дополнительное количество наличности используется для финансирования покупок и путешествий. После праздников, количество наличности в обращении уменьшается, так как наличные деньги снова вкладываются в коммерческие банки, которые, в свою очередь, возвращают их в Федеральные Резервные банки.

Отток наличности существенно понижает способность банков создавать депозиты. Вследствие того, что наличные деньги в форме кассовой наличности банка учитываются в качестве обязательных резервов, то изъятие наличности из банка непосредственно сокращает его резервы. Формула расширения для чековых депозитов ( $D$ ), принимая во внимание возможное расширение наличных денег, находящихся в обращении, имеет вид:

$$\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{r + c} \quad (10.2)$$

Переменная ( $C$ ) в знаменателе уравнения 10.2 представляет собой процентную долю добавочных чековых депозитов, которые население желает держать в виде наличности. При норме 39%, например, население желает держать в виде наличности 39 долларов на каждые дополнительные 100 долларов, которые они держат на чековых счетах. Если чековые депозиты расширяются на 100 долларов, то 39 долларов будут изъяты из резервов (кассовой наличности) коммерческих банков.

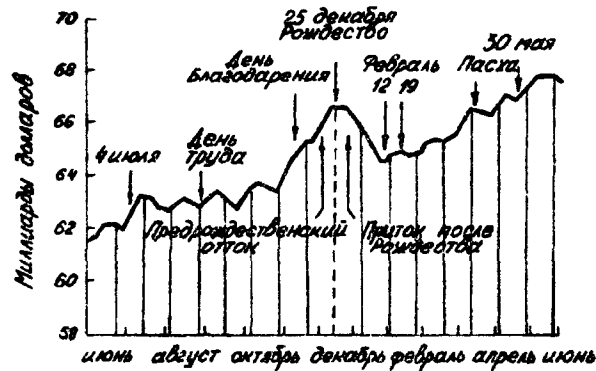
Заметим, что и числитель и знаменатель уравнения 10.2 отличаются от числителя и знаменателя в уравнении 10.1. В уравнении 10.2 параметр  $C$  представляет собой наличность, находящуюся вне банка. Параметр  $R$  равен сумме кассовой наличности и резервов, вложенных в Федеральные Резервные банки. Числитель  $R + C$  дает величину денежной базы. Денежная база состоит из общего количества денег в экономике, которые можно использовать в качестве банковских резервов. Наличность, находящаяся в обращении вне банка, нельзя использовать в качестве банковских резервов, но можно использовать в качестве денежной базы.

В уравнении 10.2 покупки ФРС, проводимые на открытом рынке, увеличивают, а продажи, производимые на открытом рынке, уменьшают величину денежной базы. Выбор, сделанный населением, относительно того, хранить им наличность или депозиты, воздействует на пропорцию деления денежной базы между ее двумя компонентами. Например, как раз перед Рождеством население обменивает на наличность большое количество чеков, повышая

**Денежная база** — банковские резервы (кассовая наличность и депозиты в Федеральных Резервных банках) плюс наличность, обращающаяся вне банка. Любой тип денег, который можно использовать как банковские резервы, представляет собой денежную базу.

### Типичные сезонные колебания наличности, находящейся в обращении

Сумма наличных денег, находящихся в обращении, увеличивается по мере того, как растет экономика, но не с постоянным темпом. Существуют предсказуемые сезонные колебания этого роста вокруг некоего тренда, как и показано на этом графике. В те дни, когда люди отправляются в путешествия — День Независимости, День Труда, День Благодарения — объемы наличных денег на руках увеличиваются.



Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, The Federal Reserve System, Purposes and Functions, 6th ed. (Washington, D. C., 1974), p. 46.

Рис. 10.2

количество наличности, обращающейся вне банка ( $C$ ) и понижает количество банковских резервов ( $R$ ). Изъятие наличных денег не только истощает кассовую наличность банка, но и заставляет банк заказывать больше наличных денег в ФРС, уменьшая тем самым свои резервные депозиты.

Если уровень обязательных резервов в уравнении 10.2 составляет 5%, а отношение наличности к чековым депозитам составляет 39%, то покупки на открытом рынке размером 1.000 долларов увеличат денежную базу до 1.000 долларов и расширят депозиты до 2.273 долларов.

$$2273 \text{ долларов} = \frac{1000 \text{ долларов}}{0.05 + 0.39}$$

Это гораздо меньше, чем расширение размером в 20.000 долларов, основанное на допущении, что оттока наличности нет. Из 1.000-долларового увеличения величины денежной базы, лишь 114 долларов — 5% увеличения чековых депозитов размером 2.273 долларов — остается в качестве банковских резервов. Сумма оттока в наличность, которая находится на руках у населения, составляет 886 долларов — 39% увеличения чековых депозитов.

### Избыточные резервы

Второй тип утечек из процесса создания чековых депозитов имеет место, когда расширяются избыточные резервы. Банки склоняются к тому, чтобы держать на постоянном уровне соотношение избыточных резервов к чековым депозитам. Эти избыточные резервы делают процесс инкассации чека более удобным; поэтому очевидно, что банки желают держать все большее количество избыточных резервов по мере того, как возрастает долларовая сумма инкассируемых чеков. После Второй Мировой войны вместо увеличения, произошло уменьшение общего количества избыточных резервов банков по отношению к их чековым депозитам. (Мы обсудим такое снижение в последней части этой главы). Однако, на краткосрочных временных интервалах ожидается, что банки будут продолжать держать большее количество избыточных резервов в тех случаях, когда их чековые депозиты расширяются. Это приводит к сокращению резервов, пригодных для расширения банковских кредитов, инвестиций и депозитов. Используя символ ( $e$ ) для обозначения процентной доли тех чековых депозитов, которые банки желают держать в качестве своих избыточных резервов, получим уравнение расширения чековых депозитов:

$$\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{r + c + e} \quad (10.3)$$

Если банк поддерживает отношение избыточных резервов к чековым депозитам на уровне 1% (то есть желает держать 1 доллар дополнительных избыточных резервов в расчете на каждые 100 долларов дополнительных чековых депозитов), то расширение общего количества чековых депозитов в результате операции на открытом рынке на сумму в 1.000 долларов, доведет общую сумму прироста чековых депозитов до 2.222 долларов:

$$2222 \text{ долларов} = \frac{1000 \text{ долларов}}{0.05 + 0.39 + 0.01}$$

### Резервы, обеспечивающие неличные срочные вклады на срок и обязательства по евровалюте

Расширение чековых депозитов обычно стимулирует увеличение в объеме как сберегательных, так и срочных депозитов, обслуживание которых требует резервов. Это обстоятельство, в свою очередь, ослабляет эффект мультипликативного расширения как чековых депозитов, так и банковского кредита. Неличные срочные депозиты со сроком погашения менее 1 1/2 года, а также пассивы в форме евровалют требуют наличия обязательных резервов, хотя это требование не распространяется на другие типы сберегательных и срочных депозитов или другие типы кредитов. Когда происходит увеличение предложения денежной массы, некоторые вкладчики предпочитают владеть именно такими типами вкладов, а не увеличивать остатки на своих чековых депозитах, так как по срочным и сберегательным вкладам выплачивается более высокий процент.

Пусть  $t$  представляет собой желаемое отношение совокупности срочных и сберегательных депозитов, которые требуют наличия обязательных резервов, к чековым депозитам. Также пусть  $r'$  — требования к уровню обязательных резервов для этих сберегательных и срочных депозитов. Уравнение для расширения чековых депозитов примет вид:

$$\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{(r + c + e) + r't} \quad (10.4)$$

В 1986 году к срочным и сберегательным депозитам применялось 3%-ное обязательное резервное покрытие. Если отношение совокупности тех сберегательных и срочных депозитов, для которых требуются обязательные резервы, к чековым депозитам составляло в этот момент 100%, то, согласно оценке, общее расширение чековых депозитов, являющееся результатом операции на открытом рынке на сумму 1.000 долларов, равно 2.083 долларов:

$$2083 \text{ долларов} = \frac{1000 \text{ долларов}}{0.05 + 0.39 + 0.01 + (0.03)(1.00)}$$

### Расширение чековых депозитов по сравнению с расширением совокупных депозитов банковской системы

Рост отношения совокупности сберегательных и срочных депозитов, требующих наличия обязательных резервов, к сумме чековых депозитов препятствует расширению чековых депозитов. Однако, как увеличение совокупных депозитов банковской системы (чековых плюс сберегательные и срочные), так и увеличение общих кредитов и инвестиций банков, будет возрастать в одинаковой пропорции с ростом указанного отношения. Это происходит потому, что по сберегательным и срочным депозитам должен поддерживаться уровень обязательных резервов, равный 3%, в то время как по чековым депозитам он держится на уровне, близком к 5%. Например, в уравнении 10.4 при заданном приросте денежной базы ( $\Delta R + \Delta C$ ), равном 1.000 долларов, и при допущении, что прирост сберегательных и срочных вкладов, по которым необходимы обязательные резервы, в точности равен приросту чековых депозитов, величина прироста чековых депозитов оказывается равной 2.083 доллара, величина прироста сберегательных и срочных депозитов составляет 2.083 доллара, а величина прироста совокупных депозитов равна 4.166 долларов (2.083 доллара плюс 2.083 долларов). Если предположить, что отношение совокупности сберегательных и срочных депозитов, для которых наличие резервов обязательно, к чековым депозитам равно 200%, то знаменатель в уравнении будет равен 0,51, а не 0,48 ( $0,05 + 0,39 + 0,01 + (0,03)/(2,00)$ ) вместо ( $0,05 + 0,39 + 0,01 + (0,03)/(1,00)$ ). В результате произойдет расширение чековых депозитов в меньшей степени: на 1.961 доллар (1.000 долларов / 0,51); увеличение количества сберегательных и срочных депозитов произойдет на величину, в два раза большую, чем эта сумма, то есть будет равно 3.933 долларов; общее количество депозитов возрастет на 5.883 долларов (1.961 доллар + 3.922 долларов). Вместе с большим увеличением общего количества депозитов, банковские кредиты также будут расширяться более стремительно.

### Мультипликатор параметра M1

Уравнение 10.4 описывает мультипликатор чековых депозитов. Преобразуя его, мы можем получить мультипликатор для параметра M1. В нашем примере, чековые депозиты  $\Delta R$  расширяются на 2.083 доллара. Наличие, находящаяся в обращении за пределами банка, которую мы добавляем к чековым депозитам для того, чтобы вычислить M1, увеличивается до 812 долларов (39% от расширения чековых депозитов). Таким образом, M1 расширяется на 2.895 долларов. Отношение увеличения M1 к увеличению денежной базы ( $\Delta M1(\Delta R + \Delta C)$ ) называется мульт-

типликатором  $M1$  или нормой расширения. В этом примере темп расширения равен 2,89. Увеличение в денежной базе рассчитывается для управления регулирования процессом мультипликативного расширения только на один месяц.<sup>1</sup>

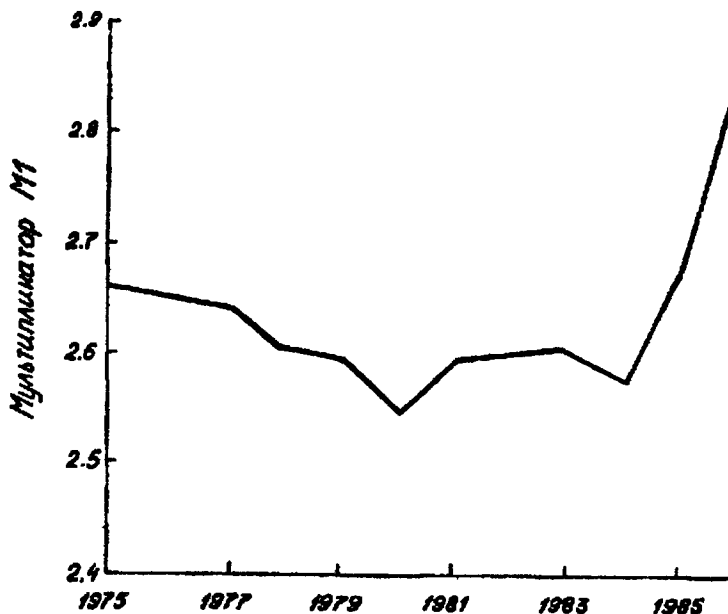
**Мультипликатор  $M1$**  — расширение суммы чековых депозитов и массы денег как величины, кратной увеличению денежной базы.  
**Скорректированная денежная база** — величина денежной базы, пересчитанная исходя из предположения о постоянстве требований к обязательным резервам.

На рисунке 10.3 показано, что в период с 1976 по 1986 год величина мультипликатора  $M1$  для США колебалась между 2,54 и 2,86. В процессе расчета мультипликатора  $M1$ , в знаменатель коэффициента мы поместили так называемую величину **скорректированной денежной базы** вместо нескорректированной<sup>2</sup>. Скорректированная денежная база — величина денежной базы, пересчитанная исходя из предположения о постоянстве требований к обязательным резервам. Сокращение нормы обязательных резервов, очевидно, увеличивает величину скорректированной денежной базы; увеличение нормы резервов уменьшает скорректированную денежную базу.

рованную денежную базу.

#### Мультипликатор $M1$ , 1976—1986 гг.

График показывает колебания мультипликатора  $M1$  на протяжении последнего десятилетия. Колебания в величине денежного мультипликатора связаны с колебаниями в массе наличных денег, находящихся на руках у населения, а также в размерах нечековых депозитов; важны также колебания избыточных резервов, находящихся в руках банков. Тот факт, что денежный мультипликатор в действительности не очень сильно колеблется от года к году, означает, что ФРС путем осуществления регулирующих мероприятий над величиной денежной массы, вполне в состоянии реализовывать довольно жесткий контроль над общим количеством денег, находящихся в обращении.



Источник: Research Department, Federal Reserve Bank of St. Louis.

Рис. 10.3

<sup>1</sup> «Elements of Timing, and Response in the Balance Sheet of Banking, 1953—1955», Journal of Finance 12 (May 1957), pp. 238—255.

<sup>2</sup> Расчет мультипликатора  $M1$  основывается на уравнении 10.4, в котором знаменатель коэффициента является нескорректированным — прим. автора.

Изменение величины мультипликатора  $M1$ , представленное на рис. 10.3, является особенно важным, поскольку оно показывает являются ли изменения в  $M1$  результатом проведения определенной кредитно-денежной политики ФРС или же результатом обстоятельств, на которые ФРС повлиять не в силах. Весьма небольшие изменения в величине мультипликатора  $M1$  в течение одного года указывают на то, что эти изменения в  $M1$  явились преимущественно результатом кредитно-денежной политики. С другой стороны, большие по величине изменения мультипликатора  $M1$  показывают, что они вызваны действием тех факторов, над которыми ФРС практически не имеет контроля; речь идет о коэффициенте, показывающем отношение наличности к чековым депозитам населения и о коэффициенте, показывающем отношение избыточных резервов к чековым депозитам банков.

## ПОВЕДЕНИЕ ИЗБЫТОЧНЫХ РЕЗЕРВОВ

Влияние денежно-кредитной политики на величину предложения денег и кредита зависит от того, держат ли коммерческие банки дополнительные резервы в качестве избыточных или, напротив, используют их для расширения кредитов и депозитов. Если дополнительные резервы аккумулируются в качестве избыточных резервов, то экспансионистская кредитно-денежная политика не предполагает увеличения предложения денег или осуществления дополнительных мер по стимулированию экономики.

### Избыточные резервы в последние годы

На рис. 10.4 приведены данные об общем количестве резервов, количестве обязательных резервов и количестве избыточных резервов всех депозитных институтов США за период с 1965 года по 1986 год. Поскольку Федеральные Резервные банки увеличивали общее количество резервов, то коммерческие банки расширяли свои кредиты, инвестиции и депозиты, увеличивая, таким образом, и величины обязательных резервов. Процесс накопления избыточных резервов вследствие несогласия банков осуществлять их инвестирование не представляет собой особой проблемы в течение всего периода после Второй Мировой войны.

### Общие обязательные и избыточные резервы депозитных институтов США, 1965—1986 гг.

(в млрд. долларов)

В таблице показано изменение избыточных резервов относительно общего количества резервов за период с 1965 г. по 1986 г. С 1965 г. по 1977 г. величина избыточных резервов сокращалась, несмотря на рост общего количества резервов. Это отражало увеличение процентных ставок, которое привело к росту альтернативной стоимости содержания избыточных резервов. С 1982 г. избыточные резервы возрастали отчасти потому, что упала норма процента, а отчасти вследствие изменений правил ФРС, касающихся методики подсчета резервов.

| Данные на декабрь | Общие резервы | Обязательные резервы | Избыточные резервы | Доля избыточных резервов в общих резервах (в %) |
|-------------------|---------------|----------------------|--------------------|---|
| 1965              | 15,840        | 15,417               | 0,423              | 2.7%  |
| 1966              | 15,835        | 15,496               | 0,339              | 2.1   |
| 1967              | 17,237        | 16,862               | 0,375              | 2.2   |
| 1968              | 18,136        | 17,710               | 0,426              | 2.3   |
| 1969              | 18,421        | 18,135               | 0,286              | 1.6   |
| 1970              | 19,309        | 19,060               | 0,249              | 1.3   |
| 1971              | 20,547        | 20,365               | 0,182              | 0.9   |
| 1972              | 22,614        | 22,331               | 0,283              | 1.3   |
| 1973              | 23,624        | 23,321               | 0,303              | 1.3   |
| 1974              | 24,858        | 24,599               | 0,259              | 1.0   |
| 1975              | 24,996        | 24,730               | 0,266              | 1.1   |
| 1976              | 25,544        | 25,270               | 0,274              | 1.1   |
| 1977              | 26,574        | 26,385               | 0,189              | 0.7   |
| 1978              | 27,854        | 27,622               | 0,232              | 0.8   |
| 1979              | 29,146        | 28,704               | 0,442              | 1.5   |
| 1980              | 30,990        | 30,476               | 0,514              | 1.7   |
| 1981              | 32,187        | 31,868               | 0,319              | 1.0   |
| 1982              | 34,413        | 33,913               | 0,500              | 1.5   |
| 1983              | 36,155        | 35,594               | 0,561              | 1.6   |
| 1984              | 39,509        | 38,657               | 0,852              | 2.2   |
| 1985              | 45,612        | 44,554               | 1,058              | 2.3   |
| 1986              | 55,647        | 54,270               | 1,377              | 2.5   |

Источник: Economic Report of the President, January 1987, p. 322.

Рис. 10.4

Данные таблицы на рис. 10.4 показывают, что с 1965 по 1977 год избыточные резервы коммерческих банков США уменьшались, несмотря на произошедшее увеличение общего количества резервов. Это уменьшение спроса на избыточные резервы произошло отчасти из-за расширения рынка федеральных фондов и других источников получения займов. Как отмечено во врезке «10.1 Из практики банковского дела», потребность в хранении избыточных резервов уменьшилась потому, что получение резервов в кредит упростилось. Рост ставки процента в период с 1965 по 1981 год также содействовал падению спроса на избыточные резервы. Высокая ставка процента побуждала банки осуществлять продажу федеральных фондов (отдавать в кредит избыточные резервы, которые они держат в Федеральном Резервном банке) и инвестировать их в другие краткосрочные ценные бумаги, а не хранить избыточные резервы, которые вообще не приносят процента. Рост размеров банков, возможно, также содействовал уменьшению величины избыточных резервов. Крупные банки обычно содержат меньшую долю средств избыточных резервов по отношению к общему количеству резервов, чем мелкие банки.

В 1968 году изменение в содержании «Инструкции Д», произведенное ФРС и затрагивающее калькуляцию требований к обязательным резервам, позволило банкам сократить размеры своих избыточных резервов. Начиная с этого года, каждый банк самостоятельно рассчитывал свои обязательные резервы на текущую неделю, исходя из среднего объема депозитов, которые банк держал двумя неделями раньше. Для того, чтобы скалькулировать действительные резервы, банк брал за основу величину кассовой наличности, которую он держал две недели тому назад, вкуче со средними балансовыми остатками в Федеральном Резервном банке, приходящимся на текущую неделю. В дополнение, банки имели право переносить на следующую «резервную неделю» избыток или дефицит обязательных резервов, в размере до 2% от величины обязательных резервов. Ввиду того, что банкам была облегчена процедура определения обязательных резервов, эти инструкции помогли осуществлять экономию на содержании избыточных резервов.

Увеличение избыточных резервов в 1980-м году отразило влияние Закона о Контроле за Денежным обращением 1980 года. Этот Закон распространил резервные требования ФРС на все депозитные институты и сократил обязательное отношение резервов к депозитам. В течение довольно продолжительного периода времени многие банки, не являющиеся членами ФРС, а также сберегательные институты, открыли счета в Федеральных Резервных банках.

Большинство этих счетов используются исключительно для чековых клиринговых расчетов. У некоторых банков размер вкладов, необходимых для клирингования чеков, превосходит величину их обязательных резервов, поскольку была сокращена величина обязательного соотношения резервов и депозитов. Кроме того, в течение 1980-х годов произошло падение нормы ссудного процента, что снизило величину альтернативной стоимости (или, что тоже — определяемых **вмененных издержек** — прим. перев.) содержания избыточных резервов и содействовало увеличению суммы избыточных резервов.

**Альтернативная стоимость** — (вмененные издержки) издержки содержания актива, выраженные в терминах потери возможности содержания какого-либо альтернативного актива. (Потери от каких-либо неиспользованных возможностей, сопряженных с альтернативными вариантами инвестиций — прим. перев.)

## Избыточные резервы во времена Великой Депрессии

Хотя избыточные резервы и не являлись основной проблемой в течение последнего времени, именно таковыми они были в 1930-е годы. Во время Великой Депрессии избыточные резервы банков резко возрастали по сравнению с уровнем, который был характерен для 1920-х годов. В декабре 1931 года банки содержали на 60 млн. долларов избыточных резервов. Эта сумма возросла до 526 млн. долларов в течение следующего года. После некоторых колебаний сумма избыточных резервов возросла до уровня более 6,5 млрд. долларов на конец 1940 годов. Этот опыт служит основой для сомнений в том, что расширение банковских резервов будет обязательно производить мультипликативное расширение банковских кредитов (или инвестиций) и депозитов. Если бы банки не накапливали избыточные резервы в 1930-е годы, то банковские кредиты и депозиты расширились бы намного больше, чем способствовало бы гораздо более энергичному оживлению экономики в период с 1933 по 1940 годы.

Большая часть увеличения банковских резервов за период с 1933 г. по 1940 г. приняла форму большого притока золота. Как будет далее объяснено нами в главе 13, покупки золота Казначейством США, увеличивали резервы банков — членов ФРС. Приток золота был результатом увеличения Казначейством цены на золото, начавшегося с 1934 г., когда цена выросла с 20,67 долларов до 35 долларов за тройскую унцию. Нестабильная политическая ситуация в Европе также стимулировала приток капитала из Старого Света.

Первоначально существовало мнение, согласно которому банки содержали свои дополнительные резервы в 1930-х годах вследствие того, что ограниченный спрос на кредиты, который был результатом Депрессии, явно не поспевал за ростом предложения денежных средств. Сейчас это объяснение представляется некорректным. В 1936 и 1937 годах когда ФРС повысила резервные требования для банков — членов ФРС для того, чтобы поглотить «ненужные» избыточные резервы, банки ответили на это продажей ценных бумаг, которая производилась для того, чтобы поддержать и сохранить свои избыточные резервы. В это время произошло падение цен на ценные бумаги, вырос доход по государственным ценным бумагам, а рост предложения денег сперва замедлился, а потом сократился, вслед за чем и последовал спад 1937—1938 годов.

В 30-х годах банки вполне могли держать непропорционально большое количество избыточных резервов, что объяснялось исключительно низкой величиной номинальной ставки процента. Дело в том, что процентный доход

по облигациям корпораций кодировки «Ааа», например, упал с 4% в 1934 году до 2,84% в 1940 году. Краткосрочные инвестиции приносили доход менее 1%. Учитывая эти обстоятельства, банки накапливали избыточные резервы, поскольку низкая норма процентного дохода тождественна высоким ценам на ценные бумаги. Банки не проявляли желания инвестировать средства в ценные бумаги, так как предполагали, что их цена в дальнейшем будет падать. Однако и это объяснение также вызывает некие сомнения. Изучение опыта США и Канады находит, что хотя ставка процента в Канаде снижалась также как и в США, банки в Канаде не накапливали большого количества избыточных резервов.

Другое объяснение большого количества избыточных банковских резервов в тридцатые годы интерпретирует эти резервы как своего рода результат массового изъятия денежных средств из банков, а также результат банкротств, которые угрожали банкам во времена Великой Депрессии. Учитывая опыт этих лет, банки США, вероятно, желали быть исключительно ликвидными и поэтому держали для этих целей избыточные резервы. Например, банки Канады не содержали крупные избыточные резервы в те же тридцатые годы, так как они не пережили волну банковских банкротств и изъятий вкладов, которые потрясли банковскую систему США в эти годы.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Банки получают депозиты четырьмя способами: путем вклада в них чеков, выписанных на другой банк, путем вклада в них наличности, путем выдачи ссуды, путем операций ФРС на открытом рынке.
2. Федеральные Резервные банки могут увеличить общее количество резервов банковской системы путем покупки государственных ценных бумаг США на открытом рынке ценных бумаг.
3. Каждый доллар, приходящийся на увеличение резервов, банковская система может использовать для того, чтобы расширить ссуды, инвестиции и депозиты до суммы в несколько долларов. Каждый банк обязан держать в качестве резервов лишь часть своих депозитов, и когда банк расширяет свои кредиты или инвестиции, другие банки получают большее количество депозитов.
4. Существует ряд факторов, ограничивающий процессы расширения ссуд, инвестиций и чековых депозитов при расширении денежной массы. Когда общее количество чековых счетов увеличивается, население стремится держать большее количество наличности, срочных и чековых депозитов. Кроме этого, в случае, когда чековые счета увеличиваются, банки могут пожелать держать большее количество избыточных банковских резервов. Усиление воздействия каждого из этих факторов уменьшает количество резервов, которые используются банком для расширения своих ссуд и инвестиций.
5. В течение последних 40 лет, банки отвечали на получение дополнительных резервов расширением количества выдаваемых кредитов и открываемых депозитов, а отнюдь не накоплением избыточных банковских резервов. В тридцатые годы банки США, напротив, накапливали большое количество избыточных резервов, вероятно для того, чтобы повысить уровень своей ликвидности вследствие банковского кризиса.

### Термины для повторения

|                                      |                                 |
|--------------------------------------|---------------------------------|
| Обязательные резервы                 | Денежная база                   |
| Избыточные резервы                   | Мультипликатор M1               |
| Операции на открытом рынке           | Скорректированная денежная база |
| Мультипликативное расширение         | Альтернативная стоимость        |
| Мультипликатор «депозиты-к-резервам» | (вмененные издержки)            |

### Вопросы для повторения

1. Сравните расширение депозитов с помощью чеков, наличности, ссуд и операций на открытом рынке с точки зрения их влияния на банковские резервы и на общее количество банковских депозитов.
2. Дайте пример балансового отчета, показывающего, что некий банк достиг своего «верхнего предела» и не может более создавать депозиты путем выдачи ссуд.
3. Если некий отдельный банк обладает избыточными резервами на сумму в 500 долларов, то почему он не в состоянии расширить свои ссуды на сумму более 500 долларов?
4. Если резервы всей банковской системы увеличиваются на 1.000 долларов, то почему банки могут расширить ссуды для инвестиций, а также и депозиты на сумму в несколько тысяч долларов?
5. Из каких компонентов состоит денежная база и почему именно они включены в денежную базу?
6. Объясните значение следующего уравнения и каждого символа в нем:  $\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{r + c + e + r^t}$

7. Каким образом отток наличности, увеличение суммы избыточных резервов, которые содержат банки, а также рост сберегательных и срочных депозитов, требующих наличия обязательных резервов, приводит к уменьшению отношения расширения денежной базы к расширению денежной массы.

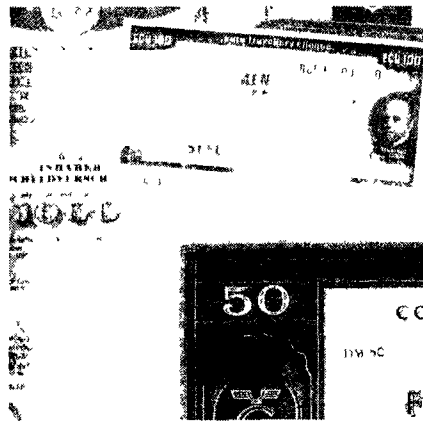
8. Почему экспансия чековых депозитов, как правило, ведет к оттоку наличности, увеличению содержания избыточных банковских резервов и росту сберегательных и срочных депозитов, требующих обязательных резервов?
9. Объясните причины сформировавшейся тенденции к снижению общего количества избыточных резервов в банковской системе за последнее десятилетие.
10. Какие альтернативные объяснения увеличения общего количества избыточных резервов в банковской системе в тридцатых годах могут быть предложены?

### Темы для обсуждения

1. Обсудите следующую посылку: «Можно влиять на ход дела, но нельзя ускорять его ход». Насколько она приемлема для описания усилий Федеральной Резервной Системы, направленных на увеличение денежной массы и кредита путем увеличения банковских резервов?
2. Обсудите возможные варианты воздействия на мультипликатор  $M1$  роста норм процента, являющегося результатом отказа от практики регулирования сберегательных и срочных депозитов.
3. Обсудите возможное воздействие на мультипликатор  $M1$  неожиданного увеличения спроса на наличные деньги, продолжающегося с начала 60-х годов.
4. Банкиры очень часто заявляют, что они не могут создавать кредиты из ничего. Вместо этого они утверждают, что просто отдают в кредит то, что получают в форме депозитов. Является ли подобное утверждение вполне корректным?
5. Если закон не будет требовать от банков содержания обязательных резервов, будет ли их способность увеличивать объем денежной массы по-прежнему неограниченной?



# Часть III



# ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА

## **Часть III**

# **ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА**

---

# **ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА**

## **СТРУКТУРА ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ**

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Рассказать об истоках и происхождении Федеральной Резервной Системы.**
- 2. Интерпретировать различные экономические роли Совета Управления ФРС, двенадцати Федеральных Резервных банков и банков-членов ФРС.**
- 3. Объяснить функции Федерального Комитета Открытого Рынка (ценных бумаг) в экономической системе США.**
- 4. Обсудить значение независимости Федеральной Резервной Системы.**
- 5. Объяснить суть каждой позиции активов, пассивов и счетов движения капитальных средств в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков.**

Тема, рассматриваемая в настоящей главе (равно как и в двух последующих), — это организация и функционирование Федеральной Резервной Системы (ФРС) в экономической системе США. Федеральная Резервная система по своей сути эквивалентна центральным эмиссионным банкам других стран, однако ее организация отражает дух и букву федеральной политической системы, характерной для любых проявлений общественно-экономической жизни США.

В предыдущих главах этой книги определенные аспекты деятельности ФРС уже освещались. В главе 10 рассматривались средства и методы, при помощи которых ФРС способна увеличивать общие резервы банковской системы, приобретая ценные бумаги федерального правительства США на открытом рынке ценных бумаг. В главе 9 описывались обстоятельства, сопутствующие банковским кризисам (*bank panic*), и та поддержка, которую, в условиях потери уверенности вкладчиков в прочности банков и оттока из них наличных денег, оказывают коммерческим банкам Федеральные Резервные банки.

Сегодня в качестве своей основной функции Федеральная Резервная Система формирует и претворяет в жизнь денежно-кредитную политику, то есть регулирует рост депозитов и кредитов коммерческих банков и ссудосберегательных институтов. Контроль над денежно-кредитными отношениями дает федеральному правительству США мощный рычаг управления экономической активностью и уровнем цен. Кроме того, спектр административной и контрольной деятельности ФРС на этом не замыкается. Он весьма широк — от действия в качестве налогово-бюджетного (фискального) агента Государственного Казначейства и управления банковскими холдинг-компаниями до осуществления клиринга чеков и обеспечения необходимого количества наличных денег.

В настоящей главе наше внимание будет сосредоточено на истории становления ФРС, описании ее административных органов и балансовой отчетности двенадцати Федеральных Резервных банков, собственно составляющих Федеральную Систему.

## ИСТОРИЯ СТАНОВЛЕНИЯ И РАЗВИТИЯ ФРС

Конгресс США как высший законодательный орган страны принял Закон о Федеральной Резервной Системе (некоторые отечественные источники называют его Федеральным Резервным Актом — прим. пер.), знаменующий начало ее деятельности 1913 годом. Заинтересованность банковской системы США в учреждении центрального банка страны заметно возросла после банковского кризиса 1907 года. В это время несколько больших финансовых институтов были близки к банкротству и закрытию вследствие того, что банки в этот период испытывали существенные трудности в удовлетворении спроса вкладчиков, изымавших свои вклады и обращавших их в наличные деньги. Кроме того, небольшие банки в сельскохозяйственных районах страны в это время стремились получить от своих банков-корреспондентов в крупных городах значительные средства в наличных деньгах. Во время банковского кризиса сберегательные банки обычно требовали предварительные заявки на изъятие банковского вклада, а многие банки как в Нью-Йорке, так и по всей стране, искусственно ограничивали обращение вкладов в наличные деньги. В тот период в течение нескольких месяцев наличные деньги продавались выше их номинала, что принесло экономической системе дополнительные и серьезные трудности.

В 1908 году Конгресс США принял так называемый закон Олдрича-Риланда (*Aldrich-Vreeland Act*), в своей сути потребовавший учреждения Национальной комиссии по денежному обращению, в функции которой вменялась разработка проекта организации центрального эмиссионного банка страны. Назначенная комиссия, состоявшая из 9 сенаторов и 9 членов Палаты Представителей, провела ряд слушаний, посвященных исследуемому вопросу, а также организовала обширные специальные исследования существа банковского дела как в США, так и в зарубежных странах. Материалы этих исследований оказались настолько всеобъемлющи, что итоговый отчет этой комиссии состоял из 23 увесистых томов. В 1913 году Президент США Вудро Вильсон, несмотря на некоторую оппозицию идее учреждения центрального эмиссионного банка в США, ввел в финансово-экономическую практику США такой финансовый институт, как Федеральная Резервная система.

В начале своей деятельности основная цель Федеральной Резервной Системы состояла в помощи банкам в период банковских кризисов и биржевых лихорадок (частично эти мероприятия отражены в главе 9). Далее было установлено, что в описываемый период времени не существовало полностью удовлетворительных механизмов, обеспечивающих потребность банков в необходимом уровне ликвидности. Первоначально контроль за величиной банковского кредита, предложением денег и нормами процента не входил в компетенцию ФРС. В эту эпоху в финансово-экономических отношениях США господствовал золотой стандарт<sup>1</sup>, и было принято считать, что количество золота, хранящееся в недрах банковской системы США, является механизмом, регулирующим количество денег, находящееся в обращении, и банковский кредит. Отцы-основатели ФРС в своих мечтах представляли центральный эмиссионный банк, который был бы способен обеспечивать эластичное предложение наличных денег и средств дисконтирования для коммерческих банков. Исходное положение, лежащее в фундаменте организации Федеральной Резервной Системы, основывалось на некоей кооперативной системе, в которой федеральное правительство США, банковская система, бизнесмены, предприниматели и рядовые потребители сотрудничали бы равноправно.

<sup>1</sup> Подробно этот вопрос изложен в главе 22.— прим. пер.

Мысль о том, чтобы передать бразды правления финансово-экономической жизнью страны в руки федерального правительства, появилась несколько позже.

Первоначально Законом о Федеральной Резервной Системе 1913 года детальная разработка взаимоотношений между двенадцатью Федеральными Резервными банками и Федеральным Резервным советом (переименованным в 1935 году в Совет Управляющих Федеральной Резервной Системы) не предусматривалась. С 1914 по 1922 годы официальные представители двенадцати Федеральных Резервных банков периодически проводили консультационные встречи и совещания, на которых разрабатывались направления развития денежно-кредитной политики и принимались соответствующие решения. В те далекие годы становления Федеральной Резервной Системы ряд общественно-политических факторов позволил Федеральным резервным банкам удерживать главенствующую роль в этой организации: весьма популярное в первой четверти двадцатого века противодействие контролю и управлению страной из единого центра, изоляция Вашингтона (т. е. федерального правительства — прим. пер.) от важнейших финансовых рынков США, а также сама фигура Бенджамина Стронга — управляющего делами Федерального Резервного банка Нью-Йорка — сохранявшего несомненное лидерство в ФРС (см. раздел 11.1 «Кто сказал? Кто сделал?»). До тридцатых годов непрерывный конфликт и конфронтация разъедали отношения между Федеральным Резервным Советом в Вашингтоне, округ Колумбия, и двенадцатью Федеральными Резервными банками. Затем Совет Управляющих ФРС постепенно стал решающей и наиболее авторитетной структурой в этой организации.

## ОРГАНИЗАЦИОННАЯ СТРУКТУРА ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ

Федеральная Резервная Система состоит из рабочих органов трех уровней — Совет Управляющих ФРС; двенадцать Федеральных Резервных банков; приблизительно 6.000 банков-членов ФРС. Кроме того, в ФРС входят как составная часть два комитета: Федеральный Комитет Открытого Рынка (ФКОР) и Федеральный Консультационный Совет. В настоящем разделе мы подробно рассмотрим каждый из компонентов этой структуры.

### Совет Управляющих ФРС

Совет Управляющих ФРС состоит из семи постоянных членов, назначаемых Президентом США с одобрения Сената. Обеспечивается равное представительство членов Совета Управляющих от различных округов ФРС. Каждый гражданин США, занимающий пост в Совете Управляющих ФРС, может исполнять свои обязанности полный срок, составляющий 14 лет и не превышающий эту цифру, однако имеет право подать в отставку ранее, доработав текущий двухлетний семестр (*term*), либо несколько продлить свое пребывание в должности за счет «дополнительных» семестров. Семь членов Совета Управляющих — это единственные официальные лица ФРС, назначаемые и утверждаемые в должности Президентом США. Кроме того, влияние Президента США на эти вопросы несколько ограничено: в случае если члены Совета Управляющих исчерпали сроки своего пребывания в этом органе (за исключением случаев смерти либо отставки кого-либо из них), Президент может назначить лишь двух новых членов Совета за свой четырехлетний срок пребывания у власти. Однако, на практике отставки членов Совета Управляющих ФРС не столь уж нечасты. Дж. Картеру за первые три года своего президентства пришлось назначить четырех новых членов Совета Управляющих, а Р. Рейган, правда проведший в Белом Доме два срока, заменил шестерых из этой «великолепной семерки».

Совет управляющих ФРС возглавляет председатель и его заместитель (вице-председатель). Президент США утверждает кандидатов на эти посты на четырехлетний срок. Своеобразный рекорд принадлежит здесь председателю Совета Управляющих ФРС Вильяму Мартину, который исполнял эти обязанности с 1951 по 1970 годы (1), отработав полный 14-летний срок и еще несколько семестров, и утверждавшийся в этой должности Президентом США Труменом, Эйзенхауэром, Кеннеди и Джонсоном. Лишь в январе 1970 года Президент США Ричард Никсон назначил на его место Артура Бернса, чья кандидатура на этот пост не устроила Президента Картера, — Артура Бернса сменил Вильям Миллер; в 1979 году В. Миллер занял пост секретаря Государственного Казначейства США<sup>1</sup>, а его заменил Пол Уолкер. С августа 1987 года пост председателя Совета Управляющих ФРС занимает Алан Гринспен.

Управляющие и члены советов директоров независимых государственных агентств, — таких, например, как Комитет по межштатному транспорту и торговле или Федеральная торговая комиссия — формируются из представителей обеих политических партий (подразумевается Республиканская и Демократическая партии — прим. пер.). Такие ограничения в Совете Управляющих ФРС нет, и, вследствие этого, политические пристрастия, либо антипатии членов этого органа могут сильно влиять на выбор между непопулярной в массах жесткой денежно-кредитной политикой, сколько необходимой она бы ни была, и гибкой политикой в сфере денежного обращения, что всегда привлекает симпатию. Существует вероятность того, что члены Совета Управляющих ФРС могут сознательно и в ущерб экономических интересам страны уклоняться от проведения жестких денежно-кредитных мероприятий, ес-

<sup>1</sup> Министра финансов, согласно принятому в СССР таблице о рангах — прим. пер.

## 11.1 Кто сказал? кто сделал? ОН ВЫВЕЛ ФРС НА ОРБИТУ

Во время практической организации Федеральной Резервной Системы в 1914 году Бенджамин Стронг занимал — вплоть до своей смерти, воследовавшей в 1928 году — пост первого управляющего Федерального Резервного банка Нью-Йорка. (Заметим, что высшее исполнительное лицо в Федеральном Резервном банке в то время носило титул «управляющий», и лишь в 1935 году название было заменено на «президент»). До тридцатых годов контроль над деятельностью ФРС был сосредоточен в Федеральном Резервном банке Нью-Йорка, а отнюдь, не в Совете Управляющих ФРС, Вашингтон, округ Колумбия. Блистательная карьера Б. Стронга как финансового магната началась в «Банкс Траст компани» — большом Нью-Йоркском банке.

Основной заслугой Б. Стронга и по сей день считают создание высокоэффективной центральной банковской системы США на основании Закона о Федеральной Резервной Системе. Согласно Лестеру Чандлеру, биографу Бенджамина Стронга, Закон о ФРС (Федеральный Резервный акт) «умалчивал о многих существенных деталях организации и изобилдовал общими местами». Стронг как нельзя более удачно подходил для роли руководителя этого проекта; его богатейший опыт, вынесенный им из печальной памяти банковского кризиса 1907 года, способствовал глубокому пониманию всей важности и функциональной принадлежности центральной банковской системы. Его задача была нелегка — большинство финансистов США того вре-

мени скептически относились к созданию централизованной банковской системы в лице ФРС.

Все свое время пребывания в должности он — не будучи, заметим членом Совета Управляющих ФРС — являлся самой модной фигурой и признанным лидером, формировавшим основные направления развития денежно-кредитной политики и финансовых отношений в экономической системе США. Совет Управляющих ФРС получил в Федеральной Резервной Системе реальную власть лишь в годы Великой Депрессии, после смерти Бенджамина Стронга.

Источник: Lester V. Chandler, Benjamin Strong, Central Banker (Washington, D. C.: The Brookings Institution, 1958).

ли это способно сильно повредить репутации и популярности их политических единомышленников и товарищей по партии.

Члены Совета Управляющих ФРС в своей деятельности опираются на очень значительный штат сотрудников — экономистов, юристов, инспекторов и администраторов. Два департамента Совета Управляющих поглощены исследованием лишь только процессов развития финансовых отношений в США и за рубежом; материалы этих работ, а также последние статистические данные, затрагивающие финансово-кредитные сферы, публикуются в ежемесячном периодическом издании «Федеральный Резервный Бюллетень».

Только Совет Управляющих Федеральной Резервной системы обладает необходимыми полномочиями для установления уровня обязательных резервов депозитных учреждений, а также, как мы вскоре объясним, разделяет с Федеральными Резервами банками всю полноту ответственности по проведению операций на открытом рынке ценных бумаг и определению наиболее приемлемых банковских учетных ставок.

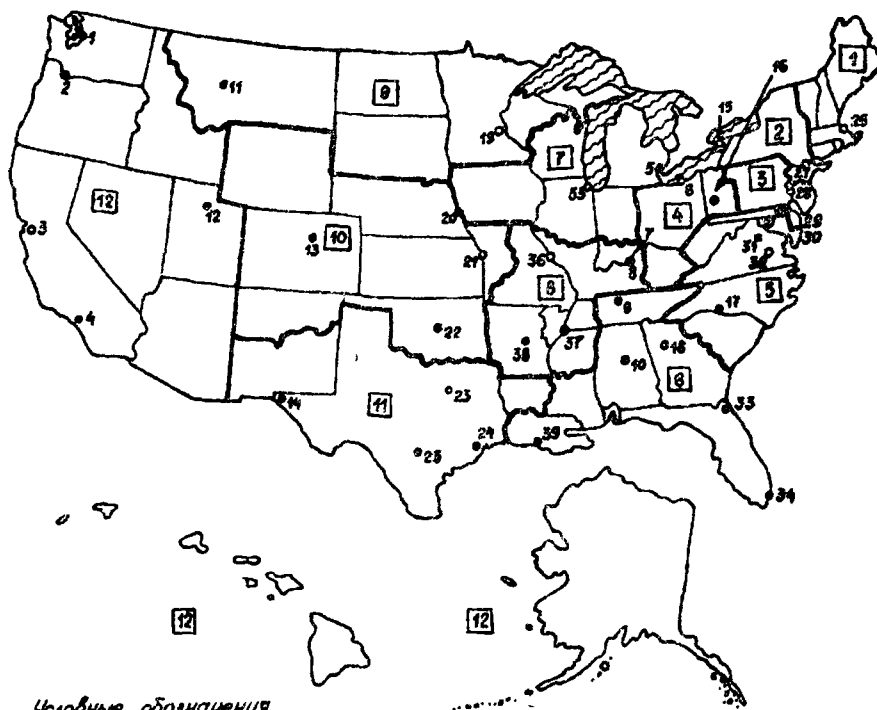
За последние годы Совет Управляющих ФРС расширил масштабы своей деятельности по регулированию денежно-кредитных отношений в США за счет принятия таких законов, посвященных финансовой деятельности, как Закон о предоставлении достоверной информации в кредитовании, Закон о правильном погашении кредита и Закон о реинвестировании. Ранее они были рассмотрены в главе 6. Хотя контроль за нормами процента, распространяющимся на сбережения и срочные депозиты, все годы существования ФРС входил в прерогативу Совета Управляющих, знаменитый Закон о дерегулировании депозитных учреждений и контроле за денежным обращением 1980 года избавил Совет Управляющих от выполнения большинства контрольных функций в этой сфере. Другой аспект контрольной деятельности Совета Управляющих ФРС — наблюдение за предельными требованиями по выдаче ссуд для приобретения ценных бумаг — в последнее время также утратил свою актуальность. В 1985 году Совет Управляющих ФРС рекомендовал Конгрессу США отменить подобный тип надзора за финансовой сферой.

### Федеральные Резервные банки

На рисунке 11.1 представлены границы двенадцати Федеральных Резервных банков и расположение **Федерального Резервного банка** в каждом округе. Федеральные Резервные банки имеют в общей сложности 24 филиала в важнейших промышленных и деловых центрах США. ФРС по сравнению с центральными эмиссионными банками других стран сильно децентрализована, что отражает сильнейшее противодействие любой концентрации экономической власти в едином центре в то время, когда закладывались основы Федеральной Резервной Системы. Кстати заметим, что даже сам термин «центральный банк» ни разу не фигурирует в первоначальном тексте Закона о Федеральной Резервной Системе.

## Федеральная Резервная Система

Федеральная Резервная Система США состоит из 12 округов, выделенных по географическому признаку. На данном рисунке представлены границы каждого из округов и выделены города, в которых располагаются Федеральные Резервные банки соответствующего округа. Совет Управляющих ФРС располагается в городе Вашингтон, федеральный округ Колумбия. Некоторые из Федеральных Резервных банков имеют в своих округах филиалы, которые также указаны на схеме.



*Условные обозначения*  
 — границы округов ФРС  
 \* Совет Управляющих ФРС  
 • города, где расположены Федеральные Резервные банки  
 • города, где расположены филиалы Федеральных Резервных банков  
 • иные предприятия Федеральных Резервных банков

1 Сياتл  
 2 Портленд  
 3 Сан-Франциско  
 4 Лос-Анжелес

5 Детройт  
 6 Кливленд  
 7 Цинцинати  
 8 Луисвилл  
 9 Нэшвилл  
 10 Бирмингем

11 Хелена  
 12 Солт-лейк Сити  
 13 Денвер  
 14 Эль-Пасо

15 Буффало  
 16 Питтсбург  
 17 Шарлотт  
 18 Атланта

19 Миннеаполис  
 20 Омаха  
 21 Канзас-Сити  
 22 Оклахома-Сити  
 23 Даллас  
 24 Хьюстон  
 25 Сан-Антонио

26 Бостон  
 27 Нью-Йорк  
 28 Филадельфия  
 29 Балтимор  
 30 Вашингтон  
 31 Каллепер  
 32 Ричмонд  
 33 Джексонвилл  
 34 Майами

35 Чикаго  
 36 Сент-Луис  
 37 Мемфис  
 38 Литл-Рок  
 39 Нью-Орлеан

12 Гавайи

12 Аляска

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, The Federal Reserve System: Purposes and Functions, 7th ed. (Washington, D. C., 1985), p. 8.

Рис. 11.1

**Роль и значение Федеральных Резервных банков.** Каждый, отдельно взятый Федеральный Резервный банк, сам по себе играет важную роль в проведении и воплощении в жизнь определенной денежно-кредитной политики, не смотря на то, что руководство этими процессами в целом принадлежит Совету Управляющих ФРС. Во-первых, будучи членами Федерального Комитета открытого Рынка, пять из двенадцати президентов Федеральных Резервных банков принимают самое активное участие в разработке и определении задач и тактических целей денежно-кредитной политики<sup>1</sup>. Во-вторых, Совет директоров Федеральных Резервных банков намечает и вырабатывает определенный на конкретный момент уровень банковских учетных ставок, — один из основных параметров экономической системы, который представляется на рассмотрение и утверждение совета Управляющих ФРС.

**Федеральные Резервные банки** — финансовые институты, хранящие резервные вклады и осуществляющие клиринговые операции по платежным балансам (поручениям) депозитных учреждений и вкладам Государственного Казначейства США; выпускают в обращение Федеральные Резервные банкноты и контролируют процессы создания депозитов и кредитования депозитных учреждений.

Кроме того, Федеральные Резервные банки сделали важный вклад в разработку концепций денежно-кредитных отношений, регулирующих деятельность Федерального Комитета Открытого Рынка. Большинство Резервных банков публикуют статьи и ежемесячные отчеты по текущим проблемам финансово-экономической жизни, причем ряд этих работ получает весьма широкое распространение. Участие всех Федеральных банков в разработке основных направлений денежно-кредитной политики обеспечивает равное представительство в решении этих вопросов от различных округов, а также поставляет в Совет Управляющих ФРС разнообразную информацию с мест, которая в ином случае вряд ли была бы доступна такому централизованному органу, как Совет Управляющих ФРС. Например, в конце шестидесятых — начале семидесятых годов Федеральный Резервный банк Сент-Луиса сыграл важную роль, оказав соответствующее влияние на всю Федеральную Резервную Систему и способствовал тем самым переходу от гиб-

кой денежно-кредитной политики к более жесткой (см. рисунок 16.7 — прим. ред.). В конце семидесятых годов Федеральный Резервный банк Миннеаполиса сумел своими действиями убедить заинтересованный круг лиц в ФРС обратить повышенное внимание на значение и влияние эффектов ожидания в финансово-экономических сферах определенной денежно-кредитной политики, проводимой Федеральной Резервной Системой. В 1980—1982 годах экономическая модель денежного рынка, разработанная в Федеральном Резервном банке Сан-Франциско, внесла существенный вклад в понимание все Федеральной Резервной Системой значения отклонения величины параметра M1 на краткосрочных временных интервалах от пределов роста, рассматриваемых в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики (Richard G. Anderson and Robert H. Rasche, «What Do Money Market Models Tell Us about How to Implement Monetary Policy?» *Journal of Money, Credit and Banking*, November 1982, Part 2, pp. 796—829; John P. Judd and John L. Scadding, «Comment on What Do Money Market Models Tell Us about How to Implement Monetary Policy?» *Journal of Money, Credit, and Banking*, November 1982, Part 2, pp. 868—877). (см. рисунок 16.8 — прим. ред.).

Федеральные Резервные банки оказывают решающее влияние на управление всей банковской сферой США. Эти функции включают в себя контроль и инспекцию деятельности 1000 банков-членов ФРС, 6000 банковских холдинг-компаний, корпораций, чья деятельность подпадала под юрисдикцию Закона Эджа<sup>2</sup>, филиалов и представительств иностранных банков в США. Кроме того, Федеральные Резервные Банки предоставляют кредиты банкам, испытывающим финансовые затруднения. Цель подобных мероприятий (вспомним предоставление кредитов ряду коммерческих банков Нью-Йорка, Оклахомы и Сизтла) состоит в обеспечении стабильного финансового окружения и изоляции банков, испытывающих трудности, дабы предотвратить возможный в этих обстоятельствах кризис доверия.

Последней областью ответственности Федеральных Резервных банков является обеспечение целого ряда финансовых услуг. Они включают в себя обработку чеков, выпуск в обращение и прием наличных денег, продажу и хранение ценных бумаг федерального правительства США, телеграфные переводы денежных средств. Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением от 1980 года предписывает Федеральным Резервным банкам взыскивать стоимость оказанных ими услуг, однако эти услуги ныне распространяются не только на банки-члены ФРС, но и на все остальные депозитные учреждения.

**Структура Федеральных Резервных банков.** Федеральные Резервные банки можно классифицировать как некие «полугосударственные» корпорации, главным образом вследствие механизма выборов и назначений их директоров. Каждый Федеральный Резервный банк является корпорацией, обладающей чартером на право ведения операций, выданным государственными органами власти, и, естественно, включающей в себя акционеров, членов совета директоров и президента. Акционерами Федерального Резервного банка являются банки-члены ФРС этого округа, однако, они выбирают лишь шестерых из девяти директоров Федерального Резервного банка (троих директоров первого ранга (class A), представляющих обычно банкиров-кредиторов, и троих директоров второго ранга (class B), представляющих ведущих представителей промышленных, либо сельскохозяйственных, фирм, активно

<sup>1</sup> Подробнее о высших задачах, промежуточных и тактических целях денежно-кредитной политики рассказано в главах 16 и 20 — прим. ред.

<sup>2</sup> Закон Эджа от 1919 года уполномочил Совет Управляющих ФРС выдавать корпорациям разрешения на право ведения международных банковских операций. Подробно эти вопросы изложены в книге Э. Рид и др. «Коммерческие банки», Москва, «Прогресс», 1983 — прим. ред.



использующих в своей практике заемные средства). Совет Управляющих ФРС дополнительно назначает трех директоров третьего ранга (class C) в каждый Федеральный Резервный банк. По первоначальному замыслу при организации ФРС считалось необходимым, чтобы они представляли в своем лице государственные органы и широкую общественность. Кроме того, директора третьего ранга не могут занимать в банке какой-либо иной пост. Совет Управляющих ФРС выбирает и назначает председателя совета директоров и его заместителя из числа директоров третьего ранга.

Распределение прибыли, полученной каким-либо Федеральным Резервным банком в результате деятельности, также отражает отмеченный ранее характер его структуры. Каждый банк — член ФРС обязан приобрести в Федеральном Резервном банке своего округа некое количество акций на сумму, составляющую 3% его собственного акционерного капитала и нераспределенной прибыли; на законных основаниях эта сумма по требованию может быть увеличена вдвое. По мере роста акционерного капитала и прибылей коммерческого банка, он обязан приобрести большее количество акций, чтобы поддержать регламентированный трехпроцентный уровень. Дивиденды, выплачиваемые по этим акциям, ограничены 6%, и более чем 90% общего суммарного дохода Федеральных Резервных банков возвращается в Государственное Казначейство США. Основной целью деятельности Федеральных Резервных банков является не извлечение максимальной прибыли, а воплощение в жизнь и экономическую действительность США определенной денежно-кредитной политики и руководство многогранной финансово-экономической деятельностью Федеральной Резервной Системы.

Каждый из двенадцати Федеральных Резервных банков представляет еженедельный финансовый отчет об итогах своей деятельности в Совет Управляющих ФРС, который суммирует и обрабатывает поступающую информацию, а затем публикует в конце каждой недели. Федеральные Резервные банки субсидируют и поддерживают Межконтинентальный Расчетный фонд, расположенный в Вашингтоне и призванный регулировать и удовлетворять взаимные иски и претензии Федеральных Резервных банков, возникающие в связи с перемещением банковских вкладов из одного округа ФРС в другой.

### Банки-члены ФРС

Согласно принятому законодательству все национальные банки США обязаны поддерживать свое членство в Федеральной Резервной Системе, кроме того ряд банков штатов добровольно изъявили желание вступить в ФРС. Их просьба была удовлетворена. До 1980 года банки, принадлежащие к ФРС, имели определенные преимущества перед остальными банками и ссудосберегательными учреждениями. Имея статус банка-члена ФРС, соответствующий финансовый орган приобретал определенный престиж. Банки-члены ФРС имели право получать ссуды в Федеральных Резервных банках, заказывать, равно как и размещать, в этих банках наличные средства, пользоваться услугами ФРС, предоставляемыми при клиринге чеков, получать, наконец, необходимую консультацию по интересующим финансовым вопросам. Кроме того, банки-члены ФРС имели право пользоваться телетайпными линиями ФРС для перевода денежных средств. Справедливости ради надо отметить, что услуги по клирингу чеков не являлись исключительной привилегией банков-членов ФРС, так как банк, не принадлежащий к этой системе, имел право зарегистрироваться в Федеральном Резервном банке своего округа как «клиринговый банк».

**Банк-член ФРС** — банк, входящий в структуру Федеральной Резервной Системы.

Как отмечалось ранее в главе 4, Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 года снял большинство различий между банками-членами и остальными банковскими учреждениями. В семидесятые годы более 500 банков прекратили свое членство в Федеральной Резервной Системе, главным образом вследствие резкого роста рыночных норм процента в тот период. Высокий уровень рыночных норм процента резко поднял альтернативную стоимость требований к резервам банков-членов ФРС. Законодательный акт от 1980 года устранил различия в требованиях к резервам различных банков и депозитных учреждений. Переходный период, определенный на восьмилетний срок, очевидно решит возникшую проблему членства в ФРС.

### Федеральный Комитет Открытого Рынка

**Федеральный Комитет Открытого Рынка (ФКОР)** определяет и направляет процессы купли-продажи ценных бумаг федерального правительства США Федеральными Резервными банками, то есть контролирует наиболее важный инструмент осуществления денежно-кредитной политики. Формально ФКОР был организован в 1935 году, хотя Федеральные резервные банки создали некий орган, координирующий операции на открытом рынке ценных бумаг, еще в начале двадцатых годов.

Ныне Федеральный комитет Открытого Рынка состоит из 12 постоянных членов: семь управляющих ФРС и пять президентов Федеральных Резервных банков. Председатель Совета Управляющих ФРС возглавляет этот орган, а президент Федерального Резервного банка поддерживает в нем постоянное членство в качестве вице-председателя.

**Федеральный Комитет Открытого рынка** — организационная структура, формирующая определенный тип денежно-кредитных отношений (в США); его членами состоят семь управляющих ФРС и пять президентов Федеральных резервных банков.

ля. Назначения на другие должности в Федеральном Комитете Открытого Рынка ведутся по весьма непростой схеме между остальными президентами Федеральных Резервных банков. Заметим, что все 12 президентов Резервных банков обязаны присутствовать на собраниях Комитета; они принимают участие в обсуждении возникающих проблем, а семь президентов Федеральных Резервных банков (не вошедшие в число постоянных членов ФКОР) обладают правом совещательного голоса.

Время от времени раздаются недовольные голоса, заостряющие внимание широкой общественности на том обстоятельстве, что президенты Федеральных Резервных банков (который, заметим, ни назначаются на эти должности Президентом США, ни утверждаются в них Конгрессом США) имеют столь весомое влияние при решении важнейших государственных задач и проблем. Однако, на сегодняшний день все попытки уличить Федеральный комитет Открытого Рынка в нарушении законности и Конституции США не увенчались успехом. (Подробнее смотрите раздел «11.1 Денежная политика в действии»).

Федеральный Комитет Открытого Рынка собирается на заседания восемь-девять раз в год для обсуждения экономического положения и принятия решений по вопросам текущей денежно-кредитной политики. На каждой встрече разрабатывается определенная стратегия текущих операций на открытом рынке ценных бумаг и директивой доводится до управляющего Системой текущих операций на открытом рынке (System Open Market Account), совместный Резервный банк Нью-Йорка проводит в соответствии с принятым планом реальные закупки, либо продажи ценных бумаг Федерального правительства США через дилеров, специализирующихся в этой области и имеющих свои представительства в Нью-Йорке.

Практика ФКОР по реализации принятых решений без какого-либо предуведомления широких кругов общественности сразу же вызвала резкую негативную реакцию — свои решения Федеральный Комитет Открытого Рынка обнародует на следующем собрании, эта задержка составляет около семи недель. Верховный Суд США рассматривал дело, в котором Федеральную Резервную Систему согласно Закону о Свободе Информации пытались обязать доводить свои решения до сведения общественности немедленно после их принятия. Однако иск был отклонен. Основным аргументом такого решения Верховного Суда явилось доказанное обстоятельство того, что раскрытие подобной информации уменьшает подвижность существующих норм процента. Инвесторы должны постоянно следить и предсказывать для себя планируемый курс денежно-кредитной политики. Если только их прогнозы оказываются ложными, резкий сдвиг процентных ставок помогает исправить допущенные ошибки.

### Федеральный Консультационный Совет

Закон о Федеральной Резервной Системе предусмотрел образование некоего координационного органа для обеспечения связи между всей банковской сферой и Федеральной Резервной Системой. Этот орган получил название Федеральный Консультационный Совет. Он состоит из двенадцати членов, каждого из которых выдвигает и избирает из своей среды соответствующий Федеральный Резервный банк. Совет собирается 4 раза в год на совместное заседание с управляющими Федеральной Резервной Системы и обмениваются мнениями о широком спектре финансово-экономических и денежно-кредитных отношений. Члены Федерального Консультационного Совета доводят эту информацию до сведения Резервных банков в своих округах. Совет Управляющих ФРС не обязан выполнять рекомендации этого органа; отсутствие реальной власти в области денежно-кредитных отношений делает Федеральный Консультационный Совет органом, не привлекающим особого внимания общественности.

## НЕЗАВИСИМОСТЬ ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ

Федеральная Резервная Система функционирует как независимый орган Федерального правительства США. Законодательно установлено, что ФРС является рабочим органом Конгресса США, хотя Президент США и назначает членов Совета Управляющих ФРС, исходя из рекомендаций и заручившись согласием в Сенате. Будучи представителем Конгресса США, Федеральная Резервная Система лишь ему и подотчетная, то есть никаких обязательств перед органами исполнительной власти США не несет. Лишь Конгресс США может распустить и ликвидировать ФРС, если, конечно, сочтет такое решение целесообразным. Такое положение вещей отличает ФРС, скажем, от органов юстиции США, которые формировались на основании конституционных актов.

Члены Конгресса США ревностно охраняют свою власть над Федеральной Резервной Системой от посягательств со стороны органов исполнительной власти и не устают напоминать вновь назначенным официальным лицам ФРС об их ответственности исключительно перед Конгрессом США. Члены Конгресса США зачастую публично опротестовывают вмешательство исполнительной власти в действия Федеральной Резервной Системы. Так, например, конгрессмен Райт Пэтмен, в бытность свою председателем комиссии Конгресса по банковскому делу и денежному обращению, организовал ряд слушаний в Конгрессе по этим поводам.

**Независимый (от федерального правительства США) орган** — организационная структура, основанная по распоряжению Конгресса США, ему подотчетная и находящаяся вне любого контроля со стороны исполнительной власти.

Члены Конгресса США ревностно охраняют свою власть над Федеральной Резервной Системой от посягательств со стороны органов исполнительной власти и не устают напоминать вновь назначенным официальным лицам ФРС об их ответственности исключительно перед Конгрессом США. Члены Конгресса США зачастую публично опротестовывают вмешательство исполнительной власти в действия Федеральной Резервной Системы. Так, например, конгрессмен Райт Пэтмен, в бытность свою председателем комиссии Конгресса по банковскому делу и денежному обращению, организовал ряд слушаний в Конгрессе по этим поводам.

## 11.1 Денежная политика в действии

### ФЕДЕРАЛЬНЫЙ КОМИТЕТ ОТКРЫТОГО РЫНКА: С ЗАКОНОМ НА НОЖАХ!

Федеральный комитет Открытого Рынка почти наверняка является одной из наиболее мощных и власть имущих организаций в Соединенных Штатах.

Семь из двенадцати его постоянных членов — это управляющие Федеральной Резервной Системы, которые выбираются и назначаются аналогично другим представителям правящей администрации с благословения Президента США и утверждаются соответствующей сенатской комиссией Конгресса США.

Каждый из претендентов на эти должности проходит через горнило тщательного и придирчивого обсуждения как в прессе, так и в законодательных кругах. Это, конечно, не означает, что все избранные уж очень умны и способны принести огромную пользу стране, однако оценить их потенциал и интеллектуальный уровень при проведении подобных процедур, становится несколько проще.

Однако, в силу сложившейся структуры и организации, в Федеральном Комитете Открытого Рынка имеется еще 5 постоянных членов и 11 человек так или иначе имеют отношение к его деятельности, претендуя на четыре места, дающие их обладателям немалую власть и силу. Поясним последнее обстоятельство. Президенты Федеральных Резервных банков Бостона, Ричмонда и Филадельфии занимают по очереди место в ФКОР сроком на один год, начиная с 1 марта текущего года. Аналогичным образом занимают еще два места: одно «разыгрывается» между Атлантой, Далласом и Сент-Луисом, другое среди Миннеаполиса, Канзас-Сити и Сан-Франциско.

Кливленд и Чикаго находятся в несколько более привилегирован-

ном положении — им достается одно место на двоих, а Нью-Йорк, как всегда, преуспевает лучше всех: ему гарантируется постоянное пятое место в Федеральном Комитете Открытого Рынка. Такая сложная процедура возникла в результате исторической случайности. При оформлении организационной структуры ФРС в 1913 году первоначально предполагалось, что каждый Федеральный Резервный округ будет приводить в экономическую жизнь собственную независимую денежно-кредитную политику, которая будет подконтрольна лишь Федеральному банку этого округа. Почти десять лет никому не приходило в голову, что операции Федерального Резервного банка Миннесоты на финансовых рынках имеют непосредственное влияние и на жителей Атланты. Более того, Федеральные Резервные банки Далласа или, скажем, Чикаго могли действовать, преследуя совершенно противоположные цели, сводя, таким образом, на нет усилия друг друга.

В конце двадцатых годов представители различных округов ФРС начали встречи на неформальной основе, пытаясь разработать совместные программы действия. Законодательно эти отношения были оформлены Конгрессом США в 1935 году.

В то время происходила борьба за влияние в Федеральной Резервной Системе между Советом Управляющих, дислоцированным в Вашингтоне, и Федеральным Резервным банком Нью-Йорка. К тридцатым годам вырисовалась окончательная победа Совета Управляющих. Таким образом, председатель Совета Управляющих ФРС стал и председателем Федерального Комитета Откры-

того Рынка, а президент Федерального Резервного банка Нью-Йорка стал вице-президентом и постоянным членом ФКОР с правом решающего голоса.

Семь членов совета Управляющих ФРС, являющихся одновременно членами Федерального Комитета Открытого Рынка, составляют в последнем практически квалифицированное большинство, однако последнее время общественность стала проявлять обеспокоенность остальными фигурами ФКОР и, в особенности, механизмом их выдвижения и назначения. В 1976 году член Палаты Представителей Генри Рейсс, демократ от штата Висконсин, возбудил дело в окружном суде федерального округа Колумбия, обвиняя Федеральный Комитет Открытого Рынка в антиконституционных действиях. Этот иск не был принят к рассмотрению в силу причин чисто технического и протокольного характера, но вслед за ним целый ряд дел аналогичного толка был принят к производству. Один иск вчинил сенатор Рейгл, штат Мичиган; другой был представлен на рассмотрение группой частных лиц, громко называвших себя Комитетом по денежной реформе. Затем сенатор Джон Мелчер из Монтаны заявил, что его права как члена Сената США утверждать и назначать должностных лиц высшего эшелона власти согласно статье 3 Конституции США в случае с Федеральным Комитетом Открытого Рынка явно нарушены. Ни одно из последовавших судебных разбирательств ни на йоту не изменило структуру ФКОР.

Источник: по данным Lindley H. Clark, Jr., «The Federal Reserve My Be Living Outside the Law», The Wall Street Journal, July 22, 1986, p. 31.

### Отчеты конгрессу США

Являясь органом Конгресса США, Федеральная Резервная Система представляет в Конгресс ежегодный отчет о своей деятельности, а также, по требованию Конгресса США, регулярно передает и иную информацию. За всю историю Федеральной Резервной Системы ее отношения с Конгрессом складывались далеко не формальным образом. В 1975 году контроль со стороны Конгресса за деятельностью ФРС был усилен: председатель Совета Управляющих ФРС с этого момента на регулярной основе начал консультации с соответствующими комиссиями Конгресса для обсуждения текущих экономических проблем, тактических и промежуточных целей денежно-кредитной политики и планов ее воплощения в жизнь. (House Concurrent Resolution 133, March 23, 1975.) Эти мероприятия привели к более тесному контакту и сотрудничеству между Конгрессом США и Федеральной Резервной Системой. Закон о реформе Федеральной Резервной Системы 1977 года и Закон Хэмфи — Хоукинса 1978 года (Закон о Полной Занятости и сбалансированном Росте) обязали ФРС представлять отчетные материалы Конгрессу США по ряду основных позиций и параметров денежно-кредитных отношений каждое полугодие. (См. Federal Reserve Bulletin, December 1977, pp. 1076—1078; and Board of Governors of the Federal Reserve System, 1978 Annual Report, pp. 338—340.)

### Точка зрения противников независимости ФРС

Существует и другой взгляд на сложившееся положение вещей: ряд экспертов и наблюдателей без особого восторга признают «независимость» Федеральной Резервной Системы, считая, что силой, направляющей деятельность ФРС, должна быть власть исполнительная, а отнюдь не законодательные органы. Основной их аргумент в этом споре — это обеспечение бесконфликтности денежно-кредитных мероприятий с иными (например, налогово-бюджетными — прим. ред.) мерами федерального правительства, направленными на предотвращение инфляционных процессов и обеспечение полной занятости.

До принятия Закона о Банках 1935 секретарь Государственного Казначейства США и Государственный Контролер денежного обращения обладали правом неофициального членства в Совете Управляющих ФРС; указанным законодательным актом подобная практика была отменена. Позднее, в восьмидесятые годы, в Конгрессе начали раздаваться призывы вернуть секретаря Государственного Казначейства в Совет Управляющих ФРС. Несмотря на юридическую независимость от исполнительных органов власти федерального правительства, вполне разумно и очевидно предположить, что Федеральная Резервная Система проявляет чувствительность и должное понимание к проблемам и заботам исполнительной власти, наравне с другими департаментами и подразделениями федерального правительства США. (JAMES M. Buchanan, «Easy Budgets and Tight Money» Lloyds Bank Review (April 1962), pp. 17—30, в книге Richard A. Ward, ed., Monetary Theory and Policy (Scranton, International Textbook Co., 1966), pp. 164—177.) Те, кто следит за действиями федерального правительства, несомненно заметили, что открытые конфликты с наиболее высокопоставленными официальными лицами, представляющие исполнительную власть, никогда не идут на благо руководителям того или иного департамента, либо организации.

Некоторые полагают, что независимость Федеральной Резервной Системы должна строиться по образу и подобию отделения системы американского судопроизводства от малейшего политического давления со стороны правительственных органов. Такие взгляды зачастую находят поддержку в прессе, банковских сферах и даже среди официальных представителей ФРС. Однако, мало кто из здравомыслящих экспертов всерьез считает, что ФРС когда-либо была независима именно в этом смысле, — скорее денежно-кредитная политика Федеральной Резервной Системы, гибкая или жесткая, оказывает, сколь это возможно, поддержку экономического курса Президента и членов Конгресса.

## ОБЪЕДИНЕННЫЙ БАЛАНСОВЫЙ ОТЧЕТ ДВЕНАДЦАТИ ФЕДЕРАЛЬНЫХ РЕЗЕРВНЫХ БАНКОВ

**Счет золотых сертификатов** — позиция активов Федеральных Резервных банков, учитывающая наличие золотых сертификатов, которыми они располагают.

**Золотой сертификат** — бумажные деньги, имевшие хождение в США до 1933 года, которые обеспечивались золотым запасом Государственного Казначейства США (т. е. своего рода сохранная расписка на то или иное количество золота, выданная Казначейством США в обмен на металл Федеральной Резервной Системе. Отметим, что в финансовой практике США существовали и серебряные сертификаты — прим. ред.)

В таблице, представленной на рисунке 11.2, приведены основные виды активов, пассивов и счетов движения капитальных средств Федеральных Резервных банков по положению на 30 ноября 1986 года. Хотя каждый из двенадцати Федеральных Резервных банков как отдельная финансовая корпорация имеет свои собственные счета, в приведенной ниже таблице объединены соответствующие позиции всех Федеральных Резервных банков; каждая статья приведенного балансового отчета подробно обсуждается.

### Активы Федеральных Резервных банков

**Золотые сертификаты.** Позиция «счет золотых сертификатов» (в 1979 году несколько коммерческих банков США начали выпуск так называемых «золотых сертификатов» с номинальной стоимостью в 1000 долларов и выше. Несмотря на абсолютное совпадение названий, «золотые сертификаты» коммерческих банков с рас-

### Объединенный балансовый отчет 12-ти Федеральных Резервных банков (миллиарды долларов) 30 ноября 1986 года

Балансовый отчет Федеральных Резервных банков отражает их многогранную роль как проводников денежно-кредитной политики в экономическую жизнь Америки: обеспечение финансовых услуг банковской системе США; оказание банковской помощи органами федерального правительства США; активное участие в международных валютно-кредитных операциях и процессах международной торговли. С точки зрения внутренней денежно-кредитной политики ключевыми активами являются хранение ценных бумаг федерального правительства США и ссуды депозитным учреждениям, тогда как ключевые пассивы — это банкноты ФРС и депозиты. Функции Федеральных Резервных банков в процессе оказания финансовых услуг отражены в позициях активов «чеки и другие платежные документы на инкассо (в процессе инкассации)» и пассивов — «отложенный (неразмещенный) кредит»; обе эти позиции облегчают процесс клиринга чеков. Помощь со стороны ФРС федеральному правительству находит свое отражение в позиции «вклады Государственного Казначейства США». И, наконец, роль Федеральной Резервной Системы как активнейшего участника транснациональных валютно-кредитных отношений отражена в позициях активов «активы, деноминированные в иностранной валюте», «счет сертификатов специальных прав заимствования (СДР)», и депозитов иностранных правительственных органов и центральных эмиссионных банков, — в пассивах.

| Активы  |         | Пассивы и счета движения капиталных средств |         |
|---|---------|---|---------|
| Счет золотых сертификатов   | 11,084  | Банкноты ФРС                                | 190,327 |
| Монеты  | 0,507   | Вклады:                                     |         |
| Счет сертификатов специальных прав заимствования (СДР)                                    | 5,018   | Депозитные учреждения                       | 36,296  |
| Ценные бумаги федерального правительства США и иные обязательства федеральных институтов: |         | Государственное Казначейство США            | 2,529   |
| Покупки ценных бумаг  | 202,705 | Иностранные и прочие                        | 0,650   |
| Хранение ценных бумаг согласно соглашениям о продаже с обратным выкупом                   | 1,765   | Отложенный (неразмещенный) кредит           | 3,973   |
| Ссуды   | 0,557   | Другие пассивы и накопленные дивиденды      | 2,242   |
| Чеки и другие платежные документы на инкассо (в процессе инкассации)                      | 4,721   | Счета движения капиталных средств           | 4,238   |
| Активы, деноминированные в иностранной валюте   | 9,179   | Итого пассивов:                             | 242,255 |
| Банковские помещения и другие активы  | 6,719   |   |         |
| Итого активов:  | 242,255 |   |         |

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A 10.

Рис. 11.2

смаатриваемым видом активов ФРС не имеют ничего общего. По сути они являются обычными чеками на приобретение конкретного количества золота в слитках, которое некий коммерческий банк реализует для своих потребителей. Такая финансовая услуга обеспечивает клиентом удобство вложения своих средств в золото — разумеется, если они того пожелают.— прим. авт.) показывает количество золотых сертификатов, находящееся во владении Федеральных Резервных банков. Золотые сертификаты обеспечиваются золотым запасом Государственного Казначейства США; цена золота в этой позиции активов Федеральных Резервных банков составляет 42,22 доллара за одну тройскую унцию золота, что, естественно, значительно ниже его текущей рыночной цены. Эта официальная цена золота была установлена Конгрессом США в 1973 году и с тех пор не пересматривалась. В главе 13 будет объяснено, каким образом фиксация официальной цены золота упрощает финансовые операции ФРС. Отметим для любопытствующих, что Государственное Казначейство США хранит золотой запас в местечке Форт-Нокс, штат Кентукки. В настоящий момент Федеральные Резервные банки владеют всеми золотыми сертификатами, когда-либо выпущенными Государственным Казначейством США. В 1934 году все коммерческие банки и другие хозяйственные агенты, включая отдельных граждан, были обязаны возвратить имеющиеся у них в наличии золотые сертификаты (заметим, что серебряные сертификаты просуществовали до 1963 года — прим. ред.) в Федеральные Резервные банки, где их обменивали на банкноты ФРС, либо размещали соответствующий вклад.

До 1971 года Государственное Казначейство США производило куплю-продажу золота по цене 35 долларов за тройскую унцию и величина позиции «счет золотых сертификатов» изменилась в соответствии с этими процессами.

В 1971 году было объявлено, что Государственное Казначейство США прекращает операции подобного рода. С тех пор эта позиция активов Федеральных Резервных банков изменялась очень редко — в 1972 году, когда официальная цена золота поднялась до 38 долларов за унцию и в 1973 году, когда было зарегистрировано дальнейшее повышение официальной цены золота до 42,22 долларов за одну тройскую унцию. Последние изменения этой позиции отмечались в период с 1974 по 1976 годы, когда Государственное Казначейство США было вынуждено продавать с аукциона золотые слитки как гражданам США, так и иностранным представителям, фирмам и банкам, изо всех сил стараясь, поддерживать на фиксированном уровне обменный валютный курс доллара относительно валют ряда других государств<sup>1</sup>.

До 1968 года Федеральным Резервным банкам в законодательном порядке вменялось в обязанность хранить определенное количество золотых сертификатов, причем оно не могло составлять менее 25% от суммы Федеральных Резервных банкнот, выпущенных в обращение. Затем это обязательство было обменено, причем отметим, что резервное обеспечение золотыми сертификатами депозитов в Федеральных Резервных банках перестало быть обязательным тремя годами ранее. Первоначально резервное обеспечение банкнот и депозитов в ФРС золотыми сертификатами составляло большую величину (так, например, с 1934 по 1945 годы — 40% — прим. ред.), определяя тем самым верхний предел эмиссии банкнот и роста вкладов в Федеральных Резервных банках.

**Монеты.** Монеты — вторая позиция активов в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков — представляют собой металлические монеты, отчеканенные Государственным Казначейством США, и хранящиеся в Федеральных Резервных банках. Как показано в таблице на 30 ноября 1986 года Федеральные Резервные банки имели в своем распоряжении монет на сумму 507 млн долларов. Федеральные Резервные банки приобретают монеты на монетных дворах Государственного Казначейства и оплачивают их, размещая соответствующие вклады.

Большинство коммерческих банков при необходимости пользуются этими запасами, но также могут помещать любое количество звонкой монеты, оказавшейся по каким-либо причинам излишней, на вклады в Федеральные Резервные банки.

**Специальные права заимствования (СДР)**<sup>2</sup>. Позиция «счет сертификатов специальных прав заимствования» появилась в активах Федеральных Резервных банков с января 1970 года в связи с начавшейся эмиссией специальных прав заимствования (*special drawing rights*), проводимой под эгидой Международного Валютного Фонда; специальные права заимствования представляют собой особый тип международной валюты, используемой лишь для межправительственных расчетов стран-участниц МВФ. Специальные права заимствования по сути своей являются активом, альтернативным золоту, либо долларам, — подробнее этот вопрос освещен в главе 13 Государственное Казначейство США вправе обменять любое количество СДР на валюту какой-либо страны.

Когда Государственное Казначейство США получает СДР от Международного Валютного Фонда или иной страны, оно вправе (если конечно, того пожелает)<sup>3</sup> выпустить соответствующие сертификаты и поместить их в Федеральные Резервные банки. В приведенной ранее таблице показано, что на 30 ноября 1986 года Государственное Казначейство США выпустило и разместило в Федеральных Резервных банках сертификатов специальных прав заимствования на сумму 5,018 млн. долларов. Сертификаты СДР могут депонироваться только в Федеральных Резервных банках, а их выпуски ограничены реальным количеством СДР, находящимся в собственности Государственного Казначейства США. Обычно Казначейство США выпускает несколько меньшее количество сертификатов СДР, чем позволяет это имеющаяся возможность. Со счетами сертификатов специальных прав заимствования обращаются также, как со счетами золотых сертификатов: расчеты и операции по ним между Федеральными Резервными банками и Государственным Казначейством США принимают форму книжной записи.

**Ценные бумаги.** Одной из наиболее важных позиций активов Федеральных Резервных банков являются «ценные бумаги федерального правительства США и обязательства федеральных институтов». Со стороны ФРС — это основной инструмент управления денежно-кредитной политикой; во время проведения операций на открытом рынке ценных бумаг Федеральная Резервная Система осуществляет их куплю-продажу. Ценные бумаги федерального правительства, приобретенные на основании соглашений об обратном выкупе, рассматриваются отдельно в следу-

<sup>1</sup> Весьма подробно эти моменты изложены в главе 22. — прим. ред.

<sup>2</sup> См. также часть V настоящей книги. — прим. ред.

<sup>3</sup> В книге Ю. В. Пашкуса «Деньги: прошлое и современность», Л., изд. ЛГУ, 1990, подчеркивается (стр. 73), что «Казначейство в этом случае обязано выпустить под все количество приобретенных им специальных прав заимствования соответствующее число сертификатов». Как мы видим здесь, подобных обязательств у Казначейства США нет — прим. ред.

ющей главе. Те, кто следит за денежно-кредитной политикой, внимательно изучают изменения, происходящие в этой позиции, усматривая в них скрытые тенденции развития финансовой политики, еще до официальных деклараций о ближайших намерениях ФРС. Мы уже говорили, что операции на открытом рынке ценных бумаг преследуют лишь определенные финансово-экономические и политические цели, а отнюдь не служат средством максимизировать прибыли, хотя ряд данных дают основание предположить, что действия ФРС не всегда бескорыстны и некую прибыль от операций на открытом рынке Федеральная Резервная Система извлекает. В ноябре 1986 года в Федеральных Резервных банках было сосредоточено ценных бумаг федерального правительства на огромную сумму — более чем на 204 миллиарда долларов!

**Ссуды.** Федеральные Резервные банки предоставляют ссуды и открывают кредит только другим банкам, но не промышленным деловым предприятиям и частным лицам. Закон о Федеральной Резервной Системе и преследовал в качестве одной из основных своих целей создать и обеспечить банковской системе необходимые механизмы и удобства для получения займов. До недавнего времени в балансовых отчетах Федеральных Резервных банков ссуды подразделялись на «дисконтные и авансовые», причем между этими типами ссуд различие остается и по сей день. Наиболее общепринятым типом ссуд является простой вексель (долговое обязательство), подписанный управляющим банка и обеспеченный ценными бумагами федерального правительства. Кроме того, банки могут получать ссуды у Федеральных Резервных банков путем дисконтирования коммерческих ссуд и кредитов. При такой практике получения ссуд некий банк продает с дисконтом имеющуюся у него ссуду Федеральному Резервному банку на определенный период времени. В конце этого срока банк выкупает обратно свою ссуду по ее номинальной стоимости. Норма процента, которую банк выплачивает по таким займам известна как учетная (дисконтная) ставка. Управление банковскими учетными ставками путем их повышения или понижения дает Федеральным Резервным банкам еще один мощный инструмент влияния и контроля денежно-кредитных мероприятий в экономической системе. Число депозитных учреждений, имеющих право прибегать к ссудам и кредитам в Федеральных Резервных банках, в 1980 году было существенно расширено. С этого момента к ним стали относиться банки, не являющиеся членами ФРС, ссудосберегательные учреждения и филиалы иностранных банков, оперирующих в США.

В основном Федеральные Резервные банки предоставляют ссуды по трем причинам: удовлетворяя потребности банков в обязательных резервах, предоставляя сезонные ссуды, и поддерживая банки, оказавшиеся в затруднительных финансовых обстоятельствах. Первые два типа ссуд составляют так называемые сезонные и адаптационные займы, а третий обычно называется «продолгованный кредит». Надо отметить, что вплоть до последнего времени, отличавшегося нестабильностью банковской сферы, ссуды банкам для удовлетворения их потребности в обязательных резервах составляли основную часть в общем объеме ссуд, предоставляемых Федеральными Резервными банками (см. также рис. 11.3).

Банки должны просчитывать свои потребности в обязательных резервах не реже, чем один раз в две недели. Возникающая нехватка обычно восполняется займами, хотя Федеральные Резервные банки и не поощряют практику выдачи ссуд, которые будут явно направлены на извлечение заемщиком прибыли. Этим обстоятельством объясняется столь частый дефицит банковских резервов; займы для обеспечения обязательных резервов иногда облагаются дополнительным сбором — несколько процентных пунктов выше существующей в момент предоставления займа учетной ставки. Это делается для того, чтобы не поощрять банки к займам в течение нескольких недель подряд, либо на несколько недель в квартал или календарный год.

В период между 1973 и 1974 годами Федеральные Резервные банки расширили свою практику предоставления ссуд. В частности стали либеральнее относиться к сезонным займам. Теперь небольшие банки, не обладающие надежным доступом на рынки ценных бумаг федерального правительства, могут заранее организовать и получить сезонный займ.

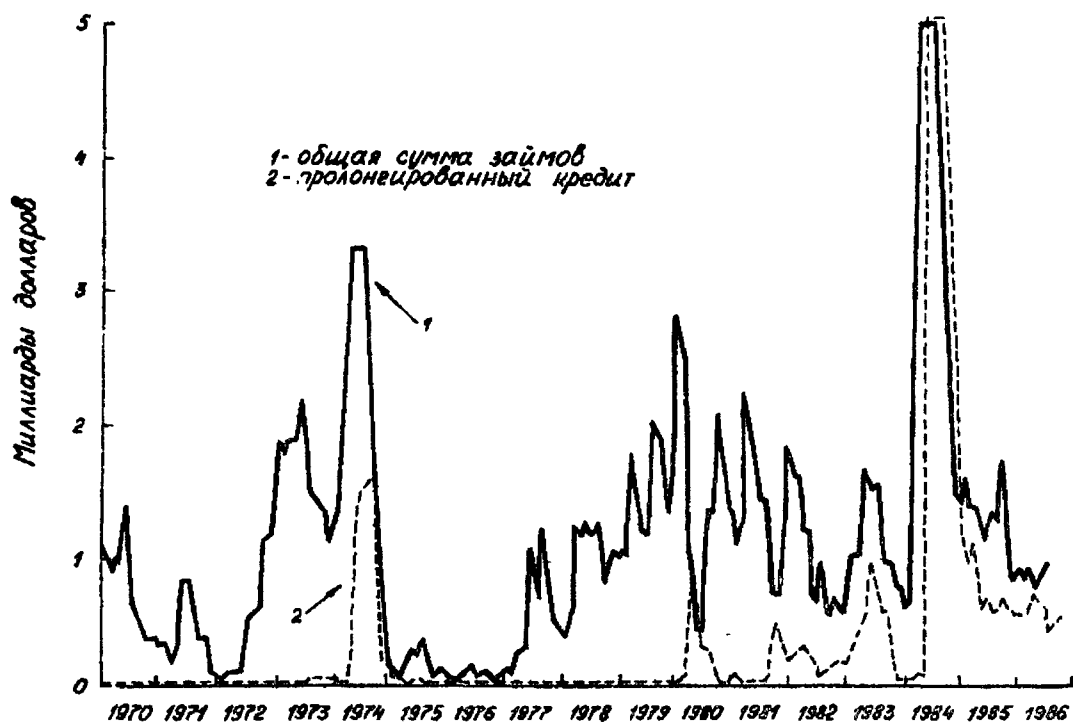
Важность получения ссуд и кредитов для банков, попавших в сложные финансовые обстоятельства, обсуждалась ранее в главе 9. Увеличение выдачи ссуд и предоставления кредитов в 1974 и в 1984 годах (обратите внимание на рис. 11.3) объясняется именно этим фактом. Федеральные Резервные банки, проводя в жизнь такие мероприятия, рассчитывают, что по окончании кризисов эти банки погасят ссуды и выплатят кредиты, а затем прибегнут к займам на более длительные сроки, чем другие банки. Предоставление таких ссуд дает терпящим бедствие банкам достаточно времени, чтобы без особых убытков освободиться от не приносящих доходов активов; кроме того, в этом случае ссуды выдаются по относительно низким процентным ставкам.

**Чеки и другие платежные документы на инкассо (в процессе инкассации).** Позиция «чеки и другие платежные документы на инкассо» в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков показывает количество чеков, полученное Федеральными Резервными банками, но еще не инкассированных с банков, на которые они были выписаны. Когда Федеральный Резервный банк получает чек, выписанный на банк, находящийся в другом федеральном резервном округе, он посылает его в Федеральный Резервный банк соответствующего округа для инкассирования. В течение времени, пока чеки находятся в процессе инкассации, их сумма является банковским активом.

**Активы, деноминированные в иностранной валюте.** Позиция «активы, деноминированные в иностранной валюте» включает в себя находящиеся на хранении в Федеральных Резервных банках иностранные девизы в форме ценных бумаг иностранных правительственных органов, либо иностранную валюту в форме кассовых остатков, деноминированных в иностранных банках. Иностранная валюта — главным образом немецкие марки, швейцарские франки и японские иены — обеспечивают возможность проведения валютных интервенций на внешних валютных рынках.

### Займы у Федеральной Резервной Системы, 1970—1986 гг.

Ссуды, предоставляемые Федеральными Резервными банками обычно классифицируются на два основных типа: сезонные и адаптационные займы и пролонгированный кредит. Первый тип являет собой займы, предоставленные банкам, для того чтобы помочь им адаптироваться к изменениям во времени притоков и оттоков вкладов. Эти ссуды и займы обычно погашаются и выплачиваются в относительно короткие сроки. Пролонгированный кредит по своей сути — это ссуды банкам, оказавшимся в сложном финансовом положении. Эти ссуды могут не погашаться до момента разрешения возникших затруднений. Как показывает приведенный график, большую часть времени ссудная практика служила в основном сезонным и адаптационным целям. Значительный кредит, предоставленный Федеральным Резервным банком Нью-Йорка Национальному банку Франклина, незадолго до финансового краха последнего, объясняет резкий пик значений пролонгированного кредита в 1974 году. Однако, начиная с восьмидесятых годов, растущие трудности в банковской сфере потребовали увеличения объемов пролонгированного кредита, несмотря на окончание в 1983 году экономического спада. Например, в 1984 году Федеральная Резервная Система предоставила огромную ссуду размером в 3,5 млрд. долларов банкам «Континентал Иллинойс Бэнк» и «Чикаго Траст», чье финансовое положение было весьма и весьма неустойчиво.



Источник: Federal Reserve Board of Governors

Рис. 11.3.

Как будет подробно объяснено в главе 22, с 1973 года творцы американской денежно-кредитной политики зачастую прибегали к валютным интервенциям на внешних валютных рынках, — дело в том, что приблизительно в это время целый ряд основных индустриальных государств-участников процессов международной торговли перешел от системы фиксированных (в определенных пределах) валютных обменных курсов к «плавающим» валютным курсам. Например, в 1979 году, когда стоимость доллара относительно немецкой марки сильно упала, Федеральное Резервное банк Нью-Йорка произвел на внешних валютных рынках огромные закупки долларов, рассчитываясь немецкими марками и пытаясь стабилизировать обменный курс доллара. В 1981 году при вступлении в должность Президента США Рональда Рейгана, а его «команды» — на ключевые административные посты, Федеральная Резервная Система на время прекратила практику осуществления валютных интервенций на внешних рынках; однако действия зарубежных центральных эмиссионных банков заставили ФРС возобновить осуществление таких мероприятий в тех случаях, когда по мнению экспертов ФРС, «необходимо стабилизировать ситуацию и установить порядок на внешних валютных рынках».



Между 1980 и 1985 годами стоимость доллара относительно английского фунта стерлингов и немецкой марки возросла примерно на 40%. Это обстоятельство усилило растущие требования в США понизить стоимость доллара, что оказало бы существенную помощь американским отраслям промышленности, ориентированным на выпуск экспортной продукции, и уменьшение дефицита платежного баланса. В 1985 году последовало соглашение между США и еще четырьмя наиболее экономически развитыми странами о понижении стоимости доллара, осуществляемом посредством закупок Федеральными Резервными банками определенного количества иностранной валюты за доллары. Такие закупки на внешних валютных рынках имеют на банковские резервы такое же по своей сути влияние, как и закупки ценных бумаг федерального правительства США на открытом рынке ценных бумаг.

**Другие активы.** Позиция «банковские помещения и другие активы» включает в себя стоимость зданий и сооружений Федеральных Резервных банков и некоторые другие активы, как например, накопленные проценты, другие счета дебиторов и премии по ценным бумагам.

### Пассивы и счета движения капитальных средств Федеральных Резервных банков

**Банкноты Федерального Резерва (ФРС).** Первая позиция пассивов объединенного балансового отчета Федеральных Резервных банков «Банкноты Федерального Резерва» показывает общее количество банкнот, выпущенных Федеральными резервными банками. Каждый Федеральный Резервный банк хранит в своих сейфах большое количество этих банкнот, готовых к использованию, но пока они действительно не выпущены в обращение, эти банкноты не рассматриваются как пассивы и не имеют никакого значения и воздействия на экономическую систему. Как ранее объяснялось в главе 9, способность выпускать банкноты, как собственные пассивы, являются одной из наиболее существенных характеристик центральных эмиссионных банков. Банкноты Федерального Резерва, выпущенные в обращение на ноябрь 1986 года составляли огромную сумму в 190 миллиардов долларов.

**Вклады.** Вклады депозитных учреждений представляют собой общую сумму депозитов коммерческих банков и ссудосберегательных учреждений в Федеральных Резервных банках. Большинство из этих вкладов — это резервные депозиты, которые коммерческие банки и ссудосберегательные учреждения обязаны хранить в Федеральных Резервных банках.

Часть этих вкладов состоит из депозитов, связанных с выполнением определенных финансовых услуг, и превышающих поэтому обязательные резервные депозиты, которые привлекаются исключительно для обеспечения процесса клиринга чеков. Как указывалось в главе 5, клиринг чеков — это весьма важная функция Федеральных Резервных банков. Для каждого депонированного чека Федеральный Резервный банк делает соответствующую запись на кредит депонирующего банка, и относит на дебет счета банка, на который этот чек был выписан.

Как объяснялось ранее, банки могут изымать с депозитных счетов наличные средства, обеспечивая этим спрос на бумажные деньги и монеты, либо они могут депонировать избыток наличности на свои счета. Изменения суммарной величины резервного баланса банка значительно влияет на его деятельность.

**Депозиты Государственного Казначейства США** — это основной текущий счет федерального правительства США. Хотя сначала Государственное Казначейство депонирует полученные им налоговые суммы в коммерческих банках и других депозитных учреждениях, затем оно переводит эти денежные средства в Федеральные Резервные банки и их филиалы. Такая процедура осуществляется несколько раз в неделю. Большинство чеков, которые выписывает Государственное Казначейство США для оплаты расходов федерального правительства, относится к его вкладам в Федеральных Резервных банках.

Депозиты иностранных владельцев представляют собой официальные чековые счета, принадлежащие центральным эмиссионным банкам других стран, Банку Международных Расчетов и небольшому количеству зарубежных правительственных органов. Центральные эмиссионные банки многих стран обычно размещают свои вклады за рубежом, облегчая тем самым расчеты по международным финансово-торговым операциям.

Прочие депозиты включают в себя вклады Международного Валютного Фонда и некоторых других транснациональных организаций, специальный счет секретаря Государственного Казначейства и вклады различных корпораций федерального правительства (находящиеся под государственным контролем — прим. пер.). Частные фирмы и корпорации, власти штатов и округов, частные лица не имеют права размещать вклады в Федеральных Резервных банках.

**Отложенный (неразмещенный) кредит** — счет пассивов в балансовом отчете Федерального Резервного банка для обеспечения покрытия чеков, которые он должен получить от банков, находящихся в других Федеральных Резервных округах.

**Отложенный (неразмещенный) кредит.** Эта позиция пассивов Федеральных Резервных банков представляет собой то количество чеков, которое они уже получили, но не прибавали их к счетам банков, которые их депонировали. Кредит (для этих чеков, которые должны быть посланы в другие Федеральные Резервные банки для инкассации) может быть отложен до двух дней, в зависимости от расстояния до соответствующего банка. Задержка кредитования чеков уменьшает абсолютную величину флуктуаций банковских резервов, возникающих в связи с изменением сумм, находящихся в процессе инкассирования. Разность между позицией ак-

тивов «чеки и другие платежные документы на инкассо» и позицией пассивов «отложенный кредит» называется «флоут» (float) и подробно обсуждается в главе 13.

Прочие пассивы и накопленные дивиденды оценивают действующие, но еще не оплаченные к моменту составления балансового отчета обязательства банков.

**Счета движения капитальных средств.** Счета движения капитальных средств включают в себя оплаченную часть акционерного капитала (акционерный капитал), прибыль и некоторые другие счета движения капитальных средств. Банки-члены ФРС владеют всеми акциями Федеральных Резервных банков, а оплаченная часть акционерного капитала равна общей сумме выпущенных и обращающихся акций.

Принято считать, что Федеральные Резервные банки не пытаются увеличить размеры счетов движения капитальных средств, как то делают предприятия и фирмы в погоне за максимизацией своих прибылей. Так, например, закон предусматривает, что в случае ликвидации Федерального Резервного банка его резервный капитал и прибыль переходит в руки федерального правительства США, а отнюдь не его владельцам — банкам — членам ФРС. С 1964 года резервный капитал Федеральных Резервных банков равнялся оплаченной части акционерного капитала, и, по мере увеличения объемов нераспределенной прибыли, Федеральные Резервные банки сохраняют некоторую часть чистого валового дохода за вычетом текущих расходов.

Позиция «прочие счета движения капитальных средств» оценивает неразмещенный валовой доход за вычетом текущих расходов за год до момента составления балансового отчета. Получение прибыли в виде процента заставляет Федеральные Резервные банки уменьшать вклады депозитных учреждений, прибегающих к заемным средствам, и увеличивает другие счета движения капитальных средств; аналогичная процедура возможна и с ценными бумагами Государственного Казначейства. Впрочем, эти финансовые операции никак не отражаются на активах Федеральных Резервных банков.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Конгресс США в 1913 году образовал Федеральную Резервную Систему с целью стабилизации банковской сферы и во избежание банковских кризисов, подобных кризису 1907 года.

2. Децентрализованная организация Федеральной Резервной Системы обеспечивает высокую степень участия заемщиков, кредиторов и широких слоев населения различных географических регионов США в деятельности центральных банков.

3. Федеральный Комитет Открытого Рынка контролирует наиболее важный инструмент воплощения в экономическую жизнь определенной денежно-кредитной политики — куплю-продажу ценных бумаг федерального правительства США.

4. Являясь независимым от исполнительной власти органом, Федеральная Резервная Система подотчетна лишь Конгрессу США. Хотя проводимая ФРС денежно-кредитная политика в принципе может входить в противоречия с важнейшими экономическими программами, такие конфликты в реальности наблюдаются весьма нечасто.

5. Существуют две наиболее важные категории активов Федеральных Резервных банков: ценные бумаги федерального правительства США и ссуды; наиболее важные категории пассивов: общая сумма банкнот Федерального Резерва, находящаяся в обращении, и резервные депозиты коммерческих банков и ссудосберегательных учреждений.

### Термины для повторения

Федеральные Резервные банки

Банки-члены ФРС

Федеральный Комитет Открытого Рынка (ФКОР)

Независимый орган

Счет золотых сертификатов

Золотые сертификаты

Счет Сертификатов специальных прав заимствования

Специальные права заимствования (СДР)

Отложенный (неразмещенный) кредит

### Вопросы для повторения

1. Какими мотивами руководствовался Конгресс США, принимая решения об образовании ФРС?

2. Каково значение статуса ФРС как независимого органа?

3. Какие аргументы можно привести «за» и «против» статуса ФРС как независимого органа?

4. Каковы функции Совета Управляющих ФРС? Федерального Комитета Открытого Рынка? Федеральных Резервных банков?

5. Какой рабочий орган ФРС контролирует каждую из нижеперечисленных операций: операции на открытом рынке ценных бумаг; изменения банковских учетных ставок; изменения в требованиях к обязательным резервам; предписываемую маржу?

6. Каким образом все же обеспечивается некоторый контроль за деятельностью ФРС со стороны исполнительных органов власти?

7. Как организация и структура ФРС способствует развитию влияния на нее со стороны банковских сфер, заемщиков, широкого круга заинтересованных частных лиц, различных географических регионов США?

8. Почему в прошлом целый ряд коммерческих банков избегал членство в ФРС?

9. Опишите каждый из следующих активов Федеральных Резервных банков: счет золотых сертификатов; счет сертификатов специальных прав заимствования; монеты; ценные бумаги федерального правительства США; активы, денонмированные в иностранной валюте; чеки и другие платежные документы на инкассо.

10. Опишите каждый из следующих пассивов Федеральных Резервных банков: банкноты Федерального Резерва; вклады депозитных учреждений; депозиты Государственного Казначейства США; депозиты иностранных банков и правительств; другие депозиты; отложенный (неразмещенный) кредит.

11. Каким образом получение процента от Государственного Казначейства США по ценным бумагам и обязательствам федерального правительства США влияет на балансовый отчет Федерального Резервного банка?

### Темы для обсуждения

1. Предположим, что Конгресс США повышает цену золота с 42,25 долларов за тройскую унцию до 300 долларов за то же количество золота. Обсудите влияние этого шага на объединенный балансовый отчет Федеральных Резервных банков.

2. Если какой-либо банк хочет получить займ у Федерального Резервного банка, то каким образом он может осуществить подобную сделку и каковы допустимые цели таких займов?

3. Если секретарь Государственного Казначейства считает, что ФРС должна проводить в жизнь более гибкую денежно-кредитную политику, то каким образом он может повлиять на этот выбор?

4. Если члены Конгресса пожелают расширить количество денег, находящихся в обращении, то есть осуществить денежную экспансию, то каким образом они могут повлиять на действия ФРС?

5. Обсудите различия между Федеральным Резервным банком и коммерческим банком.



# ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА: МЕТОДЫ КОНТРОЛЯ И УПРАВЛЕНИЯ

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Сравнить сферы ответственности Федерального комитета Открытого Рынка и управляющего текущими операциями на открытом рынке.**
- 2. Объяснить, почему операции на открытом рынке ценных бумаг стали для Федеральной Резервной Системы основным инструментом контроля за денежно-кредитными отношениями в экономической системе.**
- 3. Обсудить поддержку Федеральной Резервной Системы банковской учетной ставки на уровне краткосрочных норм процента и объяснить, почему такое положение вещей обычно приводит к циклическим изменениям в общей практике банковских займов, предназначенных для адаптации резервов банковской системы.**
- 4. Объяснить, каким образом снижение требований к уровню обязательных резервов депозитных учреждений увеличивает предложение денег и банковский кредит, а повышение этих требований приводит к обратным результатам.**
- 5. Описать уменьшающуюся в современном финансовом мире роль избирательных механизмов контроля, имеющих в распоряжении ФРС (предельный уровень ссуд, предоставляемых с целью приобретения ценных бумаг, регулирование процентных ставок по вкладам, контроль за банковским кредитом).**

В настоящей главе описываются основные механизмы контроля и управления денежно-кредитными отношениями, имеющиеся в распоряжении Федеральной Резервной Системы: операции на открытом рынке ценных бумаг, изменение банковских учетных ставок, изменения требований к уровню обязательных резервов коммерческих банков и ссудосберегательных учреждений. Рассмотрен и ряд менее значительных мероприятий, влияющих на денежно-кредитную политику. Далее, в главе 13, мы обратимся к уравниванию банковских резервов, включающему в себя все основные факторы, воздействующие на денежную базу. Федеральная Резервная Система может контролировать многие (но не все!) из этих процессов.

## ОПЕРАЦИИ НА ОТКРЫТОМ РЫНКЕ

Когда Федеральная Резервная Система делала свои прорывные шаги в экономической практике США, никто всерьез не рассматривал операции на открытом рынке в качестве некоего инструмента контроля экономических отношений.

**Операции на открытом рынке ценных бумаг** — купля-продажа Федеральной Резервной Системой ценных бумаг федерального правительства США, опосредованная через дилерскую сеть и преследующая цели контроля и управления сложившейся экономической ситуацией.

В это время ФРС приобретала ценные бумаги федерального правительства главным образом для того, чтобы заполучить достаточное количество приносящих прибыль активов, если доход от предоставленных Федеральными Резервными банками кредитов и ссуд оказывался по каким-либо причинам недостаточным. Большинство Федеральных Резервных банков сочли, что наиболее удобным местом проведения таких сделок является Нью-Йорк, и именно здесь в двадцатые годы неформальный комитет, составленный из представителей всех двенадцати Федеральных Резервных банков, начал координировать свои действия по ценным бумагам федерального правительства. Хотя практически сразу же после

начала своей деятельности этот орган начал влиять на состояние экономической системы, компенсируя посредством соответствующей купли-продажи ценных бумаг обращение золота в экономике и создавая дополнительные резервы для системы коммерческих банков, законодательно деятельность Федерального Комитета Открытого Рынка (ФКОР) была оформлена и легализована лишь после принятия Закона о Банках 1935 года.

### Директивные распоряжения ФКОР

Федеральный Комитет Открытого Рынка руководит операциями на открытом рынке ценных бумаг. На своих собраниях члены ФКОР рассматривают сложившиеся экономические условия и определяют наиболее подходящую по их мнению денежно-кредитную политику и направления ее развития. После этого Федеральный Комитет Открытого Рынка готовит директивное распоряжение для **Управляющего текущими операциями на открытом рынке**, который одновременно является и вице-президентом Федерального Резервного банка Нью-Йорка. Это распоряжение не конкретизирует его дальнейшие действия, и Управляющий текущими операциями на открытом рынке сам принимает решение где, как и сколько приобретать, либо продавать ценных бумаг федерального правительства. Директивное распоряжение лишь очерчивает предлагаемое направление развития денежно-кредитной политики и устанавливает значения и уровни ключевых параметров банковской системы, таких как уровень свободных резервов, нормы продажи федеральных резервных фондов и ряд других параметров денежно-кредитных отношений. В свою очередь управляющий текущими операциями на открытом рынке предпринимает необходимые закупки, либо продажи ценных бумаг федерального правительства, необходимые для достижения поставленных в директивном распоряжении целей.

### Управляющий текущими операциями на открытом рынке

Штат сотрудников Управляющего текущими операциями на открытом рынке совместно с группой хорошо зарекомендовавших себя дилеров, специализирующихся на торговле ценными бумагами федерального правительства, проводят операции на открытом рынке. Естественно, что являясь полугосударственным учреждением, ФРС стремится извлекать из своих финансовых операций небольшую выгоду. Положим, что Управляющий текущими операциями на открытом рынке принимает решения о покупке, либо продаже ценных бумаг.

**Управляющий текущими операциями на открытом рынке** — вице-президент Федерального Резервного банка Нью-Йорка, который отвечает за процесс купли-продажи ценных бумаг федерального правительства согласно указаний Федерального Комитета Открытого Рынка.

Обычная процедура этой простой форвардной сделки выглядит так: Управляющий уведомляет штат своих служащих о принятом конкретном решении, его персонал одновременно обзванивает дилеров, предлагая к реализации ценные бумаги, либо узнавая предложения на них. После завершения контактов с дилерами отбираются наиболее выгодные предложения и варианты, которые затем и реализуются. Вся операция занимает около 30 минут.

Объединенный балансовый отчет двенадцати Федеральных Резервных банков отдельно выделяет позицию «хранение ценных бумаг федерального правительства согласно соглашениям о продаже с обратным выкупом». Осуществляя подобную сделку, Федеральный Резервный банк Нью-Йорка приобретает ценные бумаги у дилера по контракту, который обязывает продавца выкупить эти ценные бумаги обратно по той же самой цене в заранее определенный срок в будущем, обычно составляющим 15 дней. Контракт обычно предусматривает возможность его пролонгирования<sup>1</sup>. Обе стороны вправе прекратить действия соглашения об обратном выкупе практически без предупреждения, хотя ФРС никогда не испытывала в этом необходимости. Норма процента, взимаемая при заключении соглашения об обратном выкупе, соответствует существующим процентным ставкам федеральных резервных фондов. Технически заключение таких сделок выглядит следующим образом: Управляющий текущими операциями на открытом рынке связывается с дилерской сетью, выясняя кто из них продает ценные бумаги на этих условиях, а затем размещает общую сумму средств, затраченных на это приобретение. Такие соглашения помогают дилерам в обеспечении финансовыми средствами их запасов ценных бумаг, часть из которых временно продается Федеральным Резервным банком.

### Информация по текущим операциям на открытом рынке

В конце каждой недели ведущие финансовые периодические издания публикуют сведения по балансовым отчетам Федеральных Резервных банков в разделах «Материалы ФРС» либо «Федеральный Резервный отчет». Закон обязывает ФРС предоставлять информацию и сведения для подобных публикаций. Для определения объема операций на открытом рынке достаточно сравнить балансовые отчеты за две недели. Заметим, что в отчетах не приводятся никаких комментариев о происходящих переменах.

### Защитные и динамические операции на открытом рынке

Как показано на Т-счете 12.1, приобретение ценных бумаг на сумму 100.000 долларов определенным образом влияет на балансовые отчеты Федеральных Резервных банков. Как ранее указывалось в главе 10, первоначально операции на открытом рынке увеличивают банковские резервы и депозиты на равную величину; после того как банки используют вновь обретенные резервы, предоставляя кредиты и ссуды, депозиты увеличиваются относительно первоначальной закупки на открытом рынке в соответствии с эффектом мультипликативного расширения. В рассматриваемом примере (Т-счет 12.1) задается 10% уровень обязательных резервов.

| 12.1 Т-счет<br>ФРС                      |  | Банковская система (первоначально) |                               |
|---|--|------------------------------------|-------------------------------|
| Активы                                  | Пассивы и собственный капитал          | Активы                             | Пассивы и собственный капитал |
| Ценные бумаги<br>+100.00 долларов       | Резервные депозиты<br>+100.00 долларов | Резервы<br>+100.000 долларов       | Депозиты<br>+100.000 долларов |
| Банковская система (итоговое положение) |  |                                    |                               |
| Активы                                  |  | Пассивы и собственный капитал      |                               |
| Резервы                                 | +100.000 долларов                      | Депозиты                           | +1000.000 долларов            |
| Ссуды                                   | +900.000 долларов                      |                                    |                               |

Чаще всего ФРС предпринимает на открытом рынке ценных бумаг **защитные операции**, направленные не на изменения денежно-кредитных отношений, а для компенсации нежелательных изменений в структуре банковских резервов. При проведении **динамических операций на открытом рынке ценных бумаг** Федеральная Резервная Система покупает и продает ценные бумаги федерального правительства США, стремясь обеспечить стабильность функционирования экономической системы, либо инспирировать экономический рост.

Например, до 1971 года потребовалось провести ряд защитных операций на открытом рынке, чтобы компенсировать наблюдавшийся с 1957 года отток золота из США. В 1957 году золотой запас Государственного Казначейства США составлял 22,9 млрд. долларов, а к 1971 году его объем сократился более чем наполовину. Если бы закупки ценных бумаг на открытом рынке не смогли бы компенсировать эти негативные явления, отток золота сократил бы денежную базу и всемерно ужесточил бы денежно-кредитные отношения. В следующей главе рассматривается и ряд других факторов (например, изменения «флоута» или депозитов Государственного Казначейства в ФРС), ко-

<sup>1</sup> Как мы видим, в этой процедуре заложен механизм обычного опционного контракта, подробно рассматриваемого в любом общем курсе микроэкономического анализа.— прим. ред.

**Защитные операции на открытом рынке ценных бумаг** — финансовые операции, преследующие цели адаптации переменных, входящих в уравнение банковских резервов.

**Динамические операции на открытом рынке ценных бумаг** — финансовые операции, преследующие цели обеспечения экономической стабильности, либо экономического роста.

торые в определенных случаях могут повлечь неприятные последствия для денежной базы, если их вовремя не нейтрализовать соответствующими операциями на открытом рынке.

Каждый год Федеральная Резервная Система предпринимает комбинированные защитные и динамические операции на открытом рынке. Их размеры достигают огромных величин, например, в 1984 году общий валовой объем покупок и продаж ценных бумаг федерального правительства достиг астрономической величины в 800 миллиардов долларов, а чистый рост ценных бумаг федерального правительства, находящихся в распоряжении ФРС, составил 9 миллиардов долларов.

### Сроки погашения ценных бумаг, реализованных на открытом рынке

В период с 1953 по 1958 годы Федеральный Комитет Открытого Рынка ограничивал свои операции на открытом рынке только векселями Государственного Казначейства и другими краткосрочными ценными бумагами, имеющими срок погашения не более года. Сторонники такой финансовой политики, получившей название «**вексельной**», указывали, что покупатели и продавцы, располагавшие информацией о конкретном типе ценных бумаг федерального правительства, на который направляются грядущие операции ФРС на открытом рынке, получали некоторое преимущество. Знание сроков погашения этих ценных бумаг существенно упрощает задачу предсказания последствий будущих операций на открытом рынке для дилеров и инвесторов. И по сей день основной объем операций на открытом рынке ложится на краткосрочные ценные бумаги, хотя ряд экспертов и считает такое положение вещей не всегда разумным и видит в нем некие искусственные ограничения<sup>1</sup>.

**Вексельная политика** — финансовая политика, ограничивающая операции на открытом рынке сделками исключительно с векселями Государственного Казначейства США и другими краткосрочными ценными бумагами.

**Твист-операции** — финансовые операции на открытом рынке ценных бумаг, призванные повысить доходы по краткосрочным ценным бумагам федерального правительства США и понизить доходы от долгосрочных ценных бумаг и облигаций.

В начале шестидесятых годов Государственное Казначейство США совместно с Федеральной Резервной Системой попытались одновременно понизить нормы процента по долгосрочным ценным бумагам и облигациям путем их закупки и повысить процентные ставки по краткосрочным ценным бумагам, продавая их на открытом рынке. Такая финансовая политика получила название «**твист-операции**» (**operation twist**). Такие мероприятия ФРС были призваны изменить положение кривой доходности, дабы стимулировать внутреннюю экономическую систему путем снижения долгосрочных процентных ставок, и одновременно привлечь иностранных инвесторов к вложению денежных средств в экономику США, повышая нормы процента на краткосрочные ценные бумаги. Однако в реальной экономической жизни такая финансовая политика мало способствовала повышению норм процента по краткосрочным ценным бумагам. Хотя в этой ситуации доходы по долгосрочным ценным бумагам и облигациям федерального правительства США упали, процентные ставки по закладным и облигациям корпораций не претерпели каких-либо существенных изменений. Финансовая политика «твист-операций» не смогла оказать существенного влияния на экономическую систему, так как кроме целенаправленных покупок и продаж ценных бумаг на открытом рынке, нормы процента также зависят от целого ряда финансово-экономических факторов. Кроме того, учтем, что после того как денежные средства «впрыснуты» в банковскую систему, Федеральные Резервные банки не могут контролировать их дальнейшее использование, а когда эти средства изымаются из банковской системы, они не могут контролировать ситуацию на финансовых рынках.

Финансовая политика «твист-операций» не смогла оказать существенного влияния на экономическую систему, так как кроме целенаправленных покупок и продаж ценных бумаг на открытом рынке, нормы процента также зависят от целого ряда финансово-экономических факторов. Кроме того, учтем, что после того как денежные средства «впрыснуты» в банковскую систему, Федеральные Резервные банки не могут контролировать их дальнейшее использование, а когда эти средства изымаются из банковской системы, они не могут контролировать ситуацию на финансовых рынках.

## ИЗМЕНЕНИЯ БАНКОВСКОЙ УЧЕТНОЙ СТАВКИ

Закон о Федеральной Резервной Системе 1913 года уполномочил Федеральные Резервные банки изменять по необходимости банковскую **учетную ставку**, взимаемую с предоставляемых ими ссуд и использующуюся в качестве инструмента контроля за денежно-кредитными отношениями. В двадцатые годы банки-члены ФРС регулярно обращались к Федеральным Резервным банкам за предоставлением ссуд, однако вслед за Великой Депрессией и Второй Мировой войной они резко сократили подобную практику. В 1955 году Федеральная Резервная Система

<sup>1</sup> Для более детального знакомства с вексельной политикой см. Otto Eckstein and John Kareken, «A Background Memo on the Federal Reserve's 'Bills Only' Policy», in U. S. Congress, Joint Economic Committee, Employment, Growth, and Price Levels: Hearings, July 24—30, 1959, Part 6a, 86th Cong., 1st sess., 1959, pp. 1248—1249



пересмотрела условия предоставления ссуд банкам-членам ФРС (в так называемой «инструкции «А»), вновь пытаясь заинтересовать их прибегать к кредиту в Федеральных Резервных банках<sup>1</sup>.

### Влияние изменений учетных ставок на резервы и депозиты

Понижение учетной ставки способствует увеличению кредита банковской сферы у Федеральных Резервных банков. В этом случае, рассматривая балансовый отчет какого-либо Федерального Резервного банка, естественно ожидать, что на стороне активов цифры против позиции «ссуды» возрастут, причем на стороне пассивов будет отмечен аналогичный рост позиции «резервные депозиты». Т-счет 12.2 иллюстрирует воздействие на балансовые отчеты Федеральных Резервных банков и банковской системы увеличения ссуд, предоставленных Федеральными Резервными банками банкам коммерческим, на 100.000 долларов. Очевидно, что уменьшение учетной ставки влияет на банковские резервы аналогично покупкам ценных бумаг федерального правительства на открытом рынке, вызывая мультипликативное расширение депозитов. Естественно, что повышение учетных ставок вызывает к жизни противоположные явления в экономической системе, уменьшая объемы предоставления ссуд и резервных депозитов,— этот процесс соответствует продаже ценных бумаг на открытом рынке.

**Учетная ставка** — норма процента, взимаемая Федеральными Резервными банками при предоставлении ссуд коммерческим банкам

| 12.2 Т-счет                                    |  | ФРС                           |                                  | Банковская система |  |
|--|--|-------------------------------|----------------------------------|--------------------|--|
| Активы   | Пассивы и собственный капитал          | Активы                        | Пассивы и собственный капитал    |                    |  |
| Ссуды +100000<br>банкам долларов               | Резервные +100000<br>депозиты долларов | Резервы +100.000<br>долларов  | Займы у ФРС +100.000<br>долларов |                    |  |
| <b>Банковская система (итоговое положение)</b> |  |                               |                                  |                    |  |
| Активы   |  | Пассивы и собственный капитал |                                  |                    |  |
| Резервы +100.000 долларов                      |  | Депозиты +1.000.000 долларов  |                                  |                    |  |
| Ссуды +1.000.000 долларов                      |  | Займы у ФРС +100.000 долларов |                                  |                    |  |

Несмотря на все внешнее сходство результатов и последствий изменения учетных ставок и операций на открытом рынке, между ними существует значительное различие. Дело в том, что изменение учетных ставок, используемое как инструмент контроля за денежно-кредитными отношениями в экономической системе,— очень неточное и неконкретное средство. Не очевидно, какое понижение учетной ставки может в итоге привести к росту потребности в кредите у Федеральных Резервных банков; равным образом практически невозможно спрогнозировать величину уменьшения кредита при более высоких учетных ставках.

На рисунке 12.1 представлена динамика изменения учетных ставок Федерального Резервного банка Нью-Йорка в период с 1929 по 1986 годы. Банковская учетная ставка изменяется не чаще, чем несколько раз в год. Формально совет директоров каждого Федерального Резервного банка должен либо подтверждать, либо изменять существующую учетную ставку один раз в 14 дней. Рекомендуемые изменения немедленно доводятся до сведения Совета Управляющих ФРС, который может либо утвердить их или наложить на этот проект вето.

### Банковская учетная ставка и рыночные нормы процента

Как представлено на рисунке 12.1, Федеральные Резервные банки стремятся поддержать соответствие банковской учетной ставки нормам процента федеральных резервных фондов и курсу казначейских векселей Государственного Казначейства США путем повышения учетных ставок в период экономического роста и экспансии и их понижения в периоды спада. Если бы банковская учетная ставка в периоды экономического роста оставалась на постоянном уровне (ведь необходимо учитывать, что в такой период времени нормы процента по другим краткосрочным ценным бумагам несомненно бы возрастали), то займы у Федеральных Резервных банков стали бы невероятно прибыльным мероприятием. Наоборот, во время экономических спадов постоянство учетной ставки привело бы к тому, что большинство банков — на фоне общего понижения существующих норм процента — не смогло бы прибегнуть к займам у Федеральных Резервных банков, необходимых для обеспечения ликвидности.

<sup>1</sup> См. «Regulation A, Advances and Discounts by Federal Reserve Banks», Federal Reserve Bulletin, January 1955, pp. 8—14.

**Банковские учетные ставки, норма процента федеральных фондов, курс векселей Государственного Казначейства США, 1929—1986 гг.**

На представленном рисунке приведено графическое изображение динамики изменений учетных ставок, норм процента федеральных фондов и курса векселей Государственного Казначейства США в период с 1929 по 1986 годы. Заметьте, что изменения банковской учетной ставки отстают от соответствующих изменений рыночных норм процента. Это означает, что рыночные нормы процента достигают максимума (соответственно — минимума) раньше банковских учетных ставок. Следовательно, можно утверждать, что практика займов у Федеральных Резервных банков, уровень банковских резервов и количество денег, находящихся в обращении, подвержены циклическим изменениям

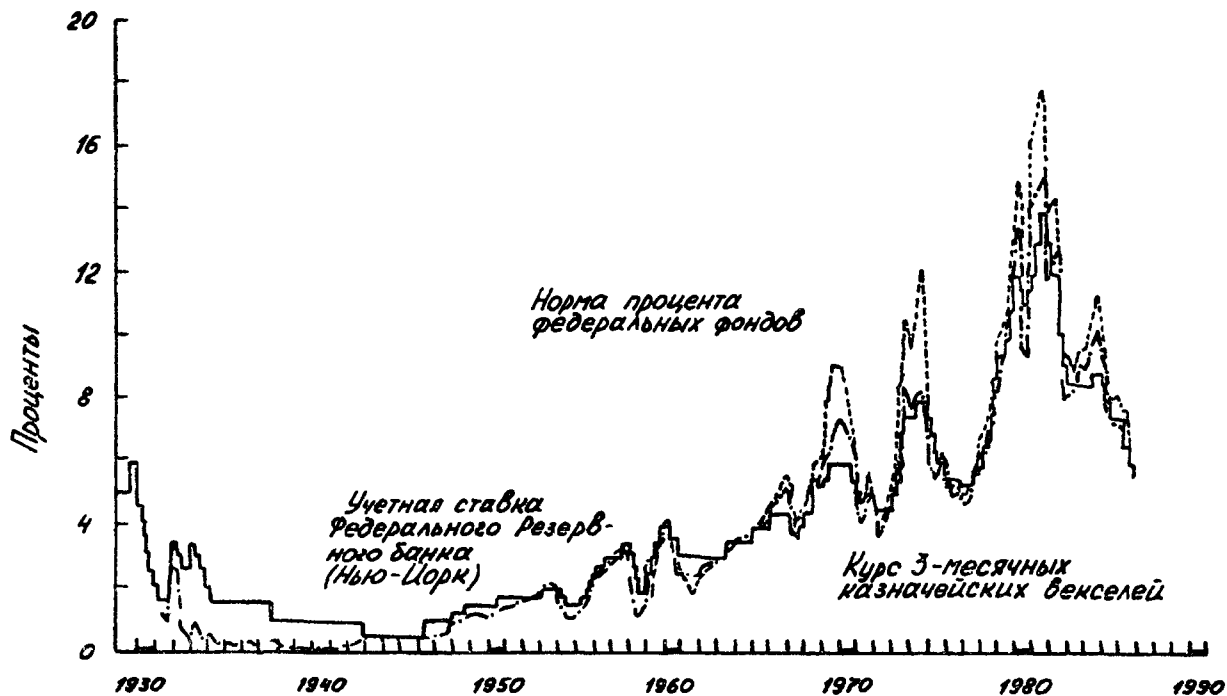


Рис 12.1

Политика Федеральной Резервной Системы, направленная на регулирование банковских учетных ставок, часто становится удобной мишенью для критики, поскольку процесс корректировки банковских учетных ставок менее мобилен, нежели практически мгновенная реакция рыночных норм процента. Зачастую наблюдается картина, когда в периоды экономического роста банковская учетная ставка поднимается в числе последних, а при спадах другие нормы процента понижаются намного раньше, чем учетная ставка. Это происходит по ряду причин. Во-первых, официальные лица, от которых зависит принятие конкретного решения, обычно колеблются, когда речь идет об изменении учетной ставки, опасаясь возможных негативных последствий в сферах не банковских, но политических. Кроме того, предсказание норм процента в будущем — дело малоблагодарное и ему не хватает необходимой точности. Поэтому официальные лица обычно избегают вносить немедленные изменения в действующие учетные ставки при временном изменении курса рыночных норм процента.

Подобная тенденция изменений учетных ставок приводит к тому, что в периоды экономического роста и экспансии общий объем займов у Федеральных Резервных банков возрастает, соответственно уменьшаясь в периоды застоя и экономического спада. Таким образом, практика займов у Федеральных Резервных банков подвержена циклическим изменениям, поскольку зависит от дифференциации между краткосрочными рыночными процентными ставками и банковской учетной ставкой. Поскольку для банковской практики вполне обычно последующее вложение средств, полученных в виде ссуд, займы коммерческих банков в Федеральной Резервной Системе увеличиваются, когда учетная ставка низка относительно нормы прибыли по кредиту и ценным бумагам, и уменьшаются, когда банковская учетная ставка относительно высока. Кроме того, коммерческие банки могут прибегать к займам на рынке федеральных резервных фондов у других банков, либо путем дисконтирования у ФРС. Если нормы процента федеральных фондов повышаются относительно банковских учетных ставок, коммерческие банки предпочитают обратиться в Федеральные Резервные банки. Соответственно наблюдается обратный процесс при понижении норм процента федеральных фондов относительно учетных ставок.

В периоды экономического роста и экспансии рыночные нормы процента растут относительно учетных ставок, что привлекает коммерческие банки к увеличению объема займов у ФРС. Это приводит к тому, что ФРС пересмат-

ривает и повышает учетную ставку. Это в какой-то степени уменьшает количество займов, однако этот процесс не способен полностью компенсировать отставание учетной ставки от рыночных норм процента; аналогично в периоды экономического спада рыночные нормы процента понижаются быстрее учетных ставок, что сокращает объем займов у ФРС, затем банковская учетная ставка уменьшается, однако эта мера редко приводит к компенсации отставания банковской учетной ставки от остальных норм процента. Подобная цикличность в практике займов у Федеральных Резервных Системы подробно будет обсуждаться в рамках теоретической модели спроса и предложения денег в главе 16.

Дабы избежать цикличности заимствования средств у Федеральной Резервной Системы, некоторые эксперты рекомендовали прибегнуть к автоматической коррекции учетной ставки относительно курса векселей Государственного Казначейства США, сохраняя разницу между ними на неизменном уровне. С 1980 года в Канаде банковская учетная ставка автоматически менялась каждую неделю таким образом, что сохранялось ее неизменное превышение на 1/4% последней средней процентной ставки по трехмесячным казначейским векселям. Вообще говоря, начало подобной практики пришлось на 1956 год, однако во время валютного кризиса 1962 года на внешних валютных рынках от этих мероприятий пришлось отказаться.

## ИЗМЕНЕНИЯ ТРЕБОВАНИЙ К УРОВНЮ ОБЯЗАТЕЛЬНЫХ РЕЗЕРВОВ

Временами Федеральная Резервная Система пересматривает свои требования к уровню обязательных банковских резервов (понимаемому как отношение резервных депозитов в ФРС плюс кассовые остатки к общей величине их депозитов), который является еще одним инструментом контроля и управления денежно-кредитными отношениями.

### Историческая справка

До 1933 года уровень обязательных резервов банков-членов ФРС не изменялся и не пересматривался. Закон о Федеральной Резервной Системе установил уровень обязательных резервов по вкладам до востребования на отметке 13% (для Федеральных Резервных банков Нью-Йорка и Чикаго), 10% — для Федеральных Резервных банков других округов ФРС и 7% — для банков-членов ФРС. Для срочных вкладов Федеральный Резервный Акт установил уровень обязательных резервов в 3%. Относительно высокий уровень обязательных резервов по вкладам до востребования, особенно в крупных центрах, таких как Нью-Йорк, восходит к уровню, установленному Национальным Законом о Банках 1864 года и существовавшему еще до Гражданской Войны. Исторически это объяснялось тем, что эти банки обладали основной частью банковских резервов, и во времена банковских кризисов выживание всей банковско-финансовой системы зависело от адекватности этих резервов сложившейся ситуации. Образование Федеральной Резервной Системы вероятнее всего сняло необходимость сохранения различий в требованиях к уровню обязательных резервов разных банков.

В 1933 году Федеральной Резервной Системе в законодательном порядке были представлены полномочия варьировать требования к уровню обязательных резервов. Первоначально согласно принятым постановлениям Федеральная Резервная Система получила право в случае крайней необходимости (причем каждое конкретное решение должно было утверждаться Президентом США) изменять уровень обязательных резервов не более чем в два раза относительно существующего. Закон о Банках 1935 года легализовал эту экстраординарную процедуру как инструмент обычной практики банковского дела и отменил президентский контроль в этом вопросе. Как подробнее рассказывается в разделе 12.1 «из истории денег», контроль со стороны ФРС за уровнем обязательных резервов всемерно развился вследствие возникновения в тридцатых годах в банковских сферах значительного объема избыточных резервов.

За время своего существования Федеральная Резервная Система несколько раз меняла свое отношение к кассовым остаткам, рассматриваемым в качестве банковских резервов. Первоначальный Закон о Федеральной Резервной Системе позволял банкам-членам ФРС рассматривать в качестве своих резервов половину имеющихся у них в наличии кассовых остатков плюс их резервные депозиты в Федеральных Резервных банках. Затем с 1917 по 1959 годы в качестве резервов квалифицировались только депозиты в Федеральных Резервных банках, а начиная с шестидесятых годов, банкам-членам ФРС было позволено рассматривать все свои кассовые остатки в качестве резервов.

### Изменения уровня обязательных резервов согласно Закона о Дeregулировании Депозитных Учреждений и Контроля за Денежным Обращением 1980 года

Это известное постановление внесло целый ряд коррективов в рассматриваемом вопросе. Во-первых, контроль за уровнем обязательных резервов со стороны ФРС был распространен на банки, не являющиеся членами ФРС, и ссудосберегательные учреждения. Во-вторых, требования к резервам были установлены только для трех типов вкладов: **транзакционным счетам, неличным вкладам на срок и обязательствам по евровалюте**; одновременно были сняты существующие ранее требования к уровню обязательных резервов по личным сбережениям и срочным вкладам.

**Личные сбережения и срочные вклады.** Принимая решение об устранении требований к уровню обязательных резервов по личным сбережениям и срочным вкладам, Конгресс США рассчитывал таким образом поощрить практику увеличения сбережений. Уровень сбережений в США по сравнению с рядом зарубежных стран, например, Японией, крайне мал. Это обстоятельство, наряду с усилением конкуренции в области промышленности со стороны других стран, и привело к попытке стимулировать процессы сбережения. Произшедшее вследствие этого сокращение не приносящих прибыли резервов, потребных для обслуживания личных сбережений и срочных вкладов, по-

**Транзакционный счет** — чековый депозит, вклад до востребования.

**Неличный вклад на срок** — срочный вклад, не принадлежащий отдельному частному лицу.

## 12.1 Из истории денег

### ИЗБИТОЧНЫЕ РЕЗЕРВЫ: ПРОБЛЕМА ТРИДЦАТЫХ ГОДОВ

В 1933 году Конгресс США наделил Федеральную Резервную Систему новыми полномочиями, среди которых ФРС предоставлялось право варьировать требования к уровню обязательных резервов банков-членов ФРС. Официальные лица Федеральной Резервной Системы в то время были обеспокоены ростом и аккумуляцией избыточных резервов, считая эту финансовую проблему далеко не малозначительной. По их мнению, в росте избыточных резервов таилась потенциальная опасность инфляционного взрыва, а увеличение требований к уровню обязательных резервов могло способствовать сокращению избыточных резервов в банковской сфере.

Хотя для руководства Федеральной Резервной Системы имелась иная возможность уменьшить объем избыточных резервов

путем продажи ценных бумаг федерального правительства США на открытом рынке, в тридцатые годы ФРС не располагала необходимым для осуществления подобных мероприятий количеством ценных бумаг. Кроме того, в результате повышения официальной цены золота в 1934 году (с 20,67 долларов до 35,00 долларов за одну тройскую унцию) объем избыточных резервов еще более возрос. В дополнение, в 1975 году обострение политической ситуации в Европе вызвало увеличение притока золота из Старого Света в Новый. Эти события потребовали срочного решения возникших проблем.

Ныне необходимость уменьшения объема избыточных резервов подвергается сомнению. Сегодня на слуху другая версия происшедших событий: банковская сфера аккумулировала значи-

тельный объем избыточных резервов, как следствие недавно перенесенного жесточайшего банковского кризиса, а нормы процента оставались на экстраординарно низком уровне.

Первое же ужесточение требований к уровню избыточных резервов 1936—1937 годов привело к весьма печальному для экономической системы последствиям, втянув ее в новый виток Великой Депрессии 1937—1938 годов. В 1938 году Федеральная Резервная Система была вынуждена срочно пересмотреть принятые в этой сфере решения, пытаясь ускорить выход из экономического спада.

Источник: Milton Fridman, Anna L. Schwartz, *A Monetary System of the United States, 1867—1960* (Princeton, N. J.: Princeton University Press, 1963), Chapter 9.

звляет банкам увеличить нормы процента, которые они выплачивают по этим типам вкладов, делая тем самым сбережения более привлекательным типом помещения средств.

Упразднив вышеописанные требования, Конгресс США освободил тем самым коммерческие банки от тяжелого бремени сохранения резервов по более чем половине находящихся в них вкладов.

**Транзакционные счета.** Транзакционные счета (депозиты), обеспечение которых обязательными резервами сохраняется, включают в себя следующие: вклады до востребования, нау-счета, расчетные тратты кредитных союзов, АТS-счета, счета автоматического перечисления средств (САПС-счета), и вексельные (bill-paying) счета.

Как это следует из таблицы, приведенной на рисунке 12.2, в 1987 году уровень обязательных резервов какого-либо банка для первых 36,7 млн. долларов, находящихся на его транзакционных счетах, составлял 3%. Вклады сверх указанной цифры обеспечиваются 12-ти процентным резервным покрытием, причем это правило действует на все без исключения депозитные учреждения. Федеральная Резервная Система своей властью может изменять уровень обязательных резервов по сумме вкладов сверх 36,7 млн. долларов от 8 до 14%, поднимая его в исключительных обстоятельствах до отметки 18%. Пониженные нормы резервного покрытия транзакционных депозитов, не превышающих 36,7 млн. долларов, обеспечивают небольшим банком независимость и политическое влияние, так как такая мера увеличивает их доходность как меру средней нормы прибыли по активам.

В таблице 12.2 показано, что уровень обязательных резервов по неличным (принадлежащим учреждениям) вкладам на срок равен 3% по депозитам со сроком погашения менее полутора лет. Наличие обязательных резервов для депозитов этого типа с более длительными сроками выплат не требуется.

Установленный низкий уровень обязательных резервов для неличных вкладов на срок относительно транзакционных депозитов представляет собой концептуально важное понятие, нашедшее свое отражение еще в Законе о Федеральной Резервной Системе. В банковской системе США, действовавшей с Гражданской Войны вплоть до 1914 года, требования к уровню обязательных резервов для вкладов до востребования и срочных вкладов совпадали. Хотя в дальнейшем сбережения и срочные вклады приобрели для коммерческих банков весьма важное значение, к 1913 году они составляли всего около 1/3 от общей величины банковских депозитов. Установление более низких требований к резервному покрытию сбережений и срочных вкладов основывалось на существовавшем тогда мнении, что сбережения и срочные вклады для своего обслуживания требуют меньшей ликвидности, поскольку по закону они не подлежат оплате по первому требованию. Однако, как объяснялось в предыдущих главах, дело обстоит далеко не так просто. Банки удовлетворяют потребность в ликвидности отнюдь не за счет обязательных резервов, а в основном управлением пассивами и вторичными резервами.

### Требования к уровню обязательных резервов до и после принятия Закона о Дерегулировании Депозитных Учреждений и Контроля за Денежным Обращением 1980 года

Настоящий закон значительно сократил количество категорий, на которые подразделялись требования к резервному покрытию, и добавил в этот список лишь обязательства по евровалюте. Резервное покрытие личных срочных вкладов и неличных вкладов на срок более полутора лет было отменено. Кроме того, Закон 1980 года распространил полномочия ФРС по контролю и регулированию уровня резервов на все депозитные учреждения.

| Тип депозита и интервал сумм               | до 1980 года требования к резервному покрытию банками-членами ФРС (% от депозитов) | Тип депозита и интервал сумм                              | после 1980 года требования к резервному покрытию всеми депозитными учреждениями (% от депозитов) |
|--|--|---|--|
| <b>Чистый спрос</b>                        |  | <b>Чистые транзакционные депозиты</b>                     |  |
| 0—2 млн. долларов                          | 7  | 0—36,7 млн. долларов                                      | 3  |
| 2—10—"—                                    | 9 1/2  | свыше 36,7 млн. долларов                                  | 12   |
| 10—100—"—                                  | 11 3/4   |   |  |
| 100—400—"—                                 | 12 3/4   |   |  |
| свыше 400 млн. долл.                       | 16 1/4   |   |  |
| <b>Срочные и сбережения</b>                |  | <b>Неличные вклады на срок со сроками погашения менее</b> |  |
| <b>Срочные</b>                             | 3  | 1 1/2 года  | 3  |
| 0—5 млн. долларов со сроками погашения     |  | свыше 1/2 года  | 0  |
| 30—179 дней                                | 3  |   |  |
| 180 дней — 4 года                          | 2 1/2  |   |  |
| более 4 лет                                | 1  |   |  |
| <b>Срочные</b>                             |  | <b>Обязательства по евровалюте</b>                        | 3  |
| Свыше 5 млн. долларов со сроками погашения |  | все типы  |  |
| 30—179 дней                                | 6  |   |  |
| 180 дней — 4 года                          | 2 1/2  |   |  |
| свыше 4 лет                                | 1  |   |  |

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A7.

Рис. 12.2

В дополнение, коммерческие банки не избегали практики увеличения и расширения сбережений и срочных вкладов; подобные явления отмечаются и сегодня. При относительно низких требованиях к уровню обязательных резервов национальные банки и банки-члены ФРС оказались способны конкурировать со сберегательными банками и банками, не являющимися членами Федеральной Резервной Системы и получившими чартер от властей того или иного штата. Отметим в скобках, что законы штатов устанавливали очень низкие требования к уровню обязательных резервов этих финансовых институтов, а иногда такие требования вовсе не устанавливались и не регламентировались<sup>1</sup>.

**Обязательства по евровалюте.** Уровень обязательных резервов для обязательств по евровалюте (займам банками США у иностранных банков или их филиалах в других странах) составляет 3%. Впервые ФРС выдвинула требования резервного покрытия для этого источника средств в 1969 году. Временно такие требования снимались в 1978 году (это обстоятельство было вызвано стремлением укрепить обменный валютный курс доллара), но известный Закон о Контроле за Денежным Обращением 1980 года недвусмысленно обязал ФРС вводить требования к резервному покрытию по евровалютным обязательствам и другим подобным источникам средств.

Рисунок 12.2 демонстрирует сокращение типов и норм резервного покрытия в банковских сферах США после принятия в 1980 году Закона о Контроле за Денежным обращением (для транзакционных счетов с 5 до 2 позиций; для сбережений и срочных вкладов — с 4 до 2). Большинство экспертов и наблюдателей считают эти мероприятия существенным шагом вперед. Дело в том, что когда вкладчики и инвесторы по каким-либо причинам перемещают свои средства со вкладов и депозитов, по которым обеспечивается низкое резервное покрытие, на депозиты с вы-

<sup>1</sup> Так происходит, в штате Иллинойс.— прим. ред.

соким уровнем требований к их обязательным резервам, общее суммарное количество депозитов в банковской системе уменьшается. Хотя в этом случае Федеральная Резервная Система может предпринять соответствующие нейтрализующие операции на открытом рынке ценных бумаг, функционирование денежно-кредитной системы может усложниться. Кроме того, несомненно возникнет весьма нежелательная временная задержка между перемещениями вкладов и депозитов и соответствующей реакцией на эти процессы со стороны ФРС, проводящей в жизнь вполне определенную денежно-кредитную политику.

### Расчет уровней обязательных резервов

Для транзакционных счетов обязательное резервное покрытие исчисляется из чистых банковских транзакционных счетов — общей суммы на транзакционных счетах за вычетом депозитов в других коммерческих банках и чеков и других платежных документов в процессе инкассации. Исключение из расчетных сумм межбанковских депозитов оказывает существенную услугу небольшим банкам, поскольку в их практике характерно держать значительные остатки на своих корреспондентских счетах по сравнению с их депозитами. Обязательное резервное покрытие для неличных вкладов на срок исчисляется из их общей суммы.

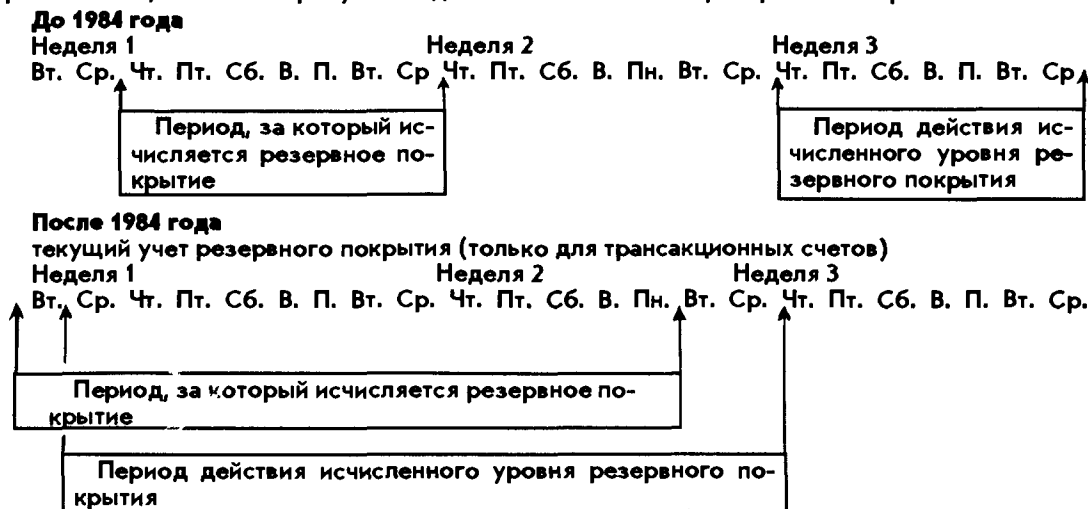
В 1984 году Федеральная Резервная Система перешла от практики исчисления обязательного резервного покрытия с временной задержкой к новой системе вычисления резервного покрытия, которая получила название «текущий учет резервного покрытия». На рисунке 12.3 сравнивается старая система исчисления обязательного резервного покрытия, действовавшая с 1968 по 1984 годы, и в которой предыдущее исчисление исполняло свои функции в течение

**Текущий учет резервного покрытия** — новая действующая с 1984 года система расчета уровня обязательных резервов банковской сферы по их транзакционным счетам.

одной недели, с новой — в ней расчетный и эксплуатационный периоды были совмещены. Теперь по средам банк обязан иметь в распоряжении обязательные резервы, обеспечивающие покрытие среднего ежедневного объема транзакционных депозитов, рассчитанного за предшествующий двухнедельный период, конец которого приходится на предшествующий понедельник. В этом случае к расчетному дню банк располагает приблизительными данными о необходимом уровне обязательных резервов для резервного покрытия транзакционных депозитов. Такая система расчетов уровня обязательных резервов преследовала цель связать воедино параметр M1 с уровнем обязательных резервов, что в какой-то степени явилось результатом критики Федеральной Резервной Системы за недостаточную оперативность в регулировке, контроле и управлении денежными агрегатами.

### Система расчета уровня обязательных резервов

На рисунке представлена система расчета уровня обязательных резервов, действовавшая до 1984 года, и новая, существующая и поныне. Ранее каждый банк был обязан поддерживать пропорции к среднему объему транзакционных депозитов, причем контроль за этим процессом осуществлялся по средам и требуемый уровень резервов определялся состоянием финансового положения банка две недели назад (верхняя часть рисунка). При современной системе расчета для каждого двухнедельного периода (заканчивающегося, как это было установлено, в среду) банк обязан поддерживать средний уровень обязательных резервов, исчисленный за двухнедельный период, закончившийся в понедельник два дня назад. Заметим, что принятая система является «текущей» лишь в некотором приближении, так как не требует ежедневного обеспечения резервного покрытия.



Источник: Federal Reserve Bank of San Francisco, «Ending the Lag», Weekly Letter, March 30, 1984, p. 3.

Рис. 12.3

Резервное покрытие для неличных вкладов на срок и обязательств по евровалюте по-прежнему исчисляется по старой схеме, однако расчет его ведется раз в две недели.

### Изменение уровня обязательных резервов

С целью регулирования предложения денег и банковского кредита Федеральная Резервная Система иногда прибегает к практике изменения требований к уровню обязательных резервов. Например, тогда как проведенные закупки на открытом рынке ценных бумаг расширяют денежную базу, уменьшение требований к уровню обязательных резервов позволяет банкам хранить более значительный объем депозитов, сохраняя денежную базу неизменной. Уравнение 12.1 для параметра M1 (ранее оно уже приводилось в главе 10) показывает, каким образом понижение уровня обязательных резервов приводит к увеличению параметра M1

$$\Delta D = \frac{\Delta R + \Delta C}{[r + c + e + (r')(t)]} \quad (12.1)$$

где  $r$  — средний уровень обязательных резервов по транзакционным счетам во всех депозитных учреждениях, а  $r'$  — средний уровень обязательных резервов, необходимый для всех сбережений и срочных вкладов, которые обязаны иметь резервное покрытие. Если все остальные переменные, входящие в уравнение 12,1, остаются неизменными, то уменьшение  $r$  или  $r'$  увеличивает параметр M1.

**Влияние изменений уровня обязательных резервов.** На Т-счете 12.3 приведено влияние изменения требований к уровню обязательного резервного покрытия с 10 до 11% для некоего банка «А». В рассмотренном примере предполагается, что банк хранит обязательные резервы, ссуды и инвестиции в качестве активов и имеет в своем распоряжении лишь один тип вкладов. В ответ на это новое требование, банк способен обеспечить требуемый уровень обязательных резервов, сократив ссуды на 5.000 долларов, либо продавая на ту же сумму инвестиции. Например, если этот банк продает на 5.000 долларов ценных бумаг, он скорее всего получит за это чек, выписанный на другой банк, а его резервы возрастут на требуемые 5.000 долларов, как только он депонирует этот чек в Федеральном Резервном банке.

| Т-счет 12.3                                     |                               |   |                               |
|---|-------------------------------|---|-------------------------------|
| Банк «А»<br>(уровень обязательных резервов 10%) |                               | Банк «А»<br>(уровень обязательных резервов 11%) |                               |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал | Активы  | Пассивы и собственный капитал |
| Обязательные резервы<br>50.000 долларов         | Депозиты<br>500.000 долларов  | Обязательные резервы<br>55.000 долларов         | Депозиты<br>500.000 долларов  |
| Ссуды и инвестиции<br>450.000 долларов          |                               | Ссуды и инвестиции<br>445.000 долларов          |                               |
| Т-счет 12.4                                     |                               |   |                               |
| Банк «В»  |                               |   |                               |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал |   |                               |
| Обязательные резервы<br>—500 долларов           | Депозиты —5.000 долларов      |   |                               |
| Ссуды и инвестиции<br>+4.500 долларов           |                               |   |                               |

Подобная финансовая деятельность банка «А» окажет существенное влияние и на другие банки, требования к резервным покрытиям которых не пересматриваются. Эти операции банка «А» уменьшают как резервы, так и депозиты банка «В» — банка, на который покупатель ценных бумаг банка «А» выписывает чек для оплаты. Если банк «А» уменьшает ссуды, не продавая ценные бумаги и обязательства, заемщик выпишет чек на вклад в банке «В», предназначенный для оплаты отозванной ссуды. После того как банк «А» депонирует чек, выписанный на депозит в банке «В», в Федеральном Резервном банке, резервы банка «В» уменьшаются. Потеря 5.000 долларов уменьшает обязательные резервы банка «В» на 500 долларов. Таким образом, этому банку также приходится сократить свою ссудную практику либо портфель ценных бумаг.

Влияние роста требований к уровню обязательных резервов до 11% для всей банковской системы представлено на Т-счете 12.5, в предположении, что вся банковская система состоит из 11 банков и каждый из них первоначально хранит 500.000 долларов в виде депозитов и 50.000 долларов в обязательных резервах. Рост требований к уровню обязательного резервного покрытия с 10 до 11% не изменит объем резервов банковской системы; и хотя каждый банк по отдельности предпринимает в этом направлении определенные усилия, банковская система в целом не увеличивает совокупность своих резервов. Однако, в процессе увеличения обязательных резервов банки сокращают предоставляемые ссуды и инвестиции, что, в свою очередь, уменьшает объем банковских депозитов. По мере того, как объем банковских депозитов сокращается, уровень обязательных резервов подходит к вновь установленной отметке. Заметим в скобках, что в рассмотренном примере исключается вполне вероятная в реальной финансово-экономической жизни утечка резервов из банковской системы на другие цели и нужды. Представленное на Т-счете 12.5 сокращение депозитов — максимально возможное при заданном объеме резервов банковской системы и изменении уровня требуемого резервного покрытия.

## Т-счет 12.5

**Все банки**  
10%-ный уровень обязательных резервов

Активы

Пассивы  
и собственный капиталОбязательные резервы  
550.000 долларовСсуды и инвестиции  
4.950.000 долларовДепозиты  
5.500.000 долларов

**Все банки**  
11%-ный уровень обязательных резервов

Активы

Пассивы  
и собственный капиталОбязательные резервы  
550.000 долларовСсуды и инвестиции  
4.450.000 долларовДепозиты  
5,000.000 долларов

**Использование изменений уровня обязательных резервов.** Потенциально вариации уровня обязательных резервов являются одним из наиболее мощных инструментов контроля и регулирования денежно-кредитных отношений. В отличие от операций на открытом рынке ценных бумаг и изменений банковских учетных ставок, эти меры способны оказывать самое непосредственное воздействие на банковские отчеты огромного количества банков. Кроме того, объявления о грядущих изменениях уровня обязательных резервов (в отличие от операций на открытом рынке) сопровождается широкомасштабной кампанией в средствах массовой информации и оказывает значительный психологический эффект. По этим причинам Федеральная Резервная Система часто прибегала к сокращению уровня обязательных банковских резервов в периоды экономического спада, пытаясь таким образом стимулировать развитие деловой активности. В послевоенный период, так было в 1953, 1954, 1958, 1970, 1974—1975 годах. Наоборот, в целях обуздания инфляционных процессов в 1973—1974 годах, Федеральная Резервная Система временно подняла уровень обязательных резервов на половину процентного пункта.

Надо отметить, что этот механизм контроля и регулирования денежно-кредитных отношений используется значительно реже и более осторожно, нежели операции на открытом рынке и изменения банковских учетных ставок. Так повышение уровня обязательных резервов в периоды экономической экспансии грозит тем, что банковская система может не выдержать возрастающий в этих условиях спрос на ликвидность. Кроме того, такие изменения, затрагивающие основы банковской системы, способны оказать сильнейшее воздействие на финансово-экономическую систему в целом — небольшое изменение требований к уровню обязательных резервов может привести к катастрофическим переменам в объеме депозитов и величине банковского кредита.

Закон о Контроле за Денежным Обращением 1980 года уменьшил число вкладов, для которых вводилось требование обязательного резервного покрытия, устранил различия в требованиях к резервам депозитных учреждений, являющихся членами ФРС, так и не принадлежащих к Федеральной Резервной Системе, а, кроме того, сохранил за ФРС право изменять уровень обязательных резервов. Новое законодательство предполагало, что вследствие этих перемен ФРС будет активно использовать этот инструмент контроля за денежно-кредитными отношениями, однако на самом деле произошло обратное. С 1980 года Федеральная Резервная Система вообще не пере-



сматривала свои требования к уровню обязательных резервов, за исключением небольшой корректировки в конце 1990 года. Ряд наблюдателей и экспертов считают, что отныне изменения в требованиях к уровню обязательных резервов как инструмент контроля и регулирования денежно-кредитных отношений в значительной степени потеряли свою актуальность и отложены до лучших времен.

### Понижение уровня обязательных резервов как тенденция развития финансово-экономической системы США

Частично рост предложения денег, наблюдавшийся в американской финансово-экономической системе после окончания Второй Мировой войны, обеспечивался за счет уменьшения установленного в законодательном порядке уровня резервов и покрытия. Самый последний тому пример — снижение требований к уровню обязательных резервов, регламентированное Законом о Контроле за Денежным Обращением 1980 года. Естественно, что банковская сфера восприняла подобные мероприятия с энтузиазмом — ведь уменьшение уровня обязательных резервов повышает долю банковских активов, приносящих доход. Кроме того, до принятия Закона от 1980 года такие мероприятия улучшали конкурентоспособность банков-членов ФРС относительно остальной банковской сети, включая ссудосберегательные учреждения. С другой стороны, Государственное Казначейство США предпочитает в своих действиях ориентироваться на проведение закупок ценных бумаг на открытом рынке, а не на снижение требований к уровню обязательных резервов, с целью увеличения предложения денег. В свою очередь, закупки ценных бумаг на открытом рынке увеличивают общую сумму государственного долга, которым владеют Федеральные Резервные банки. Увеличение государственного долга<sup>1</sup> уменьшает процентные платежи по нему со стороны Государственного Казначейства частным лицам и увеличивает их Федеральным Резервным банкам, большая часть из которых — после покрытия операционных издержек, выплат финансовых дивидендов и некоторого увеличения резервного капитала Федеральных Резервных банков — возвращается в казну Государственного Казначейства США в установленном законом порядке.

## ИЗБИРАТЕЛЬНЫЙ КОНТРОЛЬ ЗА КРЕДИТОМ

Различные виды избирательного контроля за кредитом главным образом направлены на контроль за его размещением, а отнюдь не на ревизию общего количества предоставленных кредитов и ссуд. В последние годы значение такого вида контроля и регулирования денежно-кредитных отношений резко снизилось, так как подобные механизмы регулирования очень сложны в реализации на практике. Кроме того, эти мероприятия носят локальный характер и проигрывают в этом смысле более мощным и всеобъемлющим инструментам контроля за денежно-кредитными отношениями, обсужденными нами ранее.

**Избирательный контроль за кредитом** — контроль со стороны Федеральной Резервной Системы за определенными видами кредитования и выдачи ссуд.

### Предписываемая маржа

Закон о Ценных Бумагах 1984 года наделил Совет Управляющих Федеральной Резервной Системы правом усанавливать **предписываемую маржу** с целью обеспечения регулирования выдачи ссуд, производимого с целью приобретения ценных бумаг. Собственно маржа — это процент рыночной стоимости акции или облигации, который обязан заплатить инвестор в момент совершения соответствующей сделки; оставшаяся часть стоимости ценной бумаги может рассматриваться в виде ссуды инвестору. Так, например, при предписываемой марже, равной 80%, некий хозяйственный агент может получить ссуду лишь в 200 долларов при покупке 1000-долларовой акции. Заметим, если цена приобретенной ценной бумаги в дальнейшем после состоявшейся покупки падает, либо ФРС повышает предписываемую маржу, то заемщик не обязан делать дополнительный взнос в связи с новыми обстоятельствами, но соответствующий финансовый институт имеет право пересмотреть условия дальнейшей выдачи ссуд.

На рис.12.4 представлены изменения предписываемой маржи за период с 1955 по начало 1986 года. Заметим, что с 1974 года предписываемая маржа стабилизировалась на уровне 50%. Само по себе повышение предписываемой маржи затрудняет получение ссуд, направленных на приобретение ценных бумаг, и, таким образом, способствует уменьшению спроса на ценные бумаги. Как это явствует из приведенной таблицы, Федеральная Резервная Система дважды резко повысила предписываемую маржу: в 1958 и 1968 годах, которые были отмечены небывалой деловой активностью на фондовой бирже. Кроме того, в 1968 году была расширена сфера финансовых агентов, на которых

**Предписываемая маржа** — процент рыночной стоимости акций или облигаций, который инвестор должен по закону уплатить банку при получении ссуды на приобретение этих акций или облигаций.

<sup>1</sup> Т. е. закупка ценных бумаг федерального правительства Федеральными Резервными банками у семейных хозяйств, хозяйственных агентов и частных лиц.— прим. ред.

### Предписываемая маржа

Федеральная Резервная Система в качестве инструмента локального контроля за денежно-кредитными отношениями использует предписываемую маржу при приобретении акций и конвертируемых (т. е. свободно обмениваемых на акции — прим. пер.) облигаций. При предписываемой марже равной 60% для приобретения акций стоимостью 1.000 долларов ссуда не может составлять более 400 долларов. Первоначально эти требования были призваны ограничить спекуляцию ценными бумагами на фондовой бирже и избежать использования банковского кредита в этих целях. Ныне Федеральная Резервная Система считает этот инструмент контроля за денежно-кредитными отношениями излишним и, более того, запресила Конгресс США об его отмене.

| Срок                            | Акции | Конвертируемые облигации |
|---------------------------------|-------|--------------------------|
| 23 апреля 1955 г.               | 70%   | —                        |
| 16 января 1958 г.               | 50%   | —                        |
| 5 августа 1958 г.               | 70%   | —                        |
| 16 октября 1959 г.              | 90%   | —                        |
| 28 июля 1960 г.                 | 70%   | —                        |
| 10 июля 1962 г.                 | 50%   | —                        |
| 6 ноября 1963 г.                | 70%   | —                        |
| 11 марта 1968 г.                | 70%   | 50%                      |
| 8 июня 1968 г.                  | 80%   | 60%                      |
| 6 мая 1970 г.                   | 65%   | 50%                      |
| 6 декабря 1971 г.               | 55%   | 50%                      |
| 24 ноября 1972 г.               | 65%   | 50%                      |
| 3 января 1974 г. <sup>(а)</sup> | 50%   | 50%                      |

<sup>(а)</sup> — с этой даты без изменений  
 Источник: Board of Governors of the Federal Reserve System, 72nd Annual Report, 1985, p. 228; Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A25

Рис. 12.4

распространялись эти требования, — помимо банков, брокерских и дилерских фирм в нее были включены и другие кредиторы. Несмотря на эти изменения, Совет Управляющих ФРС вскоре счел, что эффективное управление денежно-кредитными отношениями путем вариаций предписываемой маржи обеспечить весьма сложно. Наконец в 1985 году Совет Управляющих ФРС рекомендовал Конгрессу США рассмотреть возможность снять контроль за предписываемой маржей, возлагавшийся все эти годы на Федеральную Резервную Систему.

Этот тип денежно-кредитного регулирования был узаконен в 1934 году по «горячим следам» развернувшейся в экономической системе США Великой Депрессии и последовавшего фиаско фондовой биржи. Это постановление преследовало ряд целей: предотвращение использования коммерческого кредита от использования в качестве финансового инструмента спекуляций на фондовой бирже; защиту малоопытного инвестора от рискованных и необдуманных помещений денежных средств; и, наконец, прекращение широко распространенной в двадцатые годы практики спекуляции обычными акциями. С точки зрения высшего руководства ФРС наилучший способ защиты малоопытных вкладчиков — это помощь со стороны Комиссии по Ценным Бумагам и Биржам. Кроме того, существует весьма ограниченное число доказательств того, что приобретение акций с маржей отвлекает сбережения от их использования в других целях, а регулирование предписываемой маржи со стороны Федеральной Резервной Системы способно существенно повлиять на биржевые курсы акций.

### Регулирование процентных ставок по депозитам

Регулирование процентных ставок по депозитам со стороны Федеральной Резервной Системы (так называемая инструкция «О») возникло в финансово-экономической практике США в 1933 году. Согласно принятому тогда постановлению<sup>1</sup> устанавливались верхние нормы процента, которые могли выплачиваться по сбережениям (сберегательным вкладам) и срочным вкладам, размещенным в коммерческих банках. В то время казалось, что подобные мероприятия ограничат межбанковскую конкуренцию за привлечение вкладов и предупредят вложение коммерческими банками средств в очень рискованные активы (ссуды и инвестиции). Сегодня вряд ли найдется хотя бы один здравомыслящий экономист, который предложит бороться с конкуренцией и попытается оградить банки от чрез-

<sup>1</sup> Закону о банках 1933 года — прим. пер.

мерно рискованных проектов таким способом. Естественно, что установление верхних пределов процентных ставок по вкладам не мешает банкам предоставлять ссуды, либо проводить инвестиции, ориентируясь на более высокие нормы процента, и максимизировать тем самым свою прибыль.

После Второй Мировой войны инструкция «О» способствовала понижению стоимости денежных средств, привлекаемых в виде вкладов банкам и ссудо-сберегательными учреждениями. При низкой стоимости денежных средств финансовые институты могли предоставлять их в качестве кредитов и ссуд по относительно невысоким процентным ставкам. Сложилось парадоксальное положение: низкая заинтересованность вкладчиков компенсировалась высокой заинтересованностью в получении займа; никогда норма прибыли, выплачиваемая вкладчикам, не была столь низка.

До 1957 года банки-члены ФРС имели право выплачивать не более 2 1/2% годовых по сберегательным и срочным вкладам. В это время многие коммерческие банки руководствовались в своей деятельности инструкцией «О», что позволяло получать необходимые им денежные средства с относительно невысокими затратами. Однако, по мере роста рыночных процентных ставок, они стали отходить от этой практики, так как ссудо-сберегательные учреждения (для которых не существовало подобных ограничений вплоть до 1966 года) получили заметное преимущество в конкуренции за сберегательные и срочные вклады. Когда подобный контроль был введен, нормы процента ссудосберегательных учреждений устанавливались на уровне, незначительно превышающем процентные ставки коммерческих банков.

Как уже указывалось в главах 7 и 8, большинство правил, регламентировавших нормы процента по вкладам, с 1973 по 1986 годы постепенно исчезали с финансово-экономической арены. Резкий скачок рыночных норм процента 1965—1981 годов вынудил федеральные власти пересмотреть установленные для банковской сети нормы процента, обеспечивая ее конкурентоспособность с другими финансовыми институтами.

### Регулирование потребительского кредита

Во время Второй Мировой войны, а также войны в Корее, Совет Управляющих Федеральной Резервной Системы получил право устанавливать минимальные начальные взносы и максимальные сроки погашения кредитов, представленных для приобретения автомобилей и других товаров длительного пользования, а в период с 1950 по 1952 годы такая практика распространялась и на приобретение жилых домов и квартир. Эти правила были направлены на сокращение потребительского спроса на эти виды товаров. В действительности оказалось, что контролировать неукоснительное соблюдение этих правил чрезвычайно сложно ввиду широко распространенной практики обходить установленные требования. Мягко говоря, эти мероприятия не пользовались у потребителей особой популярностью, и вскоре после прекращения военных действий были отменены.

Последний тип контроля кредитных отношений был введен в 1969 году. Просуществовал он недолго — до 1982 года. Принятые в законодательном порядке решения позволяли Президенту США наделять Федеральную Резервную Систему исчерпывающими полномочиями для осуществления контроля за любым видом кредитования в любой момент времени, когда Президент США сочтет это целесообразным. Президент Картер в 1980 году согласно этому закону регламентировал рост ссуд в 1980 году на уровне 6—9%, установил предельный пятнадцатипроцентный уровень увеличения общих активов взаимных фондов денежного рынка и роста задолженности по кредитным карточкам и автоматически возобновляемым кредитам. Цель такого решения обуславливалась необходимостью остановить рост инфляции. Эти меры не смогли решить проблему инфляции и лишь способствовали экономическому спаду в январе-июне 1980 года.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Федеральный Комитет Открытого Рынка в своей деятельности преследует весьма широкие цели контроля и регулирования денежно-кредитных отношений в экономической системе США. Управляющий текущими операциями на открытом рынке, будучи вице-президентом Федерального Резервного банка Нью-Йорка, практически осуществляет покупки и продажи ценных бумаг Государственного Казначейства США для нужд внутренней экономической системы.

2. Займы банковской системы в Федеральных Резервных банках зависят от изменений уровня банковской учетной ставки относительно рыночных норм процента. Поскольку эти изменения отстают от изменений рыночных процентных ставок, ссуды в Федеральных Резервных банках растут в периоды экономической экспансии и сокращаются в периоды застоя и сжатия делового цикла. Федеральная Резервная Система может скомпенсировать это влияние изменений в ссудной практике на уровень резервов за счет проведения соответствующих операций на открытом рынке ценных бумаг.

3. В восьмидесятые годы число различных типов депозитов, требующих обеспечения обязательными резервами, было значительно сокращено, а наличие обязательного резервного покрытия для остальных типов вкладов было распространено на все депозитные учреждения.

4. Изменения уровня обязательных резервов само по себе является мощнейшим инструментом регулирования денежно-кредитных отношений, однако в последние годы он не применяется в реальной экономической деятельности. Дело в том, что увеличение требований к обязательному резервному покрытию может создать сложности в обеспечении ликвидности для банковской сферы, а их уменьшение способно нежелательно инициировать рост депозитов и банковского кредита.

**Инструкция "О" — постановление Федеральной Резервной Системы, запрещавшее выплату процентов по вкладам до востребования и ограничившее верхние пределы норм процента по иным помещениям средств в банки. Действовала с 1933 по 1980 годы.**

5. Операции на открытом рынке ценных бумаг являются преобладающим инструментом контроля и регулирования денежно-кредитных отношений благодаря тому, что их гибкость и взвешенность превосходит аналогичные параметры изменения учетных ставок и уровня обязательных резервов, рассматриваемые как альтернативные мероприятия. Необходимо учесть, что изменения банковских учетных ставок весьма неопределенны по своим последствиям для финансово-экономической системы.

6. Избирательные механизмы контроля за кредитом, находящиеся в распоряжении ФРС, ныне — в связи с прекращением контроля и регулирования норм процента, выплачиваемых по большинству вкладов, а также сомнениями в эффективности вариаций предписываемой маржи — отошли на второй план.

### Термины для повторения

Операции на открытом рынке ценных бумаг  
Управляющий текущими операциями на открытом рынке  
Защитные операции на открытом рынке ценных бумаг  
Динамические операции на открытом рынке ценных бумаг  
«Вексельная» политика  
«Твист» — операции  
Учетная ставка

Трансакционный счет  
Неличный вклад на срок  
Текущий учет резервного покрытия  
Избирательный контроль за кредитом  
Предписываемая маржа  
Инструкция «О»

### Вопросы для повторения

1. Каким образом Федеральные Резервные банки осуществляют куплю-продажу ценных бумаг федерального правительства?
2. Какова цель защитных операций на открытом рынке ценных бумаг?
3. При каких условиях происходит снижение банковских учетных ставок? Повышение учетных ставок?
4. Почему общий объем займов у Федеральных Резервных банков в периоды экспансии возрастает, несмотря на повышение в этот период банковских учетных ставок? Почему общий объем займов у Федеральных Резервных банков в периоды зстоя и сжатия сокращается, несмотря на снижение в этот период банковских учетных ставок?
5. Каковы недостатки изменений банковских учетных ставок, рассматриваемые как инструмент контроля и регулирования денежно-кредитных отношений?
6. Какие изменения в требованиях к уровню обязательных резервов произошли в восьмидесятые годы?
7. Каким образом уменьшение требований к обязательному резервному покрытию делает возможным расширение ссудной и инвестиционной банковской практики? За счет какого процесса это происходит?
8. Каковы недостатки и преимущества вариаций требований к уровню обязательного резервного покрытия, рассматриваемые как инструмент контроля и регулирования денежно-кредитных операций?
9. В чем состоит суть понятия «предписываемая маржа» применительно к практике получения займов с целью дальнейшего приобретения акций?
10. Какие цели преследовала Федеральная Резервная Система, устанавливая верхний предел процентных ставок, выплачиваемый по срочным вкладам?

### Темы для обсуждения

1. Существуют ли ограничения у Федеральных Резервных банков на процесс купли-продажи ценных бумаг на открытом рынке?
2. Обычно банки прибегают к займам у Федеральных Резервных банков для восполнения своих обязательных резервов. Однако, целый ряд экономистов и финансистов полагают, что банки используют подобную практику и тогда, когда банковские учетные ставки низки по сравнению с рыночными нормами процента по банковским ссудам и инвестициям. Каким образом эти обстоятельства сопрягаются в реальной экономической жизни?
3. Сравните эффективность операций на открытом рынке ценных бумаг и понижение требований к уровню обязательных резервов как средств увеличения банковского кредита и предложения денег.
4. Ряд наблюдателей и экспертов рекомендовали Федеральной Резервной Системе изъять изменения банковских учетных ставок и обязательного уровня резервного покрытия из арсеналов политики контроля и регулирования денежно-кредитных отношений, и использовать в дальнейшем для этих целей лишь проведение операций на открытом рынке ценных бумаг. Обсудите эту точку зрения.
5. Федеральные Резервные банки повышают банковские учетные ставки в периоды экономического роста и экспансии и понижают их в периоды зстоя и сжатия деловой активности. Объясните почему эти процессы вариаций банковских учетных ставок не столь велики, чтобы обеспечить резкое сокращение получения займов коммерческими банками в периоды экспансии и резкое их увеличение в периоды спада?

## **УРАВНЕНИЕ БАНКОВСКИХ РЕЗЕРВОВ И ДЕНЕЖНАЯ БАЗА**

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Обсудить и истолковать каждый из компонентов, входящих в уравнение банковских резервов.**
- 2. Объяснить, каким образом увеличение «флоута» способно увеличить общий объем резервных депозитов.**
- 3. Объяснить, как ранее практиковавшаяся закупка золота Государственным Казначейством США влияла на общий объем резервных депозитов и денежную базу.**
- 4. Объяснить, почему увеличение вкладов Государственного Казначейства США в Федеральные Резервные банки поглощает резервные депозиты банковской системы.**
- 5. Проанализировать изменения денежной базы с течением времени и указать методы их контроля, находящиеся в распоряжении Федеральной Резервной Системы.**

В главе 10 было показано, что две основные части нескорректированной денежной базы, — банковские резервы (депозиты в Федеральных Резервных банках плюс наличные средства) и денежная масса, обращающаяся вне банковской системы, — определяют изменение предложения денег и обеспечивают его сбалансированность. В настоящей главе эта тема углубляется введением в рассмотрение уравнения банковских резервов. Понятие уравнения банковских резервов включает в себя все основные факторы, которые влияют на состояние нескорректированной денежной базы, а понимание их сути чрезвычайно важно, поскольку Федеральная Резервная Система контролирует в процессе своей деятельности создание банковских депозитов и кредитов, управляя денежной базой. Кроме того, возможные изменения в предложении денег и предоставлении кредитов способны самым серьезным образом повлиять на всю экономическую систему в целом.

На рисунке 13.1 приведены сводные данные (взяты из «Федерального Резервного Бюллетеня») уравнения банковских резервов по состоянию на 31 октября и 30 ноября 1986 года. В таблице представлены семь позиций (за каждой из которых стоит определенный финансово-экономический фактор), предлагающих резервные депозиты, и шесть — их поглощающих. Разность между общей суммой позиций, их поглощающих, равна общему объему резервных депозитов в Федеральных Резервных банках. Заметим, что обращающиеся денежные средства поглощают резерв-

**Уравнение банковских резервов** — финансово-экономические факторы, определяющие состояние денежной базы и объем резервных депозитов в Федеральных Резервных Банках.

ные депозиты Федеральной Резервной Системы. Структурно они состоят из двух компонентов — наличных денег в расходной банковской кассе, которые рассматриваются как банковский резерв, и денежной массы, обращающейся вне банков. Сумма обращающихся платежных средств и общих резервных депозитов в Федеральной Резервной Системе и составляет денежную базу.

## ПРЕДЛОЖЕНИЕ РЕЗЕРВНЫХ ДЕПОЗИТОВ

Финансово-экономические факторы, которые обеспечивают предложение резервных денежных средств, изменяются в прямой зависимости с общими резервными депозитами в Федеральных Резервных банках, то есть их рост способствует увеличению общих резервных депозитов, а уменьшение приводит к соответствующему снижению. В основе изучения уравнения банковских резервов лежат два вопроса: какие обстоятельства способны изменить каждый из этих факторов и каким образом вероятное изменение каждого из них способно повлиять на резервные депозиты? В качестве инструмента, используемого для анализа этих процессов, будут привлечены Т-счета Федеральных Резервных и коммерческих банков. Первые четыре фактора, обеспечивающие предложение резервных депозитов, относятся к области Федерального Резервного кредита — каждый из них рассматривается как актив Федеральных Резервных банков.

### Ценные бумаги федерального правительства США

Ценные бумаги федерального правительства США, а также ценные бумаги иных федеральных органов, которыми владеют Федеральные Резервные банки — это самый важный фактор в уравнении банковских резервов. Как представлено в таблице на рисунке 13.1 с октября по ноябрь 1986 года количество ценных бумаг федерального правительства США, принадлежащее Федеральной Резервной Системе, возросло на сумму в 6,5 миллиардов долларов, чему соответствовало увеличение денежной базы на 5,7 миллиарда долларов. Никакой иной фактор не может сравниться с рассматриваемым по своему влиянию на уравнение банковских резервов. Изменения количества ценных бумаг федерального правительства США, принадлежащих ФРС, происходят в результате осуществления операций на открытом рынке ценных бумаг, ранее подробно рассмотренных в главах 10 и 12. Купля-продажа ценных бумаг федерального правительства США на открытом рынке полностью зависит от инициативы руководства ФРС и отражают его стремление достичь той или иной цели финансово-экономической политики.

Посредством защитных операций на открытом рынке ценных бумаг Федеральная Резервная Система может оказывать противодействие нежелательным изменениям других 12 позиций, входящих в уравнение банковских резервов, и стабилизировать тем самым денежную массу. Динамические операции на открытом рынке ценных бумаг также способны изменить количество денег, находящихся в обращении.

Способ, согласно которому закупки ценных бумаг федерального правительства на открытом рынке увеличивают резервы банковской системы, ранее уже был рассмотрен. Т-счет 13.1 иллюстрирует, каким образом продажа ценных бумаг уменьшает банковские резервы. Предположим, что Федеральный Резервный банк продает небанковскому дилеру ценные бумаги федерального правительства США на сумму в 1.000 долларов, тем самым сокращая их количество, находящееся в распоряжении ФРС. Дилер осуществляет платеж в этой сделке через коммерческий банк, который заплатит Федеральному Резервному банку посредством телеграфного перевода. Банк уменьшает вклад дилера на 1.000 долларов, а телеграфный перевод уменьшит резервные депозиты этого коммерческого банка в Федеральном Резервном банке на ту же сумму.

Заметим, если бы ФРС продала эти ценные бумаги банку, который также специализируется на операциях с ценными бумагами, результатом, представленным на Т-счета, был бы несколько иным. В этом случае коммерческий банк, приобретающий дополнительные ценные бумаги федерального правительства США, уменьшил бы свои резервы в Федеральном Резервном банке на сумму, равную объему сделки. При этом его обязательства по депозитам (пассивы) остались бы без изменений.

### Уравнение банковских резервов и денежная база 31 октября и 30 ноября 1986 года

Позиции в представленном ниже уравнении банковских резервов взяты из объединенных балансовых отчетов двенадцати Федеральных Резервных банков и отчетов Государственного Казначейства США. Последние включают в себя три позиции: платежные средства, выпущенные в обращение Государственным Казначейством США; обращающиеся платежные средства; авуары Государственного Казначейства. Ныне золотой запас Государственного Казначейства США обычно равняется общей сумме счета золотых сертификатов, находящегося в распоряжении Федеральных Резервных банков. Балансовый отчет Федерального Резервного банка включает в себя как резервные депозиты, так и балансовые отчеты депозитных учреждений, относящиеся к оказанию банковских услуг.

|   | Сумма (миллиарды долларов) |                    |
|---|----------------------------|--------------------|
|   | 30 ноября 1986 г.          | 31 октября 1986 г. |
| <b>Факторы, предлагающие резервные депозиты в Федеральных Резервных банках:</b>         |                            |                    |
| Федеральный резервный кредит:   | 204,470                    | 197,949            |
| Ценные бумаги федерального правительства США и других федеральных органов               |                            |                    |
| Ссуды   | 0,557                      | 0,808              |
| Флоут   | 0,748                      | 0,441              |
| Другие Федеральные Резервные активы   | 15,898                     | 16,797             |
| Золотой запас   | 11,084                     | 11,084             |
| Счет сертификатов специальных прав заимствования  | 5,018                      | 5,018              |
| Платежные средства, выпущенные в обращение Государственным Казначейством США            | 17,549                     | 17,488             |
| <b>Итого:</b>   | <b>255,318</b>             | <b>249,583</b>     |
| <b>Факторы, поглощающие резервные депозиты в Федеральных Резервных банках:</b>          |                            |                    |
| Обращающиеся платежные средства   | 206,904                    | 202,517            |
| Авуары Государственного Казначейства США  | 0,459                      | 0,485              |
| Депозиты в Федеральных Резервных банках:  |                            |                    |
| Государственное Казначейство США  | 2,529                      | 2,491              |
| Иностранные и другие  | 0,650                      | 0,782              |
| Балансовые остатки депозитных учреждений, относящиеся к оказанию банковских услуг       | 1,744                      | 1,744              |
| Другие обязательства Федеральной Резервной Системы и счета движения капитальных средств | 6,480                      | 6,342              |
| <b>Итого:</b>   | <b>218,766</b>             | <b>214,361</b>     |
| <b>Денежная база:</b>   |                            |                    |
| Резервные депозиты в Федеральных Резервных банках                                       | 36,522 <sup>(а)</sup>      | 35,222             |
| Обращающиеся платежные средства   | 206,904                    | 202,517            |
| <b>Итого:</b>   | <b>243,456</b>             | <b>237,739</b>     |

<sup>(а)</sup> — Характеризует разность между общими суммами факторов, предлагающих и поглощающих резервные депозиты в Федеральных Резервных банках.

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1987, p. A4.

Рис. 13.1

| Т-счет 13.1   |                                     |  |                               |
|---|-------------------------------------|--|-------------------------------|
| Федеральный Резервный банк                                    |                                     | Коммерческий банк                                      |                               |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал       | Активы   | Пассивы и собственный капитал |
| Ценные бумаги Федерального правительства США — 1.000 долларов | Резервные депозиты — 1.000 долларов | Резервы в Федеральном Резервном банке — 1.000 долларов | Депозиты — 1.000 долларов     |

Примечание: представлена ситуация реализации ценных бумаг небанковскому дилеру.

### Ссуды депозитным учреждениям

Другой важный фактор предложения банковских резервов — это общая сумма займов банков и ссудосберегательных учреждений у Федерального Резервного банка. Механизм того, как увеличение этих ссуд инициирует увеличение резервов банковской системы, подробно разобран в предыдущей главе. Изменения в объеме ссуд, предоставляемых Федеральными Резервными банками, во многом зависят от инициативы депозитных учреждений, хотя Федеральные Резервные банки способны вмешаться в этот процесс, варьируя банковские учетные ставки. Как указывалось ранее, величина займов, используемых для корректировки банковских резервов и сезонных потребностей в средствах, имеет тенденцию к росту в те периоды времени, когда учетная ставка низка по отношению к другим рыночным нормам процента, и, соответственно, величина этих займов уменьшается при относительно высоком уровне банковских учетных ставок.

### Флоут

В таблице, представленной на рисунке 13.1 третий фактор, способствующий предложению резервных депозитов — это так называемый «флоут» Федеральной Резервной Системы — разность между двумя позициями в балансовом отчете Федерального Резервного банка: чеками и другими платежными документами в процессе инкассации и неразмещенным (отложенным) кредитом (см. главу 11). Флоут всегда представляет собой сугубо положительную величину, так как процесс инкассации чеков отдаленных банков занимает гораздо больше времени, нежели тот короткий срок, на который кредит для чеков может быть отложен. Общий объем «флоута» ФРС возрастает в тех случаях, когда Федеральный Резервный банк кредитует чек, проходящий через ФРС в банк, депонирующий его ранее, чем инкассирует сумму по этому чеку у другого банка.

«Флоут» играет весьма значительную роль в уравнении банковских резервов, поскольку еженедельные изменения этого параметра могут значительно повлиять на объем резервных депозитов самым нежелательным образом с точки зрения управления этим процессом в нужном русле.

Так, например, в таблице на рис. 13.1 отмечен рост этой позиции с 441 миллиона долларов до 748 миллионов за период с 31 октября по 30 ноября 1986 года. Более того, можно утверждать, что «флоут» возрастет к концу каждой недели и в начале большинства месяцев. Эта закономерность отражает сложившиеся схемы оплаты счетов хозяйственными агентами и деловыми предприятиями. В дополнение отметим, что все обстоятельства, задерживающие перевод чеков — будь то поломка компьютера, либо снежный шторм, нарушивший работу авиалиний, — приводят к увеличению «флоута».

С целью иллюстрации того обстоятельства каким образом «флоут» влияет на резервные депозиты банковской системы, рассмотрим инкассирование отдельно взятого чека на 1000 долларов, полученного Федеральным Резервным банком Бостона и выпущенного на коммерческий банк, расположенный в Федеральном Резервном округе Сан-Франциско. Как показано на Т-счете 13.2а, в этом случае в балансовом отчете Федерального Резервного

банка Бостона немедленно произойдут следующие изменения, а именно: позиция «чеки и другие платежные документы в процессе инкассации» увеличится на 1.000 долларов. На период, скажем, двух дней это обстоятельство обеспечит увеличение позиции «неразмещенный кредит» на ту же самую величину. Таким образом, до настоящего момента разность между этими двумя позициями — и, следовательно, «флоут» — не увеличится.

Однако к исходу этого срока, Федеральный Резервный банк Бостона (все еще располагая добавочной суммой в 1.000 долларов на позиции «чеки и другие платежные документы в процессе инкассации») обязан кредитовать банк, который депонировал чек на 1.000 долларов. Произшедшие при этом изменения в балансовых отчетах представлены на Т-счете 13.2б. В этом случае «флоут» возрастает. Такая процедура увеличивает общие резервы банковской системы, поскольку резервы Федерального Резервного банка Бостона в этот момент уже увеличились, а резервы банка Сан-Франциско еще не уменьшились.

«Флоут», возникающий в результате движения единичного чека в рассматриваемом примере, существует от силы день—два. Когда процесс клиринга чека завершится, резервные депозиты банка, на который был выписан чек, и счет золотых сертификатов Федерального Резервного банка Сан-Франциско уменьшаются; одновременно с этим счет золотых сертификатов Федерального Резервного банка Бостона растет. За этим процессом следит Межотраслевой расчетный фонд, который ведет учет перевода золотых сертификатов в форме книжной записи, избегая излишних сложностей при осуществлении подобных транзакций.

Принимая в 1980 году новые законы, регулирующие финансово-кредитные отношения, Конгресс США обязал ФРС всемерно снизить объем «флоута», либо взимать с банков пени за него. Дело в том, что в период с 1975 по 1980 годы статья «флоут» увеличилась более чем в три раза. С 1980 года ФРС ввела обязательную однодневную обработку чеков и иных платежных документов, получившую название «корректировка флоута». Вводя эти новшества, конгресс США надеялся сократить правительственные расходы на выплату процентов по займам у населения. Эти, казалось бы малозначимые на первый взгляд вещи, на самом деле тесно зависимы. Дело в том, что поддержка заданного уровня банковских резервов при их уменьшении благодаря снижению объема флоута требует ком-

**Флоут (float)** — разность между двумя позициями в балансовом отчете какого-либо Федерального Резервного банка: чеками и другими платежными документами в процессе инкассации (рассматриваемый как актив) и неразмещенным кредитом.

**Чеки и другие платежные документы в процессе инкассации** — чеки и другие платежные документы, находящиеся в процессе клиринга; рассматриваются как актив (потенциальный актив) в балансовом отчете банка, получившего их для обработки.



| Т-счет 13.2<br>Изменение «флоута» Федеральной Резервной системы при инкассации чека в 1.000 долларов Федеральным Резервным банком Бостона у Федерального Резервного банка Сан-Франциско   |   |  |  |
|---|---|--|--|
| а. Федеральный Резервный банк Бостона получает чек, выписанный на банк находящийся в Федеральном Резервном округе Сан-Франциско   |   | б. «Флоут» возрастает, когда Федеральный Резервный банк Бостона кредитует банк, который депонировал чек. |  |
| <b>Федеральный Резервный банк Бостона</b>   |   | <b>Федеральный Резервный банк Бостона</b>  |  |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал           | Активы   | Пассивы и собственный капитал  |
| Чеки и другие платежные документы в процессе инкассации<br>+1.000 долларов  | Неразмещенный кредит<br>+1.000 долларов | Без изменений  | Неразмещенный кредит<br>—1.000 долларов<br>Резервные депозиты<br>+1.000 долларов |
| с. Воспоследовавшее уменьшение позиции «чеки и другие платежные документы в процессе инкассации» Федерального Резервного банка Бостона возвращает «флоут» в исходное состояние, а Федеральные Резервные банки осуществляют взаиморасчеты, внося соответствующие изменения в свои счета золотых сертификатов |   |  |  |
| <b>Федеральный Резервный банк Бостона</b>   |   | <b>Федеральный Резервный банк Бостона</b>  |  |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал           | Активы   | Пассивы и собственный капитал  |
| Чеки и другие платежные документы в процессе инкассации<br>—1.000 долларов<br>Счет золотых сертификатов   | Без изменений                           | Счет золотых сертификатов<br>—1.000 долларов   | Резервные депозиты<br>—1.000 долларов  |

пенсации в виде увеличения покупок ценных бумаг на открытом рынке Федеральной Резервной Системой. Таким образом, выплаты Государственного Казначейства процентов частным владельцам ценных бумаг сокращаются.

### Другие Федеральные Резервные активы

Понятие «другие Федеральные Резервные активы» включает в себя активы, деноминированные в иностранной валюте, помещения, сооружения и здания, принадлежащие Федеральным Резервным банкам, а также прочие активы, не выделенные отдельной строкой в балансовых отчетах Федеральных Резервных банков. Наиболее важны из них активы, деноминированные в иностранной валюте. Покупка иностранной валюты Федеральными Резервными банками увеличивает объем резервных депозитов ФРС аналогично тому, как это происходит при покупке у коммерческих банков ценных бумаг федерального правительства на открытом рынке. Технически это мероприятие осуществляется следующим образом: какой-либо Федеральный Резервный банк телеграфирует дилеру, специализирующемуся на валютных операциях (обычно этим дилером является отдел крупного коммерческого банка), что он увеличивает резервные депозиты этого банка в качестве платы за приобретенную иностранную валюту. Количество иностранной валюты, находящееся в распоряжении этого банка, уменьшается, а его резервные депозиты в ФРС увеличиваются. Диапазон изменений этих активов временами может быть весьма велик, особенно в периоды осуществления Федеральными Резервными банками валютных интервенций на внешних валютных рынках.

### Счет золотых сертификатов

Пятым фактором, способствующим предложению резервных депозитов, является общая величина золотого запаса Государственного Казначейства США. Золотой запас Казначейства оценивается исходя из установленной цены: 42 доллара 22 цента за одну тройскую унцию. С 1972 года счет золотых сертификатов (см. главу 11) в балансовых отчетах Федеральных Резервных банков практически полностью соответствовал тому количеству золота, которым владело Государственное Казначейство США в качестве одного из своих активов.

С тех пор, как в 1971 году Государственное Казначейство США прекратило покупку и продажу золота, этот фактор не оказывает какого-либо существенного влияния на объем резервных депозитов, поскольку величина золотого запаса Государственного Казначейства практически неизменна. До этого времени объем резервных депозитов ФРС возрастал при приобретении Государственным Казначейством США золота, и, соответственно, уменьшался при его продаже. Каким образом продажа золота Государственным Казначейством США уменьшает резервные депозиты, размещенные в Федеральных Резервных банках, представлено на Т-счете 13.3. Покупатели золота обычно платят за товар, выписывая чеки на свои вклады до востребования в коммерческих банках (в описываемый период времени платежи посредством чеков были более распространены, нежели телеграфные переводы). Как представлено на Т-счете 13.3а, когда Государственное Казначейство депонирует в Федеральном Резервном банке чек, который оно получило в уплату за проданное золото, сумма на соответствующем счете Казначейства увеличивается, а резервные депозиты коммерческого банка в Федеральном Резервном банке уменьшаются. Затем Федеральный Резервный банк возвращает чек в коммерческий банк, который снимает соответствующую сумму со вклада клиента, который приобрел золото.

Кроме того, продажа золота требовала добавочной корректировки. Если Государственное Казначейство США продавало золотые слитки, то счет золотых сертификатов в банках ФРС уменьшался, так как величина этого счета находится в прямопропорциональной зависимости от количества золота, которым обладает Государственное Казначейство. Уменьшение счета золотых сертификатов уменьшает депозиты Казначейства в Федеральных Резервных банках. Это обстоятельство отражено на Т-счете 13.3в. Таким образом результат продажи золота таков: уменьшение счета золотых сертификатов и резервных депозитов коммерческих банков в Федеральных Резервных банках.

| Т-счет 13.3   |   |  |                               |
|---|---|--|-------------------------------|
| Уменьшение резервных депозитов при продаже золота Государственным Казначейством США |   |  |                               |
| А. Государственное Казначейство США получает платеж за проданное золото             |   |  |                               |
| Федеральный Резервный банк  |   | Коммерческий банк  |                               |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал                             | Активы   | Пассивы и собственный капитал |
| Без изменений   | Депозиты Государственного Казначейства<br>+1.000 долларов | Резервы в Федеральном Резервном банке<br>—1.000 долларов | Депозиты<br>—1.000 долларов   |
| В. Государственное казначейство США уменьшает свой счет золотых сертификатов        |   |  |                               |
| Федеральный Резервный банк  |   |  |                               |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал                             |  |                               |
| Счет золотых сертификатов —1.000 долларов   | Депозиты Государственного Казначейства<br>+1.000 долларов |  |                               |

### Специальные права заимствования

Изменения счета сертификатов специальных прав заимствования (см. главу 11) — следующего фактора, предлагающего резервные депозиты, — зависит от общего количества специальных прав заимствования (СДР), находящегося в распоряжении Государственного Казначейства США. («SDRs in Federal Reserve Operations and Statistics», Federal Reserve Bulletin, May 1970, pp. 421—424). Государственное Казначейство США приобретает СДР через Международный Валютный Фонд, а также посредством разнообразных операций на внешних валютных рынках на межправительственном уровне. Получив в свое распоряжение дополнительное количество СДР, Государственное Казначейство США может выпустить побольше сертификатов специальных прав заимствования, хотя оно вправе и не поступать таким образом. Например, в ноябре 1986 года Государственное Казначейство США выпустило сертификатов специальных прав заимствования на сумму в 5 миллиардов долларов, хотя располагало количеством СДР, существенно превосходящим указанную цифру — 8,3 миллиардов долларов. Хотя измерения в счете сертификатов специальных прав заимствования возникают нечасто и обычно они весьма невелики по объему, существенные изменения в этом счете могут возыметь обширные последствия на уровень банковских резервов. Когда Государственное Казначейство получает СДР из Международного Валютного Фонда (об этом процессе подробно рассказано в главе 22 — прим. пер.), а затем выпускает сертификаты специальных прав заимствования, то счет сертификатов специальных прав заимствования и специальный счет Государственного Казначейства США увеличиваются; при этом происходит рост уровня резервных депозитов. Те хозяйственные агенты, которые получают чеки, выписанные

на специальный счет Государственного Казначейства, депонируют их в свои банки, которые затем осуществляют аналогичную процедуру, размещая их на своих счетах в Федеральных Резервных банках.

Операции с привлечением СДР на внешних валютных рынках также оказывают определенное воздействие на банковские резервы. Когда Государственное Казначейство обменивает специальные права заимствования на иностранную валюту, а затем пускает ее в продажу, резервные депозиты уменьшаются. Государственное Казначейство обычно прибегает к продаже специальных прав заимствования и иностранной валюты для проведения валютных интервенций на внешних валютных рынках с целью оказания воздействия на обменный курс доллара<sup>1</sup>. Аналогично закупки иностранной валюты с последующим обменом ее на СДР расширяют резервные депозиты. Государственное Казначейство обычно приобретает специальные права заимствования, обеспечивая какое-либо иное государство необходимым количеством потребной ему валюты для покрытия дефицита внешнеторгового платежного баланса, либо осуществления валютной интервенции. На Т-счете 13.4 показано, каким образом уменьшаются банковские резервы, когда Государственное Казначейство продает дилеру иностранную валюту, которую оно выручило от реализации СДР. Дилер, специализирующийся на операциях с иностранной валютой (обычно это специальное подразделение большого коммерческого банка) оплачивает сделку, телеграфируя в Федеральный Резервный банк о переводе, к примеру, 1.000 долларов с его резервного депозита на специальный счет Казначейства в Федеральном Резервном банке. Эта ситуация проиллюстрирована на Т-счете 13.4а.

Если затем Государственное Казначейство решает уменьшить счет сертификатов специальных прав заимствования и специальный счет Казначейства в Федеральных Резервных банках в соответствии с имеющимися в его распоряжении количеством СДР, то счет сертификатов специальных прав заимствования и специальный счет Казначейства в Федеральных Резервных банках также уменьшаются. Ситуация представлена Т-счете 13.4в. Результат этой финансовой операции (представленный на Т-счете 13.4а и 13.4в) уменьшает как счет сертификатов специальных прав заимствования, так и резервные депозиты.

Если Государственное Казначейство покупает иностранную валюту, а затем использует ее для приобретения СДР у зарубежного партнера, итоговый результат будет противоположен представленному. В этом случае Государственное Казначейство приобретает у банков, имеющих специализированные отделы, иностранную валюту, которую затем обменивает на СДР. Банк-продавец получит телеграфный перевод от Казначейства на 1.000 долларов от специального счета Государственного Казначейства на свой резервный счет. Если затем Казначейство решает расширить счет сертификатов специальных прав заимствования, приводя его в соответствие с увеличивавшимся количеством СДР, то счет сертификатов специальных прав заимствования (рассматриваемый как актив Федеральных Резервных банков) и специальный счет Государственного Казначейства (рассматриваемый как пассив) возрастут.

#### Т-счет 13.4

#### Уменьшение резервных депозитов, вызванное продажей иностранной валюты, полученной от реализации СДР

##### А. Государственное Казначейство США получает платеж за иностранную валюту

##### Федеральный Резервный банк

| Активы        | Пассивы и собственный капитал                    |
|---------------|--|
| Без изменений | Специальный счет Казначейства<br>+1.000 долларов |
|               | Резервные депозиты<br>—1.000 долларов            |

##### Коммерческий банк

| Активы   | Пассивы и собственный капитал |
|--|-------------------------------|
| Резервы в Федеральном Резервном банке<br>—1.000 долларов | Без изменений                 |
| Иностранная валюта<br>+1.000 долларов                    |                               |

##### В. Государственное Казначейство США уменьшает свой счет сертификатов специальных прав заимствования

##### Федеральный Резервный банк

| Активы  | Пассивы и собственный капитал                    |
|---|--|
| Счет сертификатов специальных прав заимствования<br>—1.000 долларов | Специальный счет Казначейства<br>—1.000 долларов |

<sup>1</sup> Механизм валютных интервенций подробно изложен в главе 22.— прим. пер.

Результат этой финансовой операции в его чистом виде увеличивает как счет сертификатов специальных прав заимствования в Федеральных Резервных банках, так и резервные депозиты. Заметим, что на специальном счете Государственного Казначейства в этом случае не будет зафиксировано никаких изменений.

### Платежные средства Государственного Казначейства

Общее количество **платежных средств Государственного Казначейства** состоит главным образом из монет, небольшого числа банкнот США и некоторого количества иных бумажных денег в процессе изъятия из обращения. Монеты в настоящее время — это единственный вид платежных средств Государственного Казначейства, выпускаемых в обращение. Как указывалось в главе 2, платежные средства Государственного Казначейства — суть обязательства Казначейства США, и их общий объем определяется состоянием его счетов. Заметим, что общий объем **платежных средств Государственного Казначейства** постоянно, хотя и в малой степени, возрастает по мере того, как монетный двор Государственного Казначейства чеканит и пускает в оборот новые монеты, обеспечивая тем самым нужды и потребности экономической системы в процессе ее развития. Этот фактор, естественно, оказывает относительно скромное, но все же существующее, влияние на расширение резервных депозитов.

Т-счет 13.5 иллюстрирует вышеуказанное обстоятельство. Когда монетный двор Государственного Казначейства депонирует вновь выпущенные монеты в Федеральном резервном банке, депозиты Государственного Казначейства в ФРС возрастают (см. Т-счет 13.5а). Затем Государственное Казначейство использует этот вклад, а некий хозяйственный агент, получивший соответствующий платеж от Казначейства, депонирует чек в коммерческом банке; далее коммерческий банк депонирует эти средства в Федеральном Резервном банке своего округа, при этом депозиты банка в ФРС возрастают, а депозиты Казначейства — уменьшаются (см. Т-счет 13.5в). Конечный результат этой финансовой операции приводит к увеличению резервных депозитов. Однако, Государственное Казначейство будет вынуждено истратить часть приобретенных средств на оплату производства новых монет. Напомним, что прибыль, полученная Казначейством и составляющая разность между номинальной стоимостью выпущенных монет и издержками их эмиссии, называется сеньораж (см. главу 2). Сеньораж является важным источником дохода, который в итоге направляется на нужды федерального правительства.

#### Т-счет 13.5

#### Рост резервных депозитов при увеличении общего объема платежных средств Государственного Казначейства

а). Государственное Казначейство депонирует вновь выпущенные монеты в Федеральном Резервном банке

#### Федеральный Резервный банк

Активы

Пассивы и собственный капитал

Монеты +1.000 долларов

Депозиты Государственного Казначейства  
+1.000 долларов

в) Использование Государственным Казначейством полученных средств увеличивает резервные депозиты

#### Федеральный Резервный банк

#### Коммерческий банк

Активы

Пассивы и  
собственный капитал

Активы

Пассивы и  
собственный капитал

Без изменений

Депозиты  
Государственного  
Казначейства  
—1.000 долларов

Резервы в Федеральном  
Резервном банке  
+1.000 долларов

Депозиты  
+1.000 долларов

Резервные депозиты  
+1.000 долларов

## ПОГЛОЩЕНИЕ РЕЗЕРВНЫХ ДЕПОЗИТОВ

Далее мы обратимся к другой стороне уравнения балансовых резервов, — а именно к факторам, способствующим поглощению резервных депозитов; их рост приводит к уменьшению резервных депозитов и наоборот — уменьшение способствует росту резервных депозитов.

### Обращающиеся платежные средства

Наиболее важный фактор, поглощающий резервные депозиты — это **обращающиеся платежные средства**; они состоят из общего объема банкнот ФРС и платежных средств Государственного Казначейства США, за исключением находящихся на хранении в Государственном Казначействе и Федеральных Резервных банках.

Рост величины обращающихся платежных средств уменьшает объем резервных депозитов в Федеральных Резервных банках.

Как представлено на Т-счете 13.6А, в тот момент, когда банк получает наличные суммы (монеты и бумажные деньги) от Федерального Резервного банка, его резервы в ФРС уменьшаются. Банкноты ФРС и платежные средства Государственного Казначейства, находящиеся в виде кассовых остатков в коммерческих банках, составляют часть обращающихся платежных средств. Если абсолютное увеличение объема обращающихся платежных средств состоит из выпущенных в обращение банкнот ФРС, то соответствующее сокращение резервных депозитов иллюстрируется на Т-счете 13.6В. С другой стороны, если абсолютное увеличение объема обращающихся платежных средств приходится на долю монет, выпущенных Государственным Казначейством, то это обстоятельство уменьшит их количество в Федеральных Резервных банках (см. Т-счет 13.6С).

**Обращающиеся платежные средства** — банкноты ФРС и платежные средства Государственного Казначейства США, выпущенные в обращение, за исключением находящихся на хранении в Федеральной Резервной Системе и Государственном Казначействе.

#### Т-счет 13.6

##### Уменьшение резервных депозитов при увеличении объема обращающихся платежных средств

А. Коммерческий банк обменивает депозиты в Федеральном Резервном банке, увеличивая тем самым свои кассовые остатки.

##### Коммерческий банк

| Активы   | Пассивы и собственный капитал |
|--|-------------------------------|
| Кассовые остатки<br>+1.000 долларов                      | Без изменений                 |
| Резервы в Федеральном Резервном банке<br>—1.000 долларов |                               |

В. Увеличение количества банкнот ФРС при потребности в них, возникшей у коммерческого банка

##### Федеральный Резервный банк

| Активы        | Пассивы и собственный капитал         |
|---------------|---------------------------------------|
| Без изменений | Резервные депозиты<br>—1.000 долларов |
|               | Банкноты ФРС<br>+1.000 долларов       |

С. Денежные активы Федерального Резервного банка уменьшаются при потребности в монетах, возникшей у коммерческого банка.

##### Федеральный Резервный банк

| Активы                 | Пассивы и собственный капитал      |
|------------------------|------------------------------------|
| Монеты —1.000 долларов | Резервные депозиты —1.000 долларов |
|                        | Банкноты ФРС +1.000 долларов       |

Заметим, что рост и увеличение объемов обращающихся платежных средств, снижая уровень резервных депозитов, не уменьшает при этом денежную базу. Вспомним, что денежную базу составляет сумма резервных депозитов и общий объем обращающихся платежных средств (кассовые остатки в банках и наличные деньги, обращающиеся вне банковской сферы). Рост обращающихся платежных средств в точности равняется в этом случае уменьшению резервных депозитов, то есть денежная база не претерпевает каких-либо изменений.

### Авуары Государственного Казначейства США

Авуары Государственного Казначейства США — второй фактор, способствующий поглощению резервных депозитов, — включает в себя монеты и банкноты ФРС, являющиеся в этот момент собственностью федерального правительства и хранящиеся в Государственном Казначействе. В качестве основного типа денег, Государственное Казначейство открывает вклады до востребования в Федеральных Резервных банках и иных депозитных учреждениях, однако некоторое количество денежных

**Авуары Государственного Казначейства** — монеты и бумажные деньги, хранящиеся в Государственном Казначействе США.

средств в виде монет и бумажных денег для обеспечения определенных финансовых операций также находится в распоряжении Государственного Казначейства. Кроме того, продукция монетных дворов США первоначально также оседает в подвалах Казначейства. Изменения этой позиции уравнения банковских резервов весьма незначительны по своему объему и, следовательно, влиянию на финансово-экономическую систему.

Если Государственное Казначейство решает увеличить свои авуары, депозиты Государственного Казначейства в федеральных Резервных банках уменьшаются (см. Т-счет 13.7А и В). Хотя сама по себе эта финансовая операция прямо не повлияет на резервные депозиты, обычно Государственное Казначейство восполняет свои вклады в Федеральных Резервных банках, обеспечивая тем самым их на уровне, достаточном для удовлетворения потребностей этого федерального органа. Когда Государственное Казначейство депонирует в ФРС налоговые поступления, полученные в виде чеков, выписанных на коммерческие банки, резервные депозиты уменьшаются (см. Т-счет 13.7С).

| Т-счет 13.7  |   |   |   |
|--|---|---|---|
| Уменьшение резервных депозитов банковской системы при увеличении авуаров Государственного Казначейства                 |   |   |   |
| А. Государственное Казначейство обменивает депозиты в Федеральном Резервном банке на банкноты ФРС                      |   | В. Государственное Казначейство обменивает депозиты в Федеральном Резервном банке на монеты |   |
| Федеральный Резервный банк   |   | Федеральный Резервный банк  |   |
| Активы   | Пассивы и собственный капитал                             | Активы  | Пассивы и собственный капитал                             |
| Без изменений  | Депозиты Государственного Казначейства<br>—1.000 долларов | Монеты —1.000   | Депозиты Государственного Казначейства<br>—1.000 долларов |
|  | Банкноты ФРС<br>—1.000 долларов                           |   |   |
| С. При пополнении депозитов Государственного Казначейства происходит уменьшение резервных депозитов банковской системы |   |   |   |
| Федеральный Резервный банк   |   | Коммерческий банк   |   |
| Активы   | Пассивы и собственный капитал                             | Активы  | Пассивы и собственный капитал                             |
| Без изменений  | Депозиты Государственного Казначейства<br>+1.000 долларов | Резервы в Федеральном Резервном банке<br>—1.000 долларов                                    | Депозиты<br>—1.000 долларов                               |
|  | Резервные депозиты<br>—1.000 долларов                     |   |   |

### Депозиты Государственного Казначейства США

Еженедельные изменения депозитов Государственного Казначейства США в Федеральных Резервных банках — третий важный фактор, способствующий поглощению резервных депозитов. Зачастую он играет весьма существенную роль при рассмотрении уравнения банковских резервов. Заметим, что в таблице, представленной на рисунке 13.1, разница в депозитах Государственного Казначейства на 31 октября и 30 ноября 1986 года весьма незначительна. Несколько раз в неделю денежные средства переводятся на этот счет в ФРС со вкладов Государственного Казначейства в иных депозитных учреждениях. Такие операции воздействуют на объем резервных депозитов следующим образом: когда депозиты Казначейства в Федеральных Резервных банках возрастут, резервные депозиты коммерческих банков уменьшатся на ту же самую величину (см. Т-счет 13.8).

Когда Государственное Казначейство расходует свои средства, выписывая чеки на свои депозиты в Федеральных Резервных банках, резервные депозиты, наоборот, увеличиваются, а суммы на счетах Государственного Казначейства в ФРС уменьшаются. Любой хозяйственный агент, получивший от Государственного Казначейства чек, депонирует его в коммерческом банке. Следовательно, резервные депозиты возрастают после того, как этот чек будет представлен коммерческим банком в ФРС для инкассирования.

| Т-счет 13-8   |   |  |  |
|---|---|--|--|
| Уменьшение резервных депозитов банковской системы при увеличении депозитов Государственного Казначейства США в Федеральных Резервных банках |   |  |  |
| Федеральный Резервный банк  |   | Коммерческий банк                              |  |
| Активы  | Пассивы и собственный капитал                             | Активы   | Пассивы и собственный капитал                              |
| Без изменений   | Депозиты Государственного Казначейства<br>+1.000 долларов | Резервы в Федеральном банке<br>—1.000 долларов | Депозиты Федерального правительства США<br>—1.000 долларов |
|   | Резервные депозиты  |  |  |

### Депозиты иностранных правительственных органов

Депозиты иностранных правительственных органов, некоторые другие депозиты и балансовые остатки депозитных учреждений, относящиеся к оказанию банковских услуг, размещенные в Федеральной Резервной Системе обычно проявляют тенденцию к весьма постепенным изменениям.

В балансовом отчете двенадцати Федеральных Резервных банков, приведенном в таблице на рисунке 11.2, вклады депозитных учреждений составляли 38,296 млрд. долларов, из которых 36,552 млрд. долларов приходилось на долю резервных депозитов, а 1,744 млрд. долларов являлись балансовыми остатками депозитных учреждений, относящимися к оказанию банковских услуг. Эти последние принадлежат, как правило, небольшим депозитным учреждениям, акцентирующим внимание в своей деятельности на неличные вклады на срок, сберегательные вклады, вклады в евровалюте, которые по своему объему столь невелики, что не требуют соответствующего обязательного резервного покрытия. Наличие этих балансовых остатков обеспечивает возможность осуществления клиринга чеков, выписанных на эти вклады, и телеграфных переводов.

Изменения объемов депозитов иностранных правительственных органов и балансовых остатков депозитных учреждений, относящихся к оказанию банковских услуг, оказывают то же воздействие на резервные депозиты, что и изменения депозитов Государственного Казначейства. Например, иностранные правительственные органы увеличивают свои вклады в Федеральных Резервных банках, депонируя в ФРС чеки, выписанные на коммерческие банки США. Таким образом, депозиты иностранных правительственных органов в ФРС возрастают, а резервные вклады депозитных учреждений уменьшаются. Противоположный эффект имеет место, когда некое иностранное правительственное учреждение выписывает чек на свой вклад, размещенный в ФРС. Когда коммерческий банк, получивший этот платежный документ депонирует его в Федеральном Резервном банке, его резервные депозиты в ФРС возрастают, а иностранные депозиты уменьшаются.

Аналогичная взаимосвязь сохраняется и между резервными депозитами и балансовыми остатками депозитных учреждений, относящихся к оказанию банковских услуг. Чеки, депонированные на эти балансовые остатки, могут, к примеру, их увеличивать, и уменьшать резервные депозиты коммерческих банков, на который они были выписаны. Поскольку Федеральная Резервная Система своей властью исключает некоторые виды этих балансовых остатков из резервных депозитов, то их общие изменения не всегда оказывают влияние на величину резервных депозитов.

### Другие обязательства ФРС

Другие обязательства ФРС и счета движения капитальных средств,— последний из факторов, поглощающий резервные депозиты, включает в себя в первую очередь счета движения капитальных средств Федеральных Резервных банков плюс ряд текущих обязательств. Сам по себе этот фактор оказывает небольшое влияние на уравнение банковских резервов. Рост счетов движения капитальных средств уменьшает резервные депозиты; соответственно наблюдается и обратная зависимость. Например, когда коммерческий банк приобретает какие-либо капитальные средства, принадлежащие ФРС, он оплачивает сделку, выписывая чек на вклад этого банка в Федеральном Резервном банке. Таким образом, оплаченная часть акционерного капитала Федеральному Резервному банку возрастает, а резервные депозиты коммерческого банка уменьшаются. Противоположный эффект наблюдается при выплате дивидендов через Федеральную Резервную систему: банк депонирует соответствующий чек в ФРС и, таким образом, резервные депозиты возрастают, а позиция «счета движения капитальных средств» уменьшается.

## ИЗМЕНЕНИЯ НЕСКОРРЕКТИРОВАННОЙ ДЕНЕЖНОЙ БАЗЫ (НОЯБРЬ 1985 ГОДА — НОЯБРЬ 1986 ГОДА)

В таблице, представленной на рисунке 13.2, показаны изменения структуры банковских резервов, произошедшие с 30 ноября 1985 года по 30 ноября 1986 года. Денежная база за этот период возросла на 27,646 млрд. долларов. Изменение ее общей величины имеет весьма важное влияние на предложение денег и, таким образом, на уровень экономической активности. Кроме того, эти данные дают возможность установить, какой из факторов, влияющих на уравнение банковских резервов, приводит к росту денежной базы. Это обстоятельство существенно с точки зрения анализа причин такого роста: обусловлено ли увеличение денежной базы определенными действиями Федеральной Резервной Системы, либо это увеличение возникло в результате событий, находящихся вне контроля со стороны ФРС. Мероприятия Федеральной Резервной Системы самым существенным и непосредственным образом влияют на ожидания хозяйственных агентов и широкой публики относительно будущего направления денежно-кредитной политики.

### Источники и использование денежной базы (30 ноября 1985—30 ноября 1986 года) (миллиарды долларов).

| Источники денежной базы   | 30 ноября 1985 г. | 30 ноября 1986 г. | Изменение за год |
|---|-------------------|-------------------|------------------|
| Федеральный резервный кредит  |                   |                   |                  |
| Ценные бумаги федерального правительства США и других федеральных органов         | 177,395           | 204,470           | +27,075          |
| Ссуды   | 1,602             | 0,557             | —1,045           |
| Флоут   | 0,909             | 0,748             | —0,161           |
| Другие федеральные резервные активы   | 14,823            | 15,898            | +1,075           |
| Золотой запас   | 11,090            | 11,084            | —0,006           |
| Счет сертификатов специальных прав заимствования                                  | 4,718             | 5,018             | +0,300           |
| Платежные средства Государственного Казначейства США                              | 17,019            | 17,543            | +0,524           |
| Авуары Государственного Казначейства США  | —0,556            | —0,459            | +0,097           |
| Депозиты в Федеральных Резервных банках   |                   |                   |                  |
| Государственное Казначейство  | —2,294            | —2,529            | —0,235           |
| Иностранные и другие  | —0,938            | —0,650            | +0,288           |
| Балансовые остатки депозитных учреждений, относящиеся к оказанию банковских услуг | —1,483            | —1,744            | —0,261           |
| Другие обязательства ФРС и счета движения капитальных средств                     | —6,475            | —6,480            | —0,005           |
| <b>Общая денежная база</b>  | <b>215,810</b>    | <b>243,456</b>    | <b>+27,646</b>   |
| <b>Использование денежной базы</b>  |                   |                   |                  |
| Обращающиеся платежные средства   | 193,463           | 206,904           | +13,441          |
| Резервные депозиты в Федеральных Резервных банках                                 | 22,347            | 36,552            | +14,205          |
| <b>Использование денежной базы</b>  | <b>215,810</b>    | <b>243,456</b>    | <b>+27,646</b>   |

Источник: Federal Reserve Bulletin, February 1986 and February 1987, p. A4.

**Рис. 13.2**

Из таблицы видно, что за рассматриваемый период объем обращающихся платежных средств возрос на 13,441 млрд. долларов, а резервные депозиты в Федеральных резервных банках возросли на 14,205 млрд. долларов. Отмечено увеличение ценных бумаг федерального правительства США и других федеральных органов, находящихся в распоряжении ФРС, на 27,075 млрд. долларов, что является основной причиной, расширившей денежную базу.

Заметим, что общий рост денежной базы лишь в самой малой степени превосходит увеличение ценных бумаг федерального правительства США, находящихся в распоряжении Федеральных Резервных банков. За истекший год ФРС неоднократно предпринимала покупки и продажи ценных бумаг федерального правительства США на открытом рынке, однако в итоге объем закупок значительно превысил объем продаж. Другие источники денежной базы практически остались на прежнем уровне, а их взаимные изменения компенсировали друг друга.



Объем ссуд, предоставленных Федеральными Резервными банками, сократился на 1,045 млрд. долларов, при этом отмечалось и незначительное сокращение «флоута». Однако рост других Федеральных Резервных активов, платежных средств Государственного Казначейства и счета сертификатов специальных прав заимствования компенсировал эти спады. Рассматривая факторы, поглощающие резервные депозиты, отметим, что незначительное уменьшение депозитов иностранных правительственных органов в Федеральных Резервных банках частично сбалансировало увеличение депозитов Государственного Казначейства и балансовых остатков депозитных учреждений.

При анализе изменений, происходящих с резервами банковской сферы, важно представлять себе, что сумма ценных бумаг федерального правительства США, приобретенных Федеральной Резервной Системой, может отражать изменения и других факторов, воздействующих на уравнение банковских резервов. Это следует из того, что если бы изменения других факторов практически не уравновешивали бы друг друга, то ФРС была бы вынуждена приобрести совершенно иное количество ценных бумаг федерального правительства США.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Уравнение банковских резервов определяется основными факторами, предлагающими и поглощающими резервные депозиты банковской сферы, размещенные в Федеральной Резервной Системе. Нескорректированная денежная база представляет собой сумму банковских резервов (депозиты в Федеральной Резервной Системе и кассовые остатки) и обращающихся платежных средств вне банковской сферы.

2. «Флоут» — разность между двумя позициями в балансовом отчете Федеральных Резервных банков: чеками и другими платежными документами в процессе инкассации и неразмещенным кредитом — это один из типов Федерального Резервного кредита. Рост «флоута» увеличивает резервные депозиты банковской сферы.

3. В то время, когда существовала практика купли-продажи золота Государственным Казначейством, подобные финансовые операции оказывали сильнейшее воздействие на резервные депозиты. Увеличение золотого запаса Государственного Казначейства США увеличивало резервные депозиты банков, а его уменьшение, соответственно, сокращало резервные депозиты.

4. Резервные депозиты банковской сферы изменяются в обратной зависимости от величины депозитов Государственного Казначейства США в Федеральных Резервных банках. Изменения величины депозитов Государственного Казначейства, происходящие еженедельно, способны оказывать существенное влияние на резервные депозиты банковской сферы.

5. Федеральная Резервная Система может контролировать и управлять состоянием денежной базы посредством осуществления купли-продажи ценных бумаг федерального правительства США, компенсируя изменения других факторов, оказывающих непосредственное влияние на уравнение банковских резервов.

### Термины для повторения

Уравнение банковских резервов

«Флоут»

Чеки в процессе инкассации

Платежные средства Государственного Казначейства

Обращающиеся платежные средства

Авуары Государственного Казначейства

### Вопросы для повторения

1. Какой цели служит уравнение банковских резервов?

2. Какие факторы, влияющие на уравнение банковских резервов, относятся к счетам Государственного Казначейства, а какие — к балансовым отчетам Федеральных Резервных банков?

3. Каким образом увеличение каждого из нижепоименованных факторов влияет на резервные депозиты банковской сферы в Федеральных Резервных банках? Ценные бумаги федерального правительства США, находящиеся в распоряжении Федеральных Резервных банков; ссуды, предоставляемые Федеральными Резервными банками; «флоут» Федеральных Резервных банков; золотой запас Государственного Казначейства; счет сертификатов специальных прав заимствования; платежные средства Государственного Казначейства; другие Федеральные Резервные активы?

4. Каким образом увеличение каждого из нижепоименованных факторов влияет на резервные депозиты банковской сферы в Федеральных Резервных банках? Обращающиеся платежные средства; авуары Государственного Казначейства; депозиты Государственного Казначейства в Федеральных Резервных банках; депозиты иностранных правительственных органов в Федеральных Резервных банках; балансовые остатки депозитных учреждений, относящиеся к оказанию банковских услуг; другие обязательства Федеральной Резервной Системы и счета движения капитальных средств?

5. Каким образом Федеральные Резервные банки способны компенсировать сокращение резервных депозитов коммерческих банков в ФРС, вызванное уменьшением золотого запаса?

6. Каким образом Федеральные Резервные банки могли бы компенсировать увеличение резервных депозитов коммерческих банков в ФРС, вызванное уменьшением общего объема обращающихся платежных средств?

### Темы для обсуждения

1. Предположим, что в законодательном порядке ФРС обязывается расширять денежную базу на 2% в год. Обсудите вероятные способы разрешения поставленной задачи.

2. Предположим, что в силу каких-либо причин Государственное Казначейство вознамерилось мгновенно расширить денежную базу, не прибегая к помощи со стороны Федеральной Резервной Системы. Каковы должны быть действия Государственного Казначейства в этом случае?

3. Отмечалось, что увеличение общего объема обращающихся платежных средств не изменяет денежную базу, хотя с другой стороны известно, что обращающиеся платежные средства — это фактор, поглощающий резервные депозиты банковской сферы. Объясните кажущееся противоречие.

4. Представьте себе финансово-экономические условия до 1971 года, когда Государственное Казначейство США все еще практиковало куплю-продажу золота. Далее предположим, что политический кризис, разразившийся в Европе, вынудил ряд европейских стран отправлять золото в США для приобретения долларов. Объясните, каким образом возникший приток золота в американскую финансово-экономическую систему расширяет в этом случае денежную базу. Каковы должны быть действия ФРС, если она вознамерится воспрепятствовать этому процессу?

5. Известный Закон о Контроле за Денежным Обращением 1980 года потребовал от ФРС всемерно снизить объем «флоута» или взыскивать с банков определенный процент с этой статьи. Объясните, кто, по вашему мнению, имел преимущества до принятия этого Закона, а кто их получил после?

# Часть IV



## **МОНЕТАРИСТСКАЯ МОДЕЛЬ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА**

**ЧАСТЬ IV**

**МОНЕТАРИСТСКАЯ  
МОДЕЛЬ:  
ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА**

---

## ДЕНЬГИ И ЭКОНОМИКА

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Вывести и дать соответствующую интерпретацию уравнению обмена.**
- 2. Объяснить, исходя из классической количественной теории денег и цен, соотношение между денежной массой, находящейся в обращении, и абсолютным уровнем цен.**
- 3. Описать типичный деловой цикл.**
- 4. Объяснить на примере экономики США взаимные зависимости между стадиями делового цикла и количеством денег, находящихся в обращении.**
- 5. Обсудить проблемы современной количественной теории денег и цен, монетаристской школы и кейнсианского подхода как инструментов денежно-кредитной политики.**

В предыдущих главах мы познакомились с природой денег, способами их создания в недрах банковской системы и теми механизмами, с помощью которых Федеральная Резервная Система (ФРС) контролирует и регулирует количество денег. Начиная с настоящей главы, мы обратимся к монетаристской теории, изучающей влияние денег и определенной денежно-кредитной политики на состояние экономики в целом. Изучение и обсуждение монетаристской теории в дальнейшем строится на описанных ранее концептуальных понятиях коммерческой и государственной банковских систем.

**Теория денег (монетаристская теория)** — раздел экономической теории, изучающей процессы воздействия денег и денежно-кредитной политики на состояние экономики в целом.

Деньги как таковые влияют на экономику согласно правилам, которыми руководствуются банки, создавая деньги и проводя в жизнь соответствующую финансовую политику. Однако в главах, посвященных изложению концепций монетаристской школы, мы несколько расширим принятый ранее круг понятий. Мы попытаемся заглянуть дальше — за финансовые рынки и процентные ставки — и обратимся к таким общим вопросам, как инфляция, безработица и экономический рост.

Настоящая глава начинает обсуждение монетаристской теории с краткого исторического экскурса. Следующая группа глав исследует влияние денег на уровень затрат, выпуск продукции и уровень цен. Заключительные главы переносят рассмотрение монетаристской теории в транснациональные сферы.

## КЛАССИЧЕСКАЯ КОЛИЧЕСТВЕННАЯ ТЕОРИЯ

Представление о том, что деньги влияют на уровень внутренних цен, достаточно архаично. Европейцы поняли это обстоятельство еще в 16 веке, когда поток награбленного серебра и золота, хлынувший из Нового Света в Европу, резко увеличил количество денег, находящихся в обращении. Рост количества серебра и золота совпал с ростом уровня цен, и многие усмотрели в этом событии причинно-следственную связь. (См. раздел 14.1 «Из истории денег»). В 1630 году английский историограф и толкователь Томас Мун написал следующее: «Существует единое всеобщее мнение, что наличие большого количества денег в Королевстве делает английские товары дороже». Этот пассаж часто цитируют в качестве первого упоминания о доктрине, которая в течение следующих трех столетий стала известна как классическая количественная теория денег и цен.

### 14.1 Из истории денег

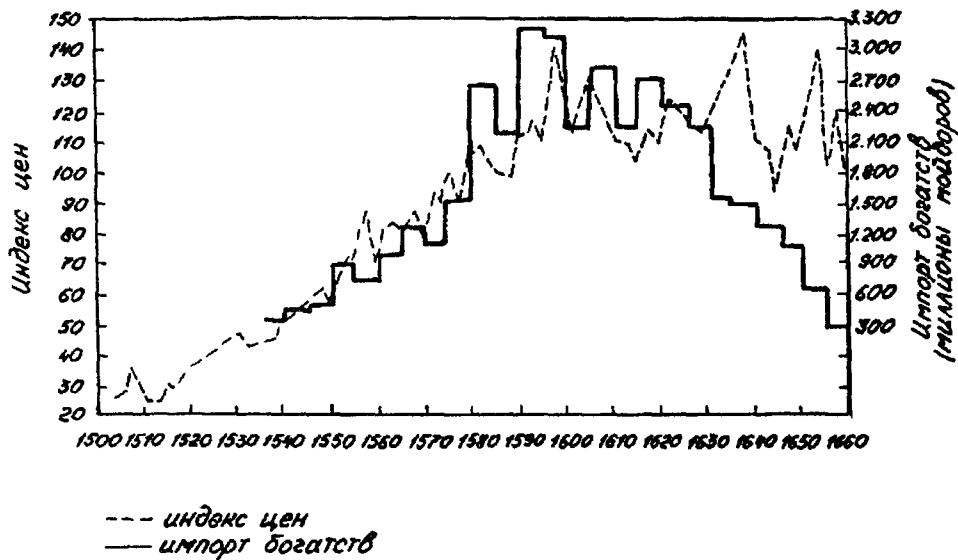
## РЕВОЛЮЦИЯ ЦЕН В 16 СТОЛЕТИИ

Начиная с 1500 года, после периода относительной стабильности, уровень цен в Европе начал стремительно расти. Приблизительно к 1600 году — насколько точно позволяют утверждать нижеследующие имеющиеся фактические данные — уровень цен по сравнению с началом века повысился в 3—5 раз. Затем инфляционные процессы ослабели, темпы инфляции замедлились и стабильные цены просуществовали до середины 18 века. Современники не оставили это событие без внимания и пытались комментировать его. Позднее этот период получил название у классиков экономики как период революции цен.

Основной вопрос экономической истории описываемого периода — это взаимосвязь между ре-

волюцией цен и притоком серебра и золота из Нового Света. В 1928 году Эрл Гамильтон опубликовал статью, связывающую динамику цен в испанской провинции Андалузия с притоком богатств из Америки. Севилья — портовый город в Андалузии — был первым пунктом на европейском континенте, куда прибывало американское серебро и золото. Государственный монетный двор чеканил из них монету и пускал в оборот. Можно было ожидать, что местная экономика сильнее и быстрее всех почувствует воздействие на цены интенсивного увеличения предложения денег. На графике, предоставленном ниже, Э. Гамильтон показал корреляцию между импортом серебра и золота и уровнем цен в Андалузии.

Гамильтон считал, что данные, приведенные на графике, подтверждают классическую теорию уровня цен. Графический материал иллюстрирует взаимную связь между движением цен и притоком золота, хотя нельзя не отметить, что классическая теория постулирует связь между уровнем цен и количеством золота в обращении, а отнюдь не уровнем цен и скоростью поступления дополнительного золота, как приведено в исследовании Гамильтона. Однако, позднейшие исследования показали, что увеличение количества денег и цен, происходящее с постоянной скоростью при соответствующем учете реальных доходов, не скрывают истинное положение вещей, характерное для «революции цен».



За пределами Испании ситуация, связанная с «революцией цен», привлекла наибольшее внимание в Англии. Как было отмечено критиками, следующие два обстоятельства, характерные для английской экономики в тот период, не укладывались в строгую классическую интерпретацию происходящих явлений. Во-первых, скачок вверх уровня цен около 1500 года, то есть в то время, когда основной приток серебра и золота был еще неведом в Испании, не говоря уже об Англии. Во-вторых, революция цен в Англии отнюдь не подняла все цены равным образом. Наоборот, динами-

ка относительных цен и высветила основные изменения; цены на продукты питания и продовольствие возросли резко, цены на продукты мануфактур (промышленные товары) увеличились весьма умеренно, а реальная заработная плата упала. Эти изменения в уровнях цен могут быть разумно истолкованы лишь при учете таких факторов, как рост населения, деятельность Британского монетного двора, международные торговые связи и т.д. Короче говоря, оказывается, что ни реальный доход, ни скорость обращения денег в продолжении революции цен 16 века не оставались неиз-

менными величинами. Тем не менее, догматики классической школы до сих пор рассматривают поток серебра и золота Нового Света в качестве основного фактора, послужившего причиной одной из первых инфляций в истории мировой экономики.

Источник: Earp J. Hamilton. «American Treasure and Andalusian Prices, 1503—1660», *Journal of Economic and Business History* 1 (November 1928), Chart 6, reprinted in Peter H. Ramsey, ed., *The Price Revolution in Sixteenth Century England* (London: Methuen & Co., 1971), p. 180.

Классическая количественная теория денег и цен оптимальным образом может быть истолкована в рамках анализа уравнения обмена, введенного ранее в главе 1, хотя само по себе это уравнение было выражено в современной форме только в нашем столетии. Уравнение обмена записывается следующим образом:

$$MV = Py, \quad (14.1)$$

где  $M$  — количество денег, находящихся в обращении;  $V$  — скорость обращения денег;  $P$  — уровень цен;  $y$  — уровень реального объема производства.

Уравнение обмена в данной форме выражает некое отношение учета, остающееся справедливым в любых условиях, что достигается введением в него скорости обращения денег в движении доходов. Например, при реальном объеме производства равном 1 триллиону долларов и обращении каждого доллара из общей денежной массы в среднем 4 раза в год, для поддержания абсолютного уровня цен на единичном уровне очевидно потребуются 250 миллиардов долларов денежной массы, находящейся в обращении. Однако, вводя ряд дополнительных соображений, уравнение обмена и его следствия возможно трансформировать в теорию абсолютного уровня цен.

В частности, многие сторонники классической школы полагали, что скорость обращения денег в движении доходов и реальный объем производства (выпуск продукции) имеют тенденцию стремиться к некоему естественному уровню и не зависят от воздействия денег и денежной политики (следовательно, могут рассматриваться как константы). Они считали, что реальный объем производства определяется состоянием трудовых ресурсов государства, его производственными мощностями и так далее, а скорость обращения определяется факторами, схожими с количеством ежегодных выплат жалования рабочим. Следуя этой теории, уравнение обмена может быть переписано

сано следующим образом (учитывая, что  $V$  — скорость обращения и  $y$  — реальный объем производства не зависят от количества денег, находящихся в обращении):

$$P = M \frac{V}{y}, \quad (14.2)$$

откуда следует, что изменение абсолютного уровня цен приводит к пропорциональному изменению номинального количества денег и наоборот.

Согласно вышеприведенным постулатам количественной теории денег и цен, удвоение одной из переменных должно вести к удвоению другой, при условии достижения скоростью обращения и реальным объемом производства своих «естественных» уровней по истечении некоего временного интервала. Именно такую ортодоксальную теорию и имел в виду Томас Мун, когда утверждал, что на эту тему «существует единое всеобщее мнение».

Уравнение обмена можно выразить и в единицах приращений входящих в него параметров (проще говоря, в дифференциальной форме — прим. пер.):

$$\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} + \frac{\Delta P}{P} + \frac{\Delta y}{y} \quad (14.3)$$

Здесь изменения в проведении денежной политики определяются вариацией темпов роста количества денег, находящихся в обращении ( $\frac{\Delta M}{M}$ ), а не изменением их общего количества в обращении. Параметр ( $\frac{\Delta P}{P}$ ) характеризует годовой темп инфляции, ( $\frac{\Delta y}{y}$ ) — годовые темпы роста реального объема производства, а параметр ( $\frac{\Delta V}{V}$ ) — ускорение обращения денег за рассматриваемый период времени.

От подобной теории нельзя, разумеется, ожидать универсальности и равнозначности. Частично это происходит вследствие появления непредвиденных обстоятельств в краткосрочные временные интервалы, частично из-за роста реального объема производства с течением времени. Кроме того, факторы, влияющие на скорость обращения денег, также не остаются неизменными. Тем не менее, даже грубая количественная теория, которая не учитывает вышеописанные процессы, считая входящие в них параметры на определенном уровне анализа фиксированными, весьма отчетливо иллюстрирует тесную взаимосвязь количества денег, находящихся в обращении, и абсолютного уровня цен. Межнациональные данные, приведенные на рис. 14.1, эту связь наглядно показывают. Огромное большинство примеров располагается ниже биссектрисы первого координатного угла, так как рост реального объема производства вычитается из темпов инфляции при заданном росте денежной массы и скорости обращения денег (что вытекает из уравнения 14.3). Однако, никогда не существовала быстрая инфляция без быстрого роста денежной массы, ни быстрый рост денежной массы в течение продолжительного периода времени не сопровождался стабильностью цен.

## ДЕНЬГИ И ДЕЛОВОЙ ЦИКЛ

**Деловой цикл** — цикл, при котором периоды роста реального объема производства чередуются с падением реального объема производства, сопровождающимся высокой безработицей.

Классическая количественная теория акцентирует свое основное внимание на долгосрочных временных интервалах, учитывая, что реальный объем производства определяется такими долгосрочными факторами, как численность населения и производственные мощности. Конечно, экономисты классической школы прекрасно понимали, что реальный объем производства не остается постоянным на краткосрочных временных интервалах, и признавали, что темпы экономического роста ускоряются и замедляются в соответствии с некоей

нерегулярной схемой, известной как **деловой цикл**. Однако только в 30-е годы нашего столетия новое поколение экономистов сконцентрировало свои аналитические способности на исследовании поведения экономики на краткосрочных временных интервалах. Классическая школа экономической мысли, оперирующая в своем анализе столетиями, давала слабое утешение в годы Великой Депрессии, когда реальный объем производства сократился на треть, а одна четверть трудоспособного населения не имела работы. Многие экономисты того времени соглашались с саркастическим замечанием Джона Мейнарда Кейнса утверждавшего, что «на долгосрочных временных интервалах мы давно бы вымерли».

### Форма делового цикла

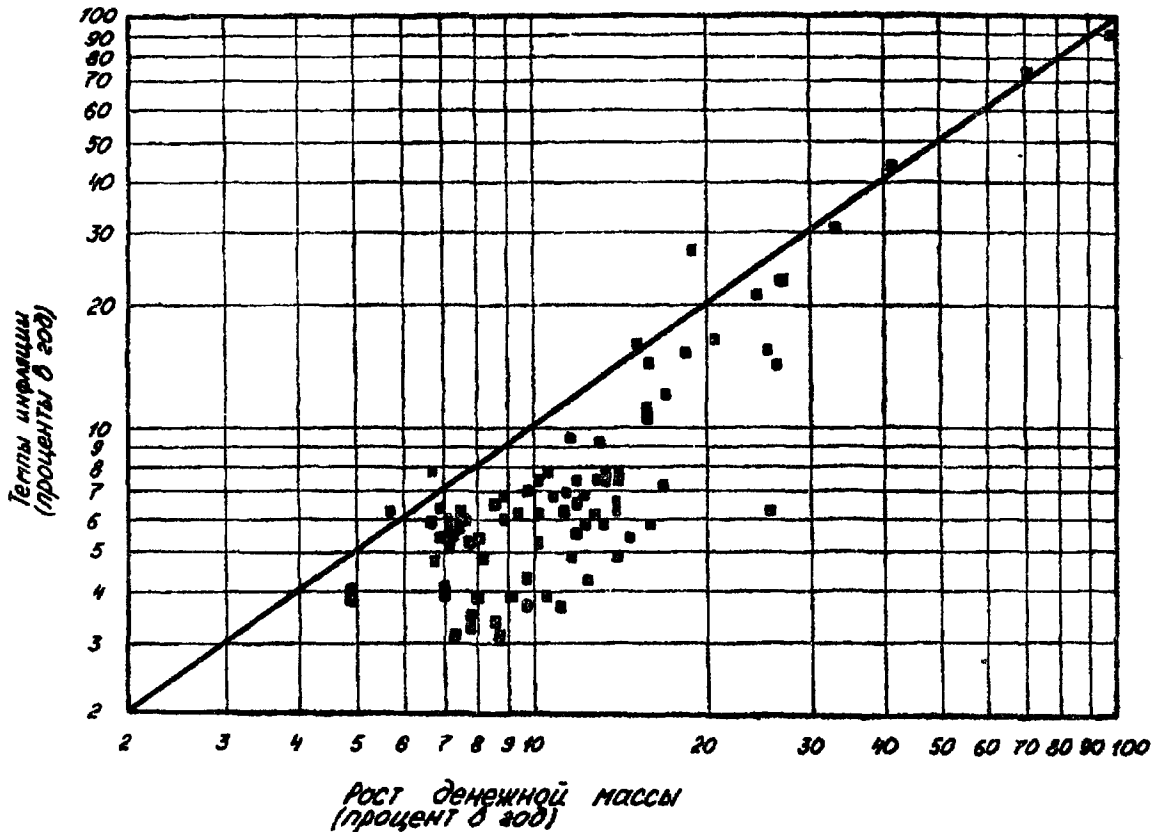
Между 1854 и 1986 годами экономика США прошла через 30 деловых циклов, из которых Великая Депрессия тридцатых годов (в действительности — два жесточайших совместных цикла с незначительным улучшением ситуации на границе их раздела) была наихудшим. Хотя рассматриваемые циклы сильно изменялись по своей продолжительности и глубине, представляется возможным определить общие характеристики «типичного» делового цикла, как это сделано на рис. 14.2а.



### Инфляция и рост денежной массы в 83 странах

График, представленный на рис. 14.1, показывает темпы роста инфляции и темпы роста количества наличных денег в обращении в 83 странах мира после Второй Мировой войны. График показывает высокую степень связности между быстрым ростом количества находящихся в обращении денег и скоростью инфляции. Эта взаимосвязь выражена наиболее сильным образом для наиболее быстрых и наиболее медленных темпов изменения инфляционных процессов. Здесь термин «наличные деньги» (бумажные деньги и звонкая монета, находящиеся в обращении) — используется в качестве критерия роста денежной массы, поскольку данные о параметре  $M1$  по некоторым странам недоступны. Однако, в тех странах, где данные о величине  $M1$  опубликованы, также существует подобная связь между ростом  $M1$  и ростом инфляции. Если бы темпы роста инфляции в точности соответствовали темпам роста количества наличных денег в обращении, все точки на данном графике легли бы на биссектрису координатного угла.

Примечание: По обоим координатным осям выбран логарифмический масштаб.



Источник: Robert J. Barro, *Macroeconomics* (New York: John Wiley & Sons, 1984), Table 7.1.

Рис. 14.1

### Форма делового цикла

Между 1854 и 1985 годами экономика США прошла через 30 деловых циклов. Хотя сами по себе деловые циклы сильно разнятся по длительности и жесткости воздействия, их структура подчиняется определенной схеме, как это показано на рис. 14.2, части а. В первой фазе цикла, называемой сжатием, падает реальный объем производства. Национальное бюро экономических исследований — неправительственная частная организация, — которое следит за состоянием экономической активности, считает, что сжатие, продолжающееся менее полугода, не является спадом. Особенно жесткие спады — как например, спад 1929—1933 годов — часто называют депрессиями. Низшая точка спада получила название дна делового цикла. После прохождения дна цикла реальный объем производства начинает возрастать, отмечая этим начало фазы расширения. Экономическая активность увеличивается, пока не достигает своей высшей точки, пика цикла, после которого новая волна сжатия начинает новый цикл. В части б, рис. 14.2 приведена общая сводка данных о всех деловых циклах в экономике США, начиная с 1854 года.

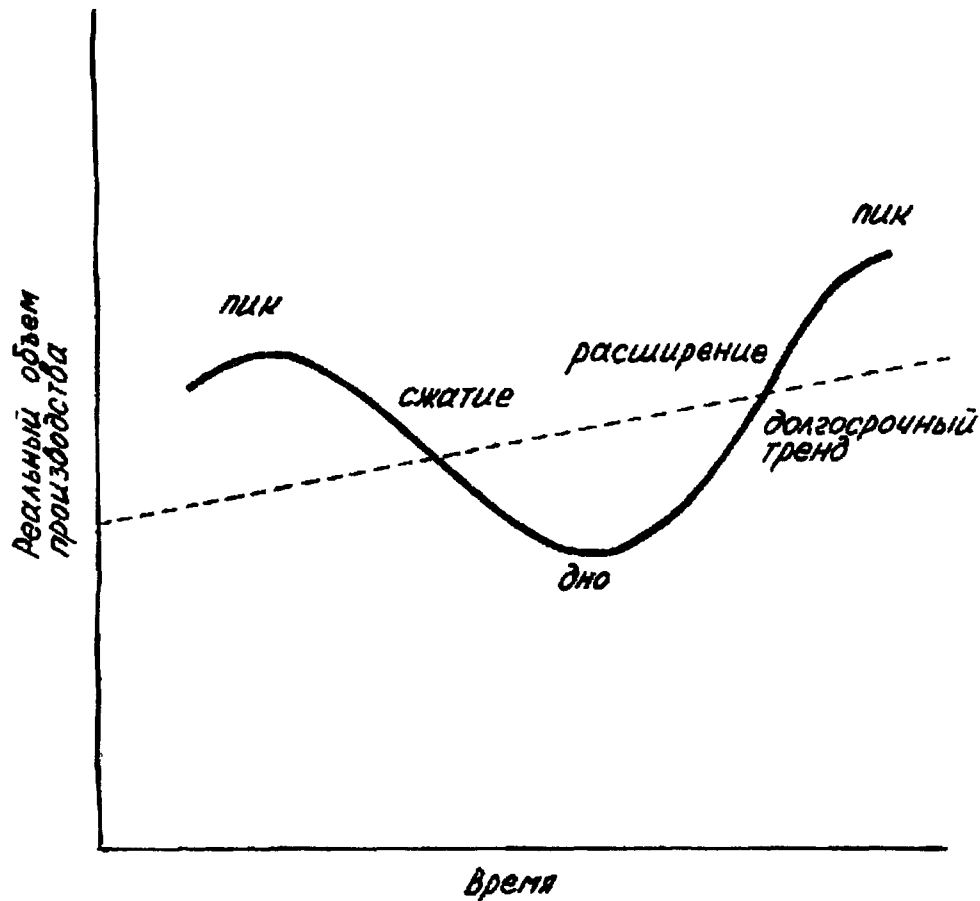


Рис. 14.2, часть (а)

## Временные данные о высших и низших точках деловых циклов

Длительность в месяцах

Сжатие (от предыдущего пика до дна цикла) Расширение (от дна цикла до его пика)

| Дно                                      | Пик           |    |     |
|--|---------------|----|-----|
| декабрь 1854                             | июнь 1857     | —  | 30  |
| декабрь 1858                             | октябрь 1860  | 18 | 22  |
| июнь 1861                                | апрель 1865   | 8  | 46  |
| декабрь 1867                             | июнь 1869     | 32 | 18  |
| декабрь 1870                             | октябрь 1873  | 18 | 34  |
| март 1879                                | март 1882     | 65 | 36  |
| май 1885                                 | март 1887     | 38 | 22  |
| апрель 1888                              | июль 1890     | 13 | 27  |
| май 1891                                 | январь 1893   | 10 | 20  |
| июнь 1894                                | декабрь 1895  | 18 | 24  |
| июнь 1897                                | июнь 1899     | 18 | 24  |
| декабрь 1900                             | сентябрь 1902 | 18 | 21  |
| август 1904                              | май 1907      | 23 | 33  |
| июнь 1908                                | январь 1910   | 13 | 19  |
| январь 1912                              | январь 1913   | 24 | 12  |
| декабрь 1914                             | август 1918   | 23 | 44  |
| март 1919                                | январь 1920   | 7  | 10  |
| июль 1921                                | май 1923      | 18 | 22  |
| июль 1924                                | октябрь 1926  | 14 | 27  |
| ноябрь 1927                              | август 1929   | 13 | 21  |
| март 1933                                | май 1937      | 43 | 50  |
| июнь 1938                                | февраль 1945  | 13 | 80  |
| октябрь 1945                             | ноябрь 1948   | 8  | 37  |
| октябрь 1949                             | июль 1953     | 11 | 45  |
| май 1954                                 | август 1957   | 10 | 39  |
| апрель 1958                              | апрель 1960   | 8  | 24  |
| февраль 1961                             | декабрь 1969  | 10 | 106 |
| ноябрь 1970                              | ноябрь 1973   | 11 | 36  |
| март 1975                                | январь 1980   | 16 | 58  |
| июль 1980                                | июль 1981     | 6  | 12  |
| ноябрь 1982                              |               | 16 | —   |
| <hr/>                                    |               |    |     |
| Средние данные по всем циклам            |               |    |     |
| 1854—1982 (30 циклов)                    |               | 18 | 33  |
| 1854—1919 (16 циклов)                    |               | 22 | 27  |
| 1919—1945 (6 циклов)                     |               | 18 | 35  |
| 1945—1982 (8 циклов)                     |               | 11 | 45  |
| Средние данные по циклам мирного времени |               |    |     |
| 1954—1982 (25 циклов)                    |               | 19 | 27  |
| 1854—1919 (14 циклов)                    |               | 22 | 24  |
| 1919—1945 (5 циклов)                     |               | 20 | 26  |
| 1945—1982 (6 циклов)                     |               | 11 | 34  |

Примечание: подчеркнутые в таблице цифры характеризуют фазу расширения, присущую военному времени (Гражданская война, Первая мировая война, Вторая Мировая война, война в Корее, война во Вьетнаме) и последующую фазу послевоенного сжатия. Данные подготовлены Национальным бюро экономических исследований.

Источник: U. S. Dept. of Commerce, Business Conditions Digest, January 1986, p. 103.

Рис 14.2, часть (б)

**Сжатие** — фаза делового цикла, сопровождающаяся падением реального объема производства.

**Спад** — фаза сжатия, длящаяся от 6 месяцев и более.

**Дно цикла** — точка делового цикла, в которой реальный объем производства достигает минимального уровня.

**Расширение (экспансия)** — фаза делового цикла, в течение которой реальный объем производства повышается относительно дна цикла.

**Высшая точка, пик цикла** — точка делового цикла, в которой реальный объем производства достигает максимального уровня.

Типичный деловой цикл проходит в своем развитии 4 фазы. Во время фазы сжатия реальный объем производства падает, а сжатие, продолжаясь более полугода, принято называть спадом. В среднем после 18 месяцев, цикл достигает своей нижней точки, называемой дном цикла. В фазе расширения, которая в среднем длится 33 месяца, темпы экономического роста увеличиваются. И, наконец, цикл достигает своего пика, после которого фаза сжатия начинается новый цикл. На рис. 14.26 приводятся даты дна и пиков деловых циклов в американской экономике с 1854 по 1986 год.

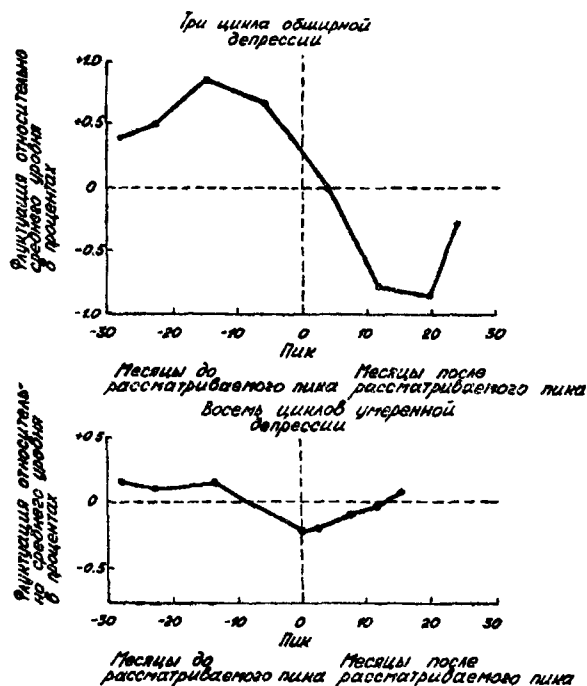
### Роль денег

Вероятно, наиболее серьезная работа, исследующая роль денег и денежного обращения в деловом цикле, — это труд Милтона Фридмана и Анны Шварц «История денежного обращения в США, 1867—1960 гг.». Фридмен и Шварц обнаружили закономерность, согласно которой темпы роста денежной массы, находящейся в обращении, идут по циклической схеме, упреждая общие тенденции развития делового цикла.

Схема роста денежной массы, находящейся в обращении, определяющая дальнейшее развитие делового цикла констатирует, что количество денег, находящихся в обращении, достигает своего пика и начинает падать до высшей точки делового цикла; равным образом количество денег, находящихся в обращении, достигает низшей точки и начинает увеличиваться до того момента, как деловой цикл достигает дна. Рис. 14.3 показывает, что эта схема справедлива как для экспрессивных, так и для вялых деловых циклов на период с 1908 по 1961 год, исходя из имеющихся помесечных данных.

### Рост денежной массы, находящейся в обращении, и деловой цикл

Основополагающие исследования М. Фридмана и А. Шварц пролили свет на существующую взаимосвязь между изменением темпов роста денежной массы и точками экстремумов в деловом цикле. В период с 1908 по 1961 годы как при экспрессивных, так и при вялых по степени воздействия на экономику деловых циклов, рост предложения денег начал уменьшаться приблизительно за 12 месяцев до наступления пиков циклов. Подобным образом, рост предложения денег начинал возрастать до момента достижения дна делового цикла. На рисунках представлен усредненный характер развития трех циклов, отмеченных обширной депрессией и восьми циклов с умеренной депрессией.



Источник: Milton Friedman and Anna J. Schwartz, «Money and Business Cycles», Review of Economics and Statistics 45, Supplement (February 1963), p. 36.

Рис. 14.3

Фридмен и Шварц обнаружили взаимную связь денег и деловых циклов, причем наиболее тесной она оказывается при замене реального объема производства на номинальный ВНП. В пределах одного делового цикла взаимная связь денежной массы и абсолютного уровня цен не является столь тесной, как при рассмотрении долгосрочных временных интервалов, на которых сосредотачивали свое внимание представители классической количественной теории денег и цен. Наоборот, события в пределах одного делового цикла можно описать следующим образом: начавшееся изменение в темпах роста денежной массы, находящейся в обращении, после некоторой задержки, обычно составляющей несколько месяцев, вызывает изменение в темпах роста номинального ВНП. Сначала значительная часть изменения в номинальном ВНП отражает изменения в реальном ВНП, то есть изменения в реальном количестве товаров и услуг, производимых в рассматриваемой экономической системе. После воследовавшей задержки все более существенная часть изменений в номинальном ВНП, как оказывается, является изменением абсолютного уровня цен. В конце концов цены поглощают все большую часть влияния на экономику, обусловленного изменением темпов роста денежной массы.

Обратимся к конкретному примеру и предположим, что темпы реального экономического роста составляют 3% в год, что соответствует их средним значениям на долгосрочных временных интервалах. Количество денег, находящихся в обращении, и номинальный ВНП соответствует трехпроцентному реальному росту и, естественно, инфляционные процессы не наблюдаются. Затем экспансионистская политика ФРС увеличивает темп роста количества денег, находящихся в обращении, на 10% в год. После непродолжительной — в несколько месяцев — задержки, темпы роста номинального ВНП также начинают ускоряться, приблизительно соответствуя десятипроцентному росту денежной массы. Сначала практически все ускорительные процессы в росте номинального ВНП приобретают форму возрастающего реального объема производства, сопровождающееся уменьшением безработицы. Однако, по мере продолжения фазы расширения рассматриваемого делового цикла, темп роста реального объема производства вновь замедляется. Это означает, что в этом случае начинает расти абсолютный уровень цен, обеспечивая дальнейшее увеличение ВНП. Это положение легко проиллюстрировать следующим образом: если темпы роста реального ВНП падают до стандартных 3%, характерных для долгосрочных временных интервалов, тогда как номинальный ВНП продолжает расти на уровне 10% в год, то уровень цен будет повышаться на 7% в год.

Если темпы роста денежной массы, находящейся в обращении, замедляются, то соответствующие реакции номинального и реального ВНП, а также абсолютного уровня цен поменяются местами. Более низкий темп роста номинального ВНП сначала повлияет на реальный объем производства, а затем — с некоторой задержкой — и на темпы изменения абсолютного уровня цен.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ТЕОРИЯ НА СОВРЕМЕННОМ ЭТАПЕ

### Монетаризм и современная количественная теория

Вышеприведенный анализ денежного обращения и деловых циклов весьма недвусмысленно подчеркивает недостатки и ограничения классической количественной теории. Они очевидны при рассмотрении современной экономики на краткосрочных временных интервалах (по крайней мере в той степени, в которой поддается анализу уравнение 14.2). Такая трактовка классической теории постулирует взаимную независимость реальности объема производства и скорости обращения денег. Учет изменений темпов роста денежной массы, находящейся в обращении, и их влияние на реальный объем производства на краткосрочных временных интервалах — как это показано в трудах М. Фридмана и А. Шварца — знаменует развитие новых подходов и тенденций в теории денежного обращения. Как было показано ранее, изменения в реальном объеме производства в некоторой своей части обусловлены тем, что изменения темпов роста денежной массы, находящейся в обращении, влияют на реальный объем производства быстрее, нежели чем на абсолютный уровень цен. Разумеется, здесь мы не оспариваем положения классической количественной теории, справедливой для долгосрочных временных интервалов, тем более, что существует весьма и весьма ограниченное число подтверждений влияния роста денежной массы, находящейся в обращении, на рост реального производства на долгосрочных временных интервалах.

Изменения темпов роста денежной массы, находящейся в обращении, может также повлиять на скорость обращения денег: Мы уже видели, что в процессе делового цикла скорость обращения денег меняется, поскольку точки экстремумов роста денежной массы, находящейся в обращении, не совпадают с точками экстремумов номинального ВНП в пределах рассматриваемого цикла. (Рисунок 14.4 иллюстрирует изменения скорости обращения денег в движении доходов в послевоенной экономике США).

**Монетаризм** — школа экономической мысли, акцентирующая внимание на изменениях в количестве денег, находящихся в обращении, как определяющей функции цен, доходов и занятости.

**Современная количественная теория** — направление развития количественной теории денег и цен, допускающее систематические изменения скорости обращения денег и реальных доходов аналогично изменениям количества денег, находящихся в обращении, и абсолютного уровня цен.

### Скорость обращения денег в экономике США

На этом рисунке представлена скорость обращения денег в движении доходов в экономике США, рассматриваемая здесь как отношение номинального ВВП к M1 (а) и отношение номинального ВВП к M2 (б). Из рассмотрения рисунка видно, что скорость обращения денег в послевоенной экономике США (часть (а) рисунка) не оставалась постоянной, настойчиво увеличиваясь вплоть до начала 80-х годов. Затем наблюдался некоторый спад и хаотичность изменений, обусловленных введением нового банковского законодательства. В пределах указанного магистрального роста скорости обращения денег величина этого параметра значительно варьировалась от года к году. Современная количественная теория принимает во внимание изменения как скорости обращения денег, так и реального объема производства. Скорость обращения денег в движении доходов в экономике США, рассматриваемая как отношение номинального ВВП к M2 изменялась в более узком диапазоне.

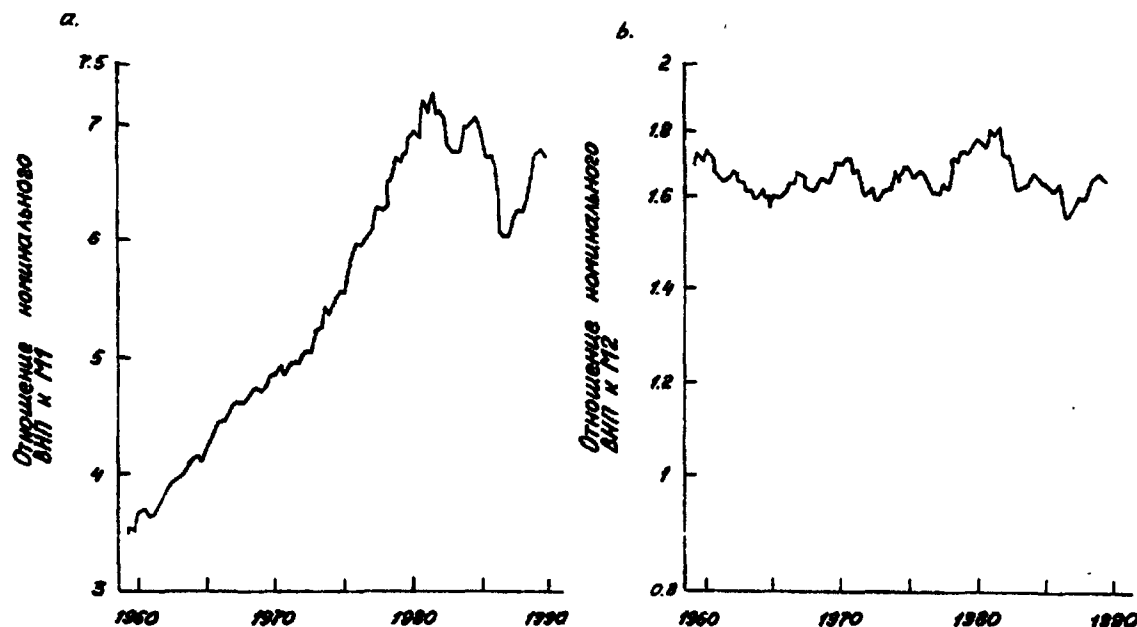


Рис. 14.4

Признание ограниченности метода классической количественной теории краеугольным камнем легло в основу одного из основных направлений современной теории денег и денежного обращения — школы **монетаризма**. Несомненно, что наиболее крупной фигурой среди представителей этой школы является Милтон Фридмен (см. раздел 14.1 «Кто сказал? Кто сделал?»). М. Фридмен совместно со своими единомышленниками разработали **современную количественную теорию**, модернизирующую классические каноны двояким образом. Во-первых, эта теория рассматривает скорость обращения денег как переменную величину, а отнюдь не константу. Далее, предлагаемая теория позволяет предсказать поведение этой переменной. Современная количественная теория также рассматривает процентную ставку (норму процента) и ожидаемый темп инфляции в качестве двух основных факторов, определяющих скорость обращения денег. Во-вторых, современная количественная теория допускает асинхронность взаимосвязи между денежной массой, номинальным ВВП, реальным ВВП и абсолютным уровнем цен. Ниже в главе 15 будет рассмотрено влияние изменений роста денежной массы, находящейся в обращении, на скорость обращения денег, а в главе 17 излагается связь между реальными и номинальными параметрами денежного обращения.

Труды представителей монетаристского направления в экономической мысли дали ключи к пониманию влияния денежной политики ФРС на состояние экономики. Монетаристы вскрыли тот факт, что экономическая денежная политика ФРС в военные и послевоенные годы явилась причиной инфляции, нанесшей сильный удар по экономике США во время I и II Мировых войн, а также в послевоенные периоды. Они указывали на неспособность ФРС предотвратить нежелательные изменения денежной массы, находящейся в обращении, в первые три года Великой Депрессии, что лишь углубило и продлило ее течение.

От этого исторического экскурса нетрудно перейти к основной рекомендации в стратегии денежно-кредитной политики последователей монетаристской школы: с целью смягчения негативных моментов в течение делового цикла ФРС обязана проводить в жизнь постоянную предсказуемую денежную политику, свободную от алогичных изменений курса. Постоянный рост денежной массы, находящейся в обращении, приблизительно равный трехпроцентному уровню роста реального объема производства, характерному для долгосрочных временных интервалов, представляет собой наилучшую, с точки зрения большинства монетаристов, денежную политику. Мы еще вернемся к этому предложению. Оно будет подробно изучено в главе 20.

## 14.1 Кто сказал? Кто сделал?

### МОНЕТАРИЗМ МИЛТОНА ФРИДМЕНА — ВЫЗОВ ЭКОНОМИЧЕСКОМУ ИСТЕБЛИШМЕНТУ

Милтон Фридмен получил степень доктора философии в Колумбийском университете в 1946 году. Начало его карьеры совпало с трудными для монетаристской школы временами. В этот период господствовала точка зрения о бессильности денежно-кредитной политики как инструмента стабилизации экономики, что особенно отчетливо продемонстрировала миру Великая Депрессия. В экономической мысли возоблудало мнение, что «деньги не имеют значения».

Однако М. Фридмен сделал иные выводы из состояния экономики в послевоенный период. Предсказывавшаяся многими послевоенная депрессия не наступала по мере того, как одна страна за другой принимала на вооружение политику «доступных денег». Инфляция, а не депрессия выдвинулась на первый план экономических проблем. А инфляция, как указывал М. Фридмен «всегда и везде выступает как чисто монетаристское явление, обусловленное в первую очередь неадекват-

но быстрым ростом денежной массы, находящейся в обращении».

Фридмен полагал, что «деньги имеют значение» не только в послевоенном миропорядке. Исторический анализ, проведенный М. Фридменом совместно с А. Шварц показал, что и в период Великой Депрессии деньги и денежное обращение играли более существенную роль, чем считалось ранее. Фридмен и Шварц пришли к выводу, что неспособность ФРС предотвратить резкий спад количества денег, находящихся в обращении, в 1929—1933 годах существенно усилила негативные стороны происходившего в экономике сжатия. Был преподан жестокий урок, смысл которого состоял в следующем: концептуальна не бессильность монетаристского подхода к экономике, а наоборот — его сила, при неправильном использовании которой экономике наносится огромный вред.

Работы Фридмена привлекли многочисленных последователей и эпигонов, ставших известными

как монетаристы. По мере того, как с начала семидесятых годов во всем мире ускорялся рост денежной массы и инфляционные процессы, монетаризм как школа экономической мысли приобрел все усиливающееся влияние. Заслуги Фридмена и важность его исследований получили в своеобщее признание — в 1976 году он получил Нобелевскую премию в области экономики.

В восьмидесятые годы изменение финансовых институтов и стабилизация растущей инфляции (дефляция) бросили новый вызов монетаризму. Некоторые рецепты денежной политики, разработанные монетаристами в инфляционный период предыдущего десятилетия, теперь встречались с изрядной долей скептицизма. И несмотря на то, что монетаризм не стал ведущей школой экономической мысли сегодняшнего дня, все серьезные исследователи так или иначе оказались в долгу у этого подхода. Мнение о том, что и «деньги не имеют значения», по-видимому, навсегда кануло в Лету.

#### Кейнсианская модель денежного хозяйства

Монетаризм представляет собой лишь одно из направлений экономической мысли, развивавшей современную денежную теорию. Важный вклад в развитие этих вопросов внесло учение Джона Мейнарда Кейнса и его последователей (см. раздел 14.2 «Кто сказал? Кто сделал»). Кейнс, как уже отмечалось ранее, обнаружил, что классическая количественная теория денег и цен, оперирующая на долгосрочных временных интервалах, оказалась неспособной разрешить проблемы, вызванные кризисом в период Великой Депрессии. Он предложил собственный подход к экономическим процессам в известнейшей своей работе «Общая теория занятости, процента и денег», датированной 1936 годом.

## 14.2 Кто сказал? Кто сделал? ВЕЛИКИЙ ТЕОРЕТИК

Вероятно, Джон Мейнард Кейнс — наиболее известный экономист двадцатого столетия. Его отец — Джон Невилл Кейнс — был одним из выдающихся экономистов Британии. Молодой Джон М. Кейнс учился в Кембридже, общаясь с наиболее знаменитыми умами в этой области. Он приобрел широкую известность в британских общественных, политических и финансовых кругах. Удачно играя на бирже, он приобрел значительное состояние, часть которого потратил на организацию собственного колледжа, фонды которого находились в его распоряжении.

Кейнса интересовало не только обогащение, но и теоретические вопросы денег и денежного обращения. В своей книге «Экономические последствия мира», увидевшей свет в конце Первой мировой войны, Джон М. Кейнс определил важную роль стабильности валюты в экономической системе. В частности он писал:

«Ульянов-Ленин утверждал, что наилучший способ уничтожить капиталистическую систему — это ослабить и разложить ее валюту посредством инфляции. ...Ленин был абсолютно прав. Нет более тонкого и верного способа переворота существующих основ общества».

Необходимо отметить, что Кейнс написал свою самую знаменитую работу «Общая теория занятости, процента и денег» в годы господства депрессии, а не инфляции. В этой книге исследовались каналы, по которым фискальная (термин традиционный для кейнсианской школы) и денежно-кредитная политика правительства воздействуют на состояние экономики. Исходя из своих теоретических предположений, Кейнс сделал вывод о том, что в условиях депрессии методы монетаристского подхода по регуляции и стимулированию экономики потерпели крах. Изменение налоговой системы и структуры госу-

дарственных расходов оказались Кейнсу более эффективными способами стабилизации экономики.

После Второй мировой войны последователи Кейнса попытались преуменьшить роль монетаристской теории в степени еще более существенной, чем это делал сам Дж. Кейнс. Однако, основной тезис кейнсианской школы — «деньги не имеют значения» потерял свою популярность в период инфляционных семидесятых годов. Тем не менее, более общие идеи, высказанные Дж. Кейнсом в работе «Общая теория занятости, процента и денег», весьма актуальны и по сей день. Как утверждал Милтон Фридмен — монетарист до мозга костей — «С одной стороны все мы сегодня — кейнсианцы; с другой — никто из нас кейнсианцем не является. Все мы пользуемся языком и аппаратом Джона Кейнса, но никто из нас не разделяет его первоначальные выводы и убеждения».

Как подсказывает название книги, в ней частично рассматриваются вопросы, так или иначе связанные с денежной теорией, но общее ее содержание много шире. Главы 18 и 19 настоящей работы дают подробный обзор кейнсианского анализа, но некоторые его черты необходимо упомянуть немедленно. Во-первых, Кейнс рассматривал скорость обращения денег в движении доходов как переменную величину, изменяющуюся совокупно с изменениями доходов, нормы процента и других параметров экономики. Во-вторых, Кейнс рассматривал влияние нормы процента на инвестиционную политику как рычаг, посредством которого условия денежного обращения воздействуют на выпуск продукции и занятость в экономике в целом. Взгляды Кейнса на связь между деньгами и финансовыми рынками с одной стороны и рынками рабочей силы и рынками товаров с другой и дали название его знаменитой книге.

Теория Кейнса изобилует рекомендациями и рецептами проведения экономической политики. Некоторые из них весьма неконкретны, другие концентрируются на специфических условиях Великой Депрессии. Одним из выводов Кейнса (к нему мы вернемся в главе 19) состоит в том, что в бездне депрессии монетаристская политика может потерять свои могучие возможности и влияния на общеэкономическую ситуацию. Этот вывод привел последователей Кейнса к известному тезису «деньги не имеют значения». Подобные взгляды о неэффективности денежной политики и необходимости регуляции и стимулирования экономики посредством изменения налоговой системы и структуры государственных расходов привели к длительному конфликту между кейнсианцами и монетаристами, который продолжается и по сей день.

### Современное состояние денежной теории

Долгие годы дебаты между монетаристами и кейнсианцами изображались с целью подчеркнуть конфликт, обусловленный двумя различными конкретными подходами к теории денег, — современной количественной тео-



рией с одной стороны и модернизированными версиями общей теории Кейнса с другой. Однако на сегодняшний день теоретические модели приобрели синтетические формы, включающие общие для обеих элементы. Именно этот современный синтез теории денег и будет представлен в последующих главах настоящей книги. Как мы увидим, кейнсианско-неоклассический синтез рассматривается как весьма широкое понятие и включает в себя разнообразные точки зрения по ряду вопросов теории и практики. Кейнсианско-неоклассический синтез базируется не только на кейнсианских и монетаристских подходах в их обновленных формах, но и на изысках современной научной мысли, как-то: неоклассические экономические модели и модели «экономики предложения», с которыми нам придется поближе познакомиться при дальнейшем чтении этой книги.

Согласно современному кейнсианско-неоклассическому синтезу, денежно-кредитная и фискальная политика, проводимые федеральным правительством, предоставляют ему значительные возможности в области контроля за номинальным ВНП. Однако необходимо учитывать, что влияние изменений в номинальном ВНП на изменения в реальном объеме производства, с одной стороны, и в абсолютном уровне цен с другой, практически свободны от контроля со стороны власть предержащих. Современная теория синтеза настраивает экономистов на менее оптимистический лад, лишая прежней уверенности в их способности обеспечить процветание экономики и победить инфляционные процессы. Но в то же время предлагаемая модель вселяет надежду избежать прежних ошибок в проведении макроэкономической политики, совершенных малоискусственными предшественниками.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Уравнение  $MV = Py$  известно как **уравнение обмена**. В этом уравнении  $M$  обозначает количество денег, находящихся в обращении, в рассматриваемой экономической системе;  $V$  — скорость обращения денег в движении доходов (то есть среднее число раз в год, которое каждый доллар из общей денежной массы тратится с целью получения дохода);  $P$  — абсолютный уровень цен;  $y$  — реальный национальный доход (реальный выпуск продукции). Уравнение обмена в данной форме выражает некое отношение учета, остающееся справедливым в любых условиях, что достигается введением в него скорости обращения денег в движение доходов.

2. Согласно **классической количественной теории денег и цен** реальный выпуск продукции (реальный объем производства) и скорость обращения денег в движении доходов имеют тенденцию стремиться к некоему присущему каждому из этих параметров естественному уровню, не зависящему от воздействия денег и проводимой денежной политики. Если в качестве рабочей гипотезы мы положим реальный объем производства и скорость обращения денег постоянными величинами, тогда на долгосрочных временных интервалах абсолютный уровень цен будет строго пропорционален количеству денег, находящихся в обращении. Уравнение обмена можно переписать в форме  $P = M(V/y)$ , дабы подчеркнуть существующую в этом случае прямую пропорциональную зависимость  $P$  и  $M$ .

3. С течением времени темпы экономического развития ускоряются и замедляются, следуя нерегулярной схеме известной как **деловой цикл**. Типичный деловой цикл проходит в своем развитии четыре фазы. Во время **фазы сжатия** реальный объем производства падает. Достигнув в процессе спада **дна цикла**, реальный объем производства снова начинает возрастать, знаменуя начало фазы **расширения (экспансии)**. Наконец деловой цикл достигает своего **пика**, после чего новое сжатие начинается новый цикл.

4. В своей основополагающей книге «История денежного обращения в США, 1867—1960 гг.» Милтон Фридмен и Анна Шварц наглядно показали, что темп роста денежной массы, находящейся в обращении, изменяется по циклической схеме, которая управляет движением делового цикла в целом. Темпы роста предложения денег достигают своей высшей точки и начинают замедляться еще до начала пика делового цикла. Аналогично темпы роста предложения денег начинают ускоряться до того момента, когда деловой цикл достигает дна.

5. Фридмен и его последователи, известные в экономическом мире как монетаристы, разработали современную количественную теорию денег и цен, которая существенно обновляет классические количественные схемы в двух следующих аспектах. Во-первых, предлагаемая теория рассматривает скорость обращения денег в движении доходов в качестве переменной, а отнюдь не постоянной величины. Во-вторых, она допускает некоторое запаздывание во взаимосвязях между денежной массой, номинальным ВНП, реальным ВНП и абсолютным уровнем цен. Монетаризм, однако, — лишь одно из направлений современной экономической мысли в развитии теории денег. Джон Мейнард Кейнс и сторонники его школы внесли в теорию ряд иных существенных аспектов. Ортодоксальные кейнсианцы рассматривали деньги как фактор, лишь в самой слабой степени влияющий на состояние экономики в целом. Эта точка зрения яростно оспаривается монетаристами. Сегодня существует кейнсианско-неоклассический синтез в качестве самостоятельной теоретической модели, аккумулировавшей в себе элементы кейнсианского подхода к монетаристской теории денег.

### Термины для повторения

Теория денег (монетаристская теория)  
Деловой цикл  
Сжатие

Спад  
Дно цикла  
Расширение

Пик цикла  
Современная количественная теория

Монетаризм

### Вопросы для повторения

1. Напишите уравнение обмена и объясните значение каждого из входящих в него параметров.
2. Какова взаимная связь между количеством денег, находящихся в обращении, и абсолютным уровнем цен согласно классической количественной теории?
3. Какие фазы проходят в своем развитии деловой цикл? Проиллюстрируйте ответ диаграммой.
4. Какова взаимная связь темпов роста предложения денег и структурой делового цикла, вскрытая в работах М. Фридмана и А. Шварц?
5. Объясните отличия современной количественной теории, разработанной представителями монетаристской школы, от классической количественной теории. Какова связь денег и денежного обращения с состоянием экономики в целом согласно кейнсианскому подходу?

### Темы для обсуждения

1. Рассмотрим следующий пример. Согласно классической теории зададимся постоянной скоростью обращения денег в движении доходов равной 4, реальный объем производства (реальный выпуск продукции) остается постоянным на уровне 1 миллиона талеров, предложение денег начинается с 250 тысяч талеров, а абсолютный уровень цен в год начала отсчета равен 1,0. В течение следующих с начала отсчета десяти лет золото из вновь открытого рудника увеличивает предложение денег до 750 тысяч талеров. Что случится с уровнем цен согласно классической количественной теории? Что произойдет с уровнем цен, если рост населения увеличивает реальный объем производства до 1,5 миллиона талеров в год (в неизменных единицах года начала отсчета) в течение десятилетнего периода? Учтите, что в последнем вопросе считаем скорость обращения денег постоянной величиной!
2. В какой фазе делового цикла находится экономика США в тот момент, когда вы читаете эти строки? Прочтите последние номера журналов и газет, специализирующихся на предпринимательской тематике, и найдите статьи, посвященные экономическим прогнозам. Как долго, согласно этим прогнозам, будет длиться текущая фаза делового цикла? Упоминает ли кто-нибудь из авторов этих статей проблемы денежного обращения как важный фактор предсказания будущих подъемов или спадов экономики?

## **СПРОС НА ДЕНЬГИ**

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Объяснить, почему люди стремятся хранить часть своего индивидуального портфеля активов в форме денег.**
- 2. Сформулировать теорию спроса на деньги исходя из классической количественной теории денег и цен.**
- 3. Перечислить мотивы хранения денег в портфеле активов, выдвигаемые кейнсианской моделью теории спроса на деньги.**
- 4. Написать уравнение и нарисовать график, иллюстрирующие современную теорию спроса на деньги.**
- 5. Обсудить проблемы, связанные со стабильностью спроса на деньги, в свете экономического опыта США за последние двадцать пять лет.**

Понятие спроса является фундаментальным для всех разделов экономики. Закон спроса — это первый урок для начинающих студентов. Согласно самым общим положениям этого закона при прочих равных условиях, люди проявляют больший спрос на товар по мере того, как цена на этот товар падает. Доказательства этого положения мы встречаем в нашей повседневной жизни на каждом шагу. Супермаркет объявляет о распродаже фасоли по сниженным ценам и количество проданной фасоли возрастает. Инновационные процессы уменьшают стоимость видеомэгафонов, и эти бытовые приборы появляются практически во всех жилых помещениях.

Эта глава преломляет хорошо известный закон спроса по отношению к товару, который мы называем деньги. С точки зрения здравого смысла очевидно, что существует «спрос» на деньги, и деньги — это нечто входящее в сферу людских вожделений, и ради этого «нечто» люди пожертвуют многими другими вещами. Но в данном случае мы рассматриваем понятие спроса в более узком, если не сказать — техническом, его значении (например, когда мы говорим о кривой спроса). Не так уж очевидно, как применять закон спроса в этом смысле к такому специфическому понятию как деньги. Например, что же понимать под «ценой» денег? Как мы должны измерять величину спроса на деньги: в некоей величине, измеренной в фиксированный момент времени или в приращении потока как оборота за период времени? А какие существенные факторы попадают под определение «при прочих равных условиях», когда мы говорим о спросе на деньги? На последующих страницах мы рассмотрим эти и ряд других вопросов. Только ясно представив сумму факторов, побуждающую людей стараться обладать деньгами, мы сможем понять как изменения в количестве денежной массы, находящейся в обращении, влияют на состояние экономики.

## ПОЧЕМУ СУЩЕСТВУЕТ СПРОС НА ДЕНЬГИ?

Почему существует спрос на деньги? Это знает каждый, — только стоит подумать, что можно сделать за деньги. Можно уехать на длительный отдых на Гавайи, ездить на «Мерседесе» или «БМВ», жить на шикарной вилле с очаровательной супермоделью... Разве это не объясняет спрос на деньги?

И пусть экономист ответит «нет», вы уже знаете правильный ответ на этот простой вопрос... К сожалению, в своем ответе вы смешиваете понятие денег и богатства. Понятие богатства во всей своей широте включает в себя все, чем обладает конкретный индивид, включая акционерный капитал, облигации и недвижимую собственность. Деньги как они понимаются в рамках параметра  $M1$  — наличные деньги и вклады до востребования — это только одна из многообразных форм, которые может принимать богатство.

Вам необходимо именно богатство, чтобы проводить время на Гавайях и управлять роскошным автомобилем. Деньги — всего лишь актив, который предлагает преимущества ликвидности. Как мы видели в главе 2, деньги могут служить средством платежа при покупке необходимых вам товаров. Деньги служат единицей учета, позволяя измерять цены и доходы. Они служат средством сбережения в качестве одного из способов хранения части вашего богатства до того момента, пока вы не определите его дальнейшую судьбу. Также деньги являются средством платежей при расчетах по контрактам.

Признание денег лишь одной из форм богатства дает ключ к пониманию современной теории спроса на деньги.

**Портфель** — совокупность активов предприятия или какого-либо хозяйственного агента.

Экономисты используют концептуальное понятие портфеля (которое вводилось нами и раньше при обсуждении управления банком своими активами и пассивами) для обозначения совокупности активов, составляющих богатство отдельного индивида. Вопрос спроса на деньги таким образом трансформируется в следующий: какую часть своих портфелей люди хотят сохранить в ликвидной форме, а не в других видах активов, как-то: акции, облигации, не-

движимое имущество, производственное оборудование, потребительские товары длительного пользования и т. д. Среди прочего, это означает, что мы должны рассматривать спрос на деньги как спрос на запас денег, измеренный в определенный фиксированный момент времени, а не спрос на поток, измеряемый как оборот за период (например в долларах в неделю или год<sup>1</sup>).

## ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ МОДЕЛИ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

### Спрос на деньги и количественная теория

В первом своем приближении количественная теория денег и цен, рассмотренная в главе 14, является теорией спроса на деньги. Вспомним, что современная трактовка количественной теории была основана на понятии скорости обращения денег в движении доходов, которая в аналитической форме определяется как:

<sup>1</sup> Различие этих двух понятий наполнено важным концептуальным смыслом. Переменная запаса может быть измерена лишь в определенный момент; ее величина не имеет временной протяженности. Переменная потока может быть измерена только как оборот за период (хотя этот период может быть весьма мал); ее величина имеет временное измерение. — прим. пер.

$$V = \frac{P \cdot y}{M} \quad (15.1)$$

где  $M$  — количество денег, находящихся в обращении,  $V$  — скорость обращения денег в движении доходов,  $P$  — абсолютный уровень цен, а  $y$  — реальный объем производства (реальный доход, реальный выпуск продукции). В качестве первого шага в приложении уравнения (15.1) к проблеме спроса на деньги эквивалентно преобразуем его к виду:

$$\frac{M}{P \cdot y} = \frac{1}{V} \quad (15.2)$$

Форма уравнения (15.2) ясно иллюстрирует, что отношение количества денег, находящихся в обращении, к номинальному доходу (произведению реального дохода  $y$  на абсолютный уровень цен  $P$  — прим. пер.) есть величина, обратная скорости обращения денег.

Теперь, домножим обе части уравнения (15.2) на  $P \cdot y$  — номинальный доход — и получим:

$$M = \frac{P \cdot y}{V} \quad (15.3)$$

Отсюда следует, что количество денег, находящихся в обращении, равно отношению номинального дохода к скорости обращения денег. Все вышеприведенные выводы сделаны только лишь в результате эквивалентных преобразований исходного уравнения. Последний шаг в нашем анализе уже не носит характер простого манипулирования, а требует пояснений. Мы заменим  $M$  — количество денег, находящихся в обращении, — в левой части уравнения (15.3) на параметр  $MD$  — величину спроса на деньги, то есть количество денег, потребное деловым предприятиям, фирмам и частным лицам, которое они хотят сохранить как часть своих портфелей активов в существующих условиях. Эта замена дает:

$$MD = \frac{P \cdot y}{V} \quad (15.4)$$

Из (15.4) явно следует, что величина спроса на деньги зависит от следующих трех факторов:

— во-первых, величина спроса на деньги зависит от абсолютного уровня цен. При прочих равных условиях более высокий уровень цен требует больше денег, поскольку покупателям потребуется больше денег, чтобы купить некое необходимое количество произведенной продукции — скажем, десяток буханок хлеба.

— во-вторых, спрос на деньги зависит от уровня реального объема производства. По мере его повышения также растут реальные доходы, поскольку рабочие тратят на свой труд больше времени, фирмы и предприятия получают больше прибыли и т. д. При прочих равных условиях людям понадобится больше денег при условии роста их реальных доходов, поскольку наличие более высоких реальных доходов подразумевает больший объем сделок.

— в-третьих, спрос на деньги зависит от скорости обращения денег в движении доходов (количество оборотов в год, которое в среднем совершает каждый доллар из общей денежной массы на приобретение товаров и услуг, составляющих реальный ВВП). Соответственно все параметры, влияющие на скорость обращения денег, будут влиять и на спрос на деньги. Экономисты классической школы склоняются к мнению, что скорость обращения денег постоянна и определяется такими институциональными факторами, как количество ежегодных выплат жалования рабочим. Но как мы уже видели в предыдущей главе, теоретически современной количественной теории рассматривают скорость обращения денег как величину переменную, которая зависит среди прочих факторов и от нормы процента. Вскоре мы вернемся к этому тезису.

### Теория спроса на деньги в кейнсианской модели

В своей книге «Общая теория занятости, процента и денег» Джон Мейнард Кейнс отверг классическую количественную теорию спроса на деньги, отдав предпочтение собственным теоретическим построениям, в которых главную роль играет понятие нормы процента (ставки процента, процентной ставки — прим. пер.). Кейнс рассматривал деньги как один из типов богатства и утверждал, что та часть портфелей активов, которую хозяйственные агенты желают сохранять в форме денег зависит от того, насколько высоко они ценят свойство ликвидности. Вспомним, что активы обладают ликвидностью, если их можно использовать как средство платежа, а их обладатель уверен, что номинальная стоимость таких активов не изменится. Деньги, рассматриваемые как параметр  $M1$ , являются абсолютно ликвидными активами. Говорить, что люди предпочитают относительно ликвидный портфель — то же самое, что сказать об относительно большом спросе на деньги с их стороны. По этой причине Дж. Кейнс назвал свою теорию спроса на деньги теорией **предпочтения ликвидности**.

Как считал Дж. Кейнс, три причины побуждают людей хранить по крайней мере часть их богатства в форме ликвидных денежных активов, таких как наличные деньги, текущие счета до востребования, а не в качестве менее ликвидных, но приносящих доход активов, как облигации. Во-первых, люди держат некоторую часть своих активов в форме денег для использования их в качестве средств платежа. Кейнс называл это обстоятельство **транзакционным мотивом** хранения денег может инспирироваться желанием обеспечить в будущем возможность распорядиться определенной частью своих ресурсов в форме наличных денег. Например, возникает потребность в деньгах на ремонт автомобиля или возникает недвижи-

**Предпочтение ликвидности** — термин, введенный Дж. Кейнсом, для обозначения спроса на деньги.

денная возможность приобрести много полезных вещей за очень умеренную цену при распродаже, вызванной ликвидацией для местной мебельной фирмы. Эти обстоятельства Кейнс называл **мотивом предосторожности** сохранения части активов в форме денег. Кейнс считал, что количество денег, необходимое индивиду для осуществления сделок купли-продажи, и отложенное, исходя из мотива предосторожности, примерно пропорционально его доходу. Таким образом, рассмотрение транзакционного мотива и мотива предосторожности в свете спроса на деньги делают кейнсианскую теорию предпочтения ликвидности весьма похожей на классическую количественную теорию.

Однако, в дополнение к сказанному, необходимо отметить, что Дж. Кейнс увидел третий мотив сохранения части активов в форме денег, несколько отличный от двух предыдущих. Кейнс считал, что хозяйственные агенты будут держать часть портфеля своих активов в ликвидной форме, если они считают, что владение активами в иной форме сопряжено со значительным риском. Положим, следуя формальной кейнсианской модели, что индивиды могут держать свое богатство в двух видах активов — либо деньги (наличные деньги и счета до востребования), либо долгосрочные облигации<sup>1</sup>. Преимущество облигаций перед деньгами состоит в том, что они приносят проценты. С другой стороны вероятность того, что процентная ставка на рынке ценных бумаг может измениться, несет в себе риск того, что изменится и рыночная цена облигаций. Снижение нормы ссудного процента означает повышение курса облигаций, что обеспечивает держателям облигаций доход, обусловленный приростом капитала. И наоборот, повышение нормы ссудного процента означает снижение их курса, что вызывает потери капитала держателей облигаций. Кейнс называл хранение части портфеля активов в форме облигаций **спекулятивным мотивом** хранения части активов в форме денег.

**Транзакционный мотив** — мотив хранения денег, возникающий из удобства их использования в качестве средства платежа.

**Мотив предосторожности** — (мотив обеспечения безопасности) — мотив хранения денег как полезного ресурса покупательной способности, дабы иметь в будущем возможность реализовать неожиданные потребности или воспользоваться преимуществом неожиданных возможностей.

**Спекулятивный мотив** — мотив хранения денег, возникающий из желания избежать потерь капитала, вызываемых хранением активов в форме облигаций в периоды ожидаемого повышения норм ссудного процента.

Согласно трудам Дж. Кейнса спекулятивный мотив формирует обратную связь между величиной спроса на деньги и нормой ссудного процента. Естественно, что каждый хозяйственный агент, инвестирующий свои активы, будет стараться перевести их из облигаций в деньги, по мере того как норма ссудного процента снижается относительно уровня, который он по своему пониманию считает «нормальным» на долгосрочных временных интервалах, и к которому норма ссудного процента вероятнее всего вернется. Перейдя в этот момент на деньги, он сможет счастливо избежать убытков от своего пакета облигаций в случае неожиданного повышения нормы ссудного процента. Поскольку различные инвесторы очевидно расходятся в своих оценках относительно «нормальной» нормы ссудного процента на долгосрочных временных интервалах, и поскольку они не могут в один миг поменять в своем портфеле активов облигации на деньги, Кейнс усматривал следующую тенденцию: величина спроса на деньги постепенно растет с падением нормы ссудного процента на рынке ценных бумаг.

Резюмируя, можно утверждать следующее. Кейнс рассматривал спрос на деньги как функцию двух переменных величин. При прочих равных условиях увеличение номинального дохода вызывает увеличение спроса на деньги, обусловленное существованием транзакционного мотива и мотива предосторожности. Также, опять при прочих равных условиях, снижение нормы ссудного процента увеличивает спрос на деньги, обусловленный существованием спекулятивного мотива (то есть наличных денег, используемых для покупки облигаций — прим. пер.).

Резюмируя, можно утверждать следующее. Кейнс рассматривал спрос на деньги как функцию двух переменных величин. При прочих равных условиях увеличение номинального дохода вызывает увеличение спроса на деньги, обусловленное существованием транзакционного мотива и мотива предосторожности. Также, опять при прочих равных условиях, снижение нормы ссудного процента увеличивает спрос на деньги, обусловленный существованием спекулятивного мотива (то есть наличных денег, используемых для покупки облигаций — прим. пер.).

## Современная теория спроса на деньги

Со времен Кейнса экономисты всех без исключения школ и направлений признавали важность понятий «норма доходности» и «норма процента» (процентная ставка) как переменных величин в функции спроса на деньги. Однако современная теория спроса на деньги отличается от теоретических моделей Кейнса в целом ряде особенностей. Во-первых, современная теория спроса на деньги рассматривает более широкий диапазон активов, нежели беспроцентное хранение денег и долгосрочные облигации. В настоящее время вкладчики могут обладать портфелями с приносящими проценты формами денег (например, на-счета), так и с беспроцентными формами денег, как наличные деньги и вклады до востребования. В дополнение они могут обладать альтернативными формами ликвидных активов: сбережения, вклады на срок (срочные депозиты), взаимные фонды денежных рынков и соглашения об обратном выкупе, которые включаются в понятие M2, далее — краткосрочные ценные бумаги, такие как казначейские векселя и обязательства крупных компаний, не имеющие специального обеспечения; долгосрочные правительственные облигации и облигации корпораций, акции корпораций; активы в форме недвижимости — производственное оборудование предприятий и пр.; и наконец товары длительного пользования — например, мебель и автомобили. И все, что влияет на предпочтение обладания каким-нибудь из вышеназванных активов относительно денег, в принципе может повлиять на величину спроса на деньги.

<sup>1</sup> Акции и казначейские векселя рассматриваются в формальной кейнсианской модели как совершенные субституты облигаций и отдельно не учитываются.— прим. пер.

Во-вторых, современная теория отвергает разделение спроса на деньги на основании мотивов предосторожно-сти, транзакционных и спекулятивных мотивов. Ныне вызывает сомнение и более не кажется реалистичной точка зрения Дж. Кейнса на деньги как ликвидный актив, обеспечивающий спекулятивное уклонение от потери капитала в моменты низких норм ссудного процента. По-видимому, процентная ставка все же влияет на спрос на деньги, обусловленный наличием спекулятивного мотива, но лишь вследствие того, что норма процента представляет собой альтернативную стоимость хранения денег (понятие, обсужденное ранее в главе 10).

В-третьих, современная теория рассматривает богатство как один из определяющих факторов спроса на деньги. Это обстоятельство становится очевидным при портфельном анализе теории спроса на деньги. Заметим, исходя из самых общих соображений, что при увеличении богатства индивида, он, вероятнее всего, захочет увеличения каждого из типов принадлежащего ему богатства, включая и деньги.

В-четвертых, современная теория включает в себя и другие условия, влияющие на желание хозяйственных агентов предпочесть ликвидный портфель. Например, в качестве такого условия могут выступать изменения в ожиданиях (исходя из теории рациональных ожиданий — прим. пер.). Так при пессимистическом прогнозе на будущую конъюнктуру величина спроса на деньги имеет тенденцию расти. И наоборот: хозяйственный агент при оптимистическом прогнозе предпочтет иные виды активов, и спрос на деньги упадет.

И последнее. Современная теория спроса на деньги учитывает наличие инфляции. Эта теория четко разграничивает такие понятия, как реальный и номинальный доход, реальную и номинальную норму процента, реальные и номинальные величины денежной массы. Эти вопросы в дальнейшем получают более полное истолкование.

### Цены, инфляция и спрос на деньги

Рост номинального национального дохода<sup>1</sup> может отражать в себе следующие изменения в структуре экономики: рост уровня цен при фиксированном реальном национальном доходе или некий симбиоз этих двух явлений. В любом случае изменение в номинальном национальном доходе повлияют на величину спроса на деньги. Если наблюдается рост реального национального дохода при неизменном уровне цен, то увеличится объем сделок, что вызовет дополнительный спрос на деньги для обеспечения этих операций. Это характеризует следующее простое обстоятельство: для проведения большего объема сделок требуется большее количество денег с целью сохранения привычного для хозяйственных агентов *status quo*. Увеличение уровня цен без изменения уровня реальной экономической активности в свою очередь также увеличивает количество денег, необходимое для осуществления планируемых актов купли-продажи на новом, более высоком уровне цен. И опять спрос на деньги повысится. Это отражает стремление хозяйственных агентов оставлять постоянным реальное количество денег в своем портфеле при условии фиксированного реального объема сделок, но сопутствующего изменения уровня цен.

Таким образом, при обсуждении взаимной связи между выпуском продукции (соответственно — национальным доходом) и спросом на деньги необходимо учитывать уровень цен. Существует два способа осуществить это мероприятие. Первый из них состоит в выражении *и* денег, *и* национального продукта в реальных единицах. Реальный национальный продукт рассчитывается путем деления номинального национального продукта на индекс (показатель) уровня цен, — например, на дефлятор ВВП. Количество денег, находящихся в обращении, также может быть выражено в реальных единицах путем деления на тот же индекс уровня цен. В этом случае спрос на реальные денежные остатки выражается в виде функциональной зависимости от реального выпуска продукции (реального дохода):

$$\frac{MD}{P} = f\left(\frac{Y}{P}\right) \quad (15.5)$$

В уравнении (15.5) *MD* обозначает спрос на номинальные денежные остатки, *Y* — номинальный национальный доход, а *P* — уровень цен. (Здесь мы упрощаем истинное положение вещей, игнорируя влияние нормы процента (*и* дохода от активов, которые можно хранить в качестве альтернативы деньгам — прим. ред.) на планируемый спрос на деньги). Уравнение (15.5) в сути своей подразумевает, что изменение в уровне цен при прочих равных условиях не влияет на предполагаемый спрос на реальные денежные остатки.

И наоборот — количество денег и выпуск продукции можно увязать и в номинальных единицах:

$$MD = f(Y) \quad (15.6)$$

Отсюда видно, что пока изменения в номинальном национальном доходе доставляют одинаковое воздействие на планируемый денежный остаток, оба подхода к пониманию уравнения спроса на деньги приводят практически к одному и тому же результату. Это справедливо независимо от того, возникают ли изменения в номинальном национальном доходе из изменений реального национального дохода, изменения уровня цен или их комбинированных изменений. В настоящей книге особое внимание будет уделено записи уравнения спроса в форме, выражающей предполагаемый спрос на номинальные денежные остатки как функции уровня номинального национального дохода (т. е. 15.6).

<sup>1</sup> Национальный доход по принятому в современной теории определению равен национальному продукту.— прим. пер.

Необходимо принять во внимание и изменение цен при анализе связи нормы процента по активам, которые хозяйственные агенты держат в своих портфелях как альтернативу деньгам, и спросом на деньги. В идеальном мире, не ведающем об инфляции, существует реальная норма процента  $r$ , — то есть доход от активов, которые можно хранить в качестве альтернативы деньгам. Иначе говоря,  $r$  измеряет альтернативную стоимость хранения не приносящих процентов наличных денег. Например, если депозитные сертификаты обеспечены реальной нормой в 5% годовых, индивид, располагающий наличными в размере 1000 долларов, владеет и их альтернативной стоимостью в размере 50 долларов в год, которая эквивалентна наслаждению от преимуществ ликвидности его портфеля. Чем выше норма процента на альтернативные деньгам активы, тем выше их альтернативная стоимость. Таким образом, при прочих равных условиях, чем выше реальная норма процента, тем ниже величина спроса на деньги.

В мире, отягощенном инфляцией, реальная норма процента на альтернативные деньгам активы также представляет собой альтернативную стоимость хранения не приносящей процентов наличности, но не только ее одну. Сам по себе темп роста инфляции является дополнительной альтернативной стоимостью. Инфляция подрывает полезность денег как средства сбережения, поскольку реальное количество товаров и услуг, которое можно приобрести за определенное количество не приносящих процент наличных денег, падает с темпом равным темпу роста уровня цен. Кроме того, изменения в темпах инфляции оказывает существенное влияние на желание индивида хранить неликвидные активы — например, недвижимость и запасы товаров. Чем выше темпы инфляции, тем быстрее возрастут цены неликвидных активов (что и наблюдается в настоящий момент в советской экономике на любом уровне — от государственного до «черного» рынка.— прим. пер.). Таким образом, принимая во внимание как реальные нормы процентов, так и ожидаемый темп инфляции, можно записать функцию спроса на деньги следующим образом:

$$MD = f(y, r, p), \quad (15.7)$$

где  $y$  — как и ранее номинальный национальный доход,  $r$  — ожидаемая реальная норма процента, а  $p$  — ожидаемый темп инфляции.

Поскольку как ожидаемая реальная норма процента, так и ожидаемый темп инфляции являются в сути своей альтернативными стоимостями не приносящих дохода в виде процентов наличных денег, то складывая вместе эти величины, мы получим некую общую альтернативную стоимость. Однако сумма ожидаемой реальной нормы процента с ожидаемым темпом инфляции будет равняться ожидаемой номинальной норме процента. (Этот вывод несколько расширяет определение реальных и номинальных норм и темпов, данное в главе 1, в их ожидаемых переменных значениях, нежели в фиксированных постоянных величинах как считалось ранее). Итак, используя номинальную норму процента  $R$ , обозначающую общую альтернативную стоимость хранения не приносящих доходов денег, функция спроса на деньги может быть упрощена следующим образом:

$$MD = f(Y, R) \quad (15.8)$$

В последующих главах мы чаще всего будем использовать именно эту форму уравнения спроса на деньги, в которой величина спроса на номинальные денежные остатки зависит от номинального национального дохода и номинальной нормы процента.

### Графическое представление функции спроса на деньги

Функциональная зависимость спроса на деньги, приведенная в уравнении (15.8), включает в себя три переменные: величину спроса на деньги, номинальный национальный доход и номинальную норму процента. Такая функция трех переменных в декартовой системе координат может быть представлена совокупностью кривых, как это показано на рис. 15.1 По горизонтали отложено номинальное количество денег, эквивалентное планируемому спросу, по вертикали — номинальная норма процента в смысле «цены», которую приходится платить за обладание частью богатства в форме не приносящих доходов денег, а не в альтернативных активах, приносящих владельцу процент. Наклон вниз каждой из кривой спроса на деньги возрастает по мере уменьшения номинальной нормы процента при заданном уровне номинального национального дохода, что означает увеличение спроса на деньги при уменьшении номинальной нормы процента. Увеличение уровня номинального национального дохода сдвигает вправо кривую спроса на деньги, а его уменьшение, соответственно, сдвигает кривую спроса на деньги влево.

### Что происходит со скоростью обращения денег?

Рассматривая развитие теории спроса на деньги от Кейнса до наших дней, заметим, что скорость обращения денег, игравшая ключевую роль в классической теории спроса на деньги, как-будто исчезла из наших уравнений. Это не совсем так, просто понятие скорости обращения денег как переменной, определявшей величину спроса на деньги, ныне предстает в несколько завуалированной форме. Если мы положим, что скорость обращения денег в движении доходов есть отношение номинального национального дохода к величине предполагаемого спроса на деньги, то увидим, что современная трактовка понятия спроса на деньги указывает на скорость обращения денег как зависимость от номинальной нормы процента переменную. По мере того как мы движемся по кривой спроса на деньги (соответствующей любому уровню номинального национального дохода), скорость обращения денег падает пропорционально уменьшению номинальной нормы процента и возрастает с ростом номинальной нормы процента.

Используя обозначение  $V(R)$ , иллюстрирующее функциональную зависимость скорости обращения денег от номинальной нормы процента, перепишем уравнение (15.4) следующим образом:



### Функциональная зависимость спроса на деньги

Функция спроса на деньги в данном контексте такова: номинальный спрос на деньги зависит от номинального национального дохода и номинальной нормы процента. На представленном графике номинальная норма процента отложена вдоль вертикальной оси, а предполагаемый спрос на деньги — вдоль горизонтальной. Функциональная зависимость этих параметров дает нам совокупность наклонных кривых, каждая из которых соответствует определенному уровню номинального национального дохода. Перемещение вдоль кривой спроса показывает изменение нормы процента, а сдвиг вправо или влево с одной кривой на другую учитывает изменения в уровне номинального национального дохода.

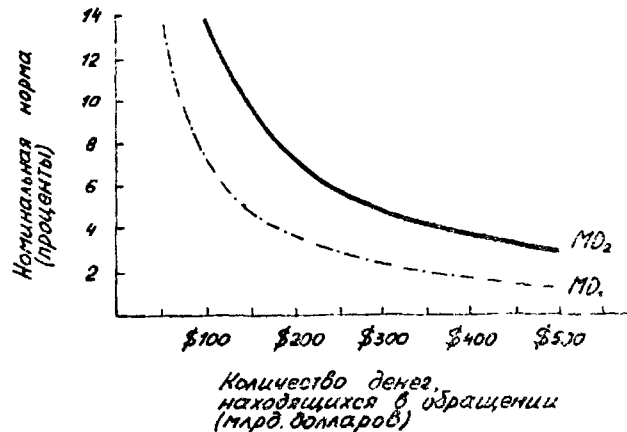


Рис 15.1

$$MD = \frac{P \cdot y}{V(R)} \quad (15.9)$$

Это уравнение иллюстрирует понятие спроса на деньги в рамках современной количественной теории, обсуждающейся в главе 14. Формально оно идентично уравнению (15.8)  $MD = f(Y, R)$ . Эти два уравнения отличаются лишь принятыми обозначениями и формой записи и несут один и тот же смысл.

В последующих главах обычно мы будем представлять зависимость спроса на деньги в форме, соответствующей уравнению (15.8). Однако запись этой зависимости в форме (15.9), как и у ряда других авторов, оказывается весьма полезной при обсуждении монетаристского подхода к теории денег.

### Что происходит с деньгами, приносящими проценты?

До того момента мы обсуждали предполагаемый спрос на деньги, не приносящие сами по себе дохода, то есть на деньги, рассматриваемые как наличные средства и вклады до востребования, то, что мы называли  $M1$ . Однако, с появлением нау-счетов, значительная часть активов, хранящихся в форме  $M1$ , приносит своим обладателям доход в виде определенного процента. Как мы видели в предыдущих главах, деловые предприятия и хозяйственные агенты иногда получают очевидный доход от ликвидных активов как плату за услуги или предоставление льготных кредитов, от остатков вкладов до востребования, включая компенсационные остатки. Еще большая доля активов, хранящихся в форме  $M2$ , подразумевает получение дохода в виде процента. Зададимся вопросом: каково же влияние денег, приносящих доход их владельцу, на функциональную зависимость спроса на деньги? В качестве первого шага, приближающего нас к ответу на этот вопрос, модифицируем уравнение спроса на деньги следующим образом:

$$MD = f(Y, R - R_m) \quad (15.10)$$

Здесь  $R_m$  обозначает среднюю взвешенную норму прибыли<sup>1</sup> на все формы денег (как приносящие проценты — нау-счета, так и не приносящие дохода — наличные деньги и вклады до востребования).  $R_m$  также включает в себя

<sup>1</sup> Вряд ли источников этот параметр, являющийся средней взвешенной величиной от ожидаемых на все виды ликвидных активов доходов, называется «антиципированным доходом». Например, Л. Харрис «Денежная теория» М., «Прогресс», 1990 год. — прим. пер.

имплицитную прибыль, обеспеченную компенсационными остатками. Альтернативная стоимость хранения денег теперь равна  $R - R_m$  — разности между средней нормой процента на все формы денег ( $R_m$ ) и нормой процента конкурирующих ликвидных активов, таких как казначейские векселя и пр. ( $R$ ).

Будет ли спрос на деньги согласно приведенной в (15.10) зависимости более или менее эластичным по сравнению с первоначальной зависимостью, выраженной уравнением (15.8)? Априори этот вопрос неразрешим. Рассмотрим сначала два крайних случая.

Сначала предположим, что нау-счета — единственная существующая форма денег, и их норма процента изменяется в полном соответствии с рыночной нормой процента на другие ликвидные активы. Поскольку банки, открывающие нау-счета, несут определенные административные затраты на выполнение этих функций (таких как клиринг чеков, обеспечение необходимых резервов) очевидно, что норма процента по нау-счетам должна быть немного меньше рыночной нормы — например нормы процента по казначейским векселям. В первом случае предположим, что разность этих двух процентных ставок остается величиной постоянной и составляет два процентных пункта. Это обстоятельство не дает повода ожидать, что измерение номинальной нормы процента вызовет сдвиг в альтернативе хранения денег или других активов, приносящих доход в виде процентов. Спрос на деньги в данном случае будет совершенно неэластичным по отношению к номинальной норме процента. (В графическом изображении кривая спроса на деньги выродится в вертикальную прямую линию).

Во втором случае (опять считая нау-счета единственной из существующих форм денег) предположим, что номинальная норма процента для нау-счетов остается неизменной, составляя, например, 5 процентов в год. В этом случае любое изменение номинальной нормы процента по другим активам вызывает увеличение альтернативной стоимости хранения денег. Например предположим, что процентная ставка на казначейские векселя — иной тип активов — падает с 10 до 7,5 процентов в год. 25-процентное понижение нормы процента казначейских векселей уменьшает разрыв между процентными ставками казначейских векселей и нау-счетов в два раза. Так как разность этих процентных ставок иллюстрирует альтернативную стоимость хранения денег, можно сделать вывод, что деньги, приносящие доход в виде постоянной нормы процента, делают спрос на деньги более чувствительным к изменению процентных ставок.

Какой из рассмотренных случаев — деньги, приносящие доход в соответствии с фиксированной нормой процента, и деньги, приносящие доход в соответствии с плавающей нормой процента — точнее характеризует сегодняшние реалии банковской системы Соединенных Штатов? Имеется ряд неоспоримых доказательств: что второй вариант — по крайней мере для активов в форме  $M1$  — точнее описывает действительные события. Вплоть до конца 1985 года федеральное законодательство ограничивало норму процента по нау-счетам пятью с четвертью процентами. Этот полк увеличивал эластичность спроса по проценту, как во втором из только что рассмотренных случаев. В 1986 году эти ограничения были сняты, но на практике оказалось, что банки не стали подгонять норму процента по нау-счетам в соответствии с каждым изменением рыночной нормы процента. Кроме того, значительная часть  $M1$  состоит из наличных денег и вкладов до востребования — активов, не приносящих дохода в виде процентов. На самом деле в некоторых случаях банки, располагающие компенсационными ставками, выступающими в роли оплаты фирмами и иными хозяйственными агентами банковских услуг, настаивают на их увеличении при изменении конъюнктуры. Например, при уменьшении рыночной нормы процента, приводящей к уменьшению доходов банка от оборота этих средств. Таким образом, существующий опыт продемонстрировал, что изменения существовавших финансовых институтов (такие как введение нау-счетов и невмешательства государства в установлении нормы процента) увеличили эластичность спроса по процентам активов  $M1$ .

Рассматривая  $M2$  и совокупные денежные параметры более высоких порядков, сколь-нибудь заметное изменение эластичности не наблюдается. Хотя доля параметра  $M1$  в  $M2$  и увеличивает эластичность, сокращение объема государственного вмешательства в экономику позволило нормам процентов по другим активам, входящим в  $M2$  — например, депозитным счетам денежных рынков и акциям фондов денежных рынков — свободно изменяться в соответствии с другими рыночными нормами. Эластичность спроса по процентам для этой группы ликвидных активов таким образом уменьшилась, не привнеся, однако, заметного влияния на изменение в эластичности спроса по процентам  $M2$  в целом.

Для простоты дальнейшего изложения сделаем одно важное допущение. Будем считать во всем следующем материале, что деньги не приносят владельцу дохода в виде процента. И лишь там, где это необходимо во избежание искажения реального положения вещей, будем учитывать приносящие процент деньги, отдельно оговаривая это обстоятельство.

## СТАБИЛЬНОСТЬ СПРОСА НА ДЕНЬГИ

Классическая количественная теория денег и цен устанавливает стабильную взаимосвязь между денежной массой и состоянием экономики в целом. В простейшей модели этой теории постулируется, что скорость обращения денег обусловлена практикой платежей хозяйственных агентов, а уровень реального выпуска продукции зависит от таких факторов как уровень развития технологических процессов и численность населения. Представим себе (находясь в рамках принятых допущений), что возникает предложение денег сверх достаточного количества, удовлетворяющего существующий спрос на деньги. Естественно, люди потратят их на приобретение новых товаров и услуг, не желая хранить эти «новые» деньги. Но так как предложение товаров и услуг остается фиксированной величиной, растущая трата денег поднимет уровень цен. По мере увеличения уровня цен возрастет и спрос на деньги. И только тогда, когда уровень цен поднимется достаточно высоко, уравняв спрос на деньги с возросшим предложением,

### Скорость обращения денег (параметр M2) и альтернативная стоимость

Альтернативная стоимость хранения денег (рассматриваемых в рамках денежного параметра M2) равна разности между средней нормой процента, выплачиваемой по таким видам помещения денежных средств, и типичной нормой процента, выплачиваемой, например, по трехмесячным векселям Государственного Казначейства США. Как показывает график, приведенный на этом рисунке, изменения скорости обращения денег (параметр M2), тесно связаны с альтернативной стоимостью их хранения в этом виде. Отсюда можно сделать вывод, что в целом спрос на деньги (параметр M2) отмечается относительной стабильностью.

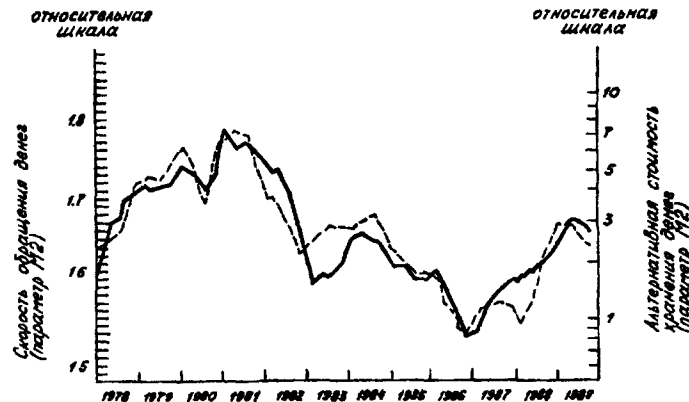


Рис 15.2

экономика вернется в состояние равновесия. Итак, мы видим, что в рамках допущений классической количественной теории денег и цен стабильность спроса на деньги подразумевает жесткую взаимосвязь между денежной массой и уровнем цен.

Современная теория денег отвергает застывшие схемы, принятые в моделях классической теории, хотя и принимает общий принцип, постулирующий, что изменения в уровне цен способны привести в равновесие предложение и спрос на деньги. В современных подходах скорость обращения денег рассматривается как переменная величина, зависящая от номинальной нормы процента, и отвергается положение о неизменности реального выпуска продукции при изменении количества денег, находящихся в обращении. И, хотя современная теория денег оперирует существенно большим числом переменных, нежели классические теоретические построения, зададимся очень важным вопросом: является ли функция спроса на деньги стабильной и предсказуемой? Если это так, то изменения количества денег, находящихся в обращении, вполне предсказуемым образом повлияет на цены и реальный объем производства. Сторонники монетаристской школы придерживаются именно этой точки зрения. С другой стороны, если спрос на деньги теряет присущую ему стабильность, то другие факторы, а отнюдь не денежная масса, возобладают в качестве причин изменения реального выпуска продукции и уровня цен, а изменения количества денег, находящихся в обращении, будут относительно невелики. Эту точку зрения разделяют многие кейнсианцы и сторонники немонетаристского подхода в теории денег.

На рисунке 14.4 было продемонстрировано, что скорость обращения денег за последние десятилетия претерпела существенные изменения. Оказалось, что проблема стабильности спроса на деньги в сильной степени зависит от наличия или отсутствия связи между изменениями скорости обращения денег и существующими нормами процента. Рассмотрим по очереди вопросы, связанные со скоростью обращения денег в рамках параметров M1 и M2.

### Скорость обращения денег (параметр M1)

Как указывалось в предыдущих главах, в семидесятые годы и на рубеже нового десятилетия произошли существенные изменения в финансовой системе Соединенных Штатов. Эти перемены включали в себя как изменения в государственном регулировании финансовой системы (например, «Закон о Контроле 1980 года»)<sup>1</sup>, так и рыночные инновации (возросшее использование управляемых пассивов банками и использование взаимных фондов денежного рынка фирмами, деловыми предприятиями и семейными хозяйствами). Инфляция и стремительно повышающаяся номинальная норма процента явились движущими силами этих изменений. Номинальная норма процента по трехмесячным казначейским векселям — хорошо изученная характеристика краткосрочного кредита в

<sup>1</sup> Этот закон, в частности, предусматривал полную отмену в течение 6 лет ограничений процента, выплачиваемого финансовыми учреждениями по депозитам. См. главу 4 — прим. пер.

1974 году выросла до беспрецедентной величины 8 процентов. Несколько уменьшившись в течение следующих четырех лет, она достигла десятипроцентной отметки в 1979 году. Но это бы не предел — в 1981 году номинальная норма процента по трехмесячным казначейским векселям составила в среднем 14 процентов. Другие рыночные процентные ставки в эти годы также достигли своих пиковых значений в исторически обозримый период. Эти обстоятельства привели к значительному увеличению альтернативной стоимости хранения денег и вкладов до востребования и даже нау-счетов, регулируемых в то время установленным верхним пределом нормы процента.

Естественно, как деловые предприятия, так и семейные хозяйства, моментально среагировали на относительно высокую альтернативную стоимость хранения своих активов в форме  $M1$ , внедряя разнообразные новшества в контроле и регулировании своих денежных операций. Фирмам пришлось пересмотреть свои ежедневные потребности в активах высокой ликвидности. Их вклады в соглашения об обратном выкупе резко возросли, что давало им прибыль в виде процента от сумм денежных остатков, причем такие операции производились на срок вплоть до одних суток. Кооперируясь со своими банками, деловые предприятия открывали «пустые» счета — транзакционные счета, остающиеся пустыми до определенного конкретного момента потребности в средствах. В то же самое время возросшее использование вычислительной и компьютерной техники в финансовом планировании и систем электронного перечисления денег позволило предсказывать будущую потребность в наличных средствах существенно точнее, чем раньше. Это обстоятельство позволило сократить потребности фирм и предприятий в транзакционных денежных остатках.

Разовые потребители также среагировали на высокую альтернативную стоимость транзакционных денежных остатков. Миллионы из них начали открывать счета взаимных фондов денежного рынка и покупать банковские депозитные сертификаты. Большую популярность обрели появившиеся в это время депозитные счета денежного рынка. Возросшее использование кредитных карточек позволило семейным хозяйствам консолидировать свои многочисленные мелкие платежи в один или несколько больших месячных платежей. Некоторые потребители платят ежемесячно посредством чеков, адресованных на счета взаимных фондов денежного рынка и депозитные счета денежных рынков. В таких случаях эти средства платежей даже на короткий период времени не переходят в категорию, описываемую параметром  $M1$ .

Растущая норма процента вызвала к жизни вышеописанные финансовые инновации, однако они сохранили свою актуальность и после того, как процентные ставки упали снова. Установив компьютерные системы по контролю и регулированию денежных операций и оплатив связанные с этим расходы, финансисты, разумеется, не стали от них отказываться. Точно так же в жизнь и быт большинства рядовых потребителей прочно вошли кредитные карточки и фонды денежного рынка. Результатом этих процессов стал значительный инерционный эффект в спросе на деньги. Повышение процентных ставок уменьшило величину спроса на деньги, но их последующее понижение спрос на деньги не увеличило. В результате (графическая интерпретация дана на рис. 14.4) в семидесятые годы отмечался непрерывный рост скорости обращения денег (параметр  $M1$ ), причем этот рост не прерывался даже в период кратковременных понижений номинальных норм процента.

В восьмидесятые годы — во многом благодаря произошедшим на рубеже этих десятилетий нововведениям в финансовых сферах и новым законодательным актам — характер флуктуаций скорости обращения денег (параметр  $M1$ ). Влияние норм процента на этот процесс было несомненным, однако утверждать, что скорость обращения (параметр  $M1$ ) полностью стабилизировалась, означало бы погрешить против истины.

### **Скорость обращения денег (параметр $M2$ )**

Многие эксперты и экономисты ныне приписывают нестабильность скорости обращения денег (параметр  $M1$ ) тому факту, что Закон о Дерегулировании Депозитных Учреждений и Контроле за Денежным Обращением 1980 года в итоге способствовал размыванию граней между денежными параметрами  $M1$  и  $M2$  в их традиционной форме. После принятия этого законодательного акта процедура переводов активов, хранившихся в форме  $M1$ , в форму  $M2$  сильно упростилась как для фирм и деловых предприятий, так и для отдельных хозяйственных агентов и семейных хозяйств. Теперь рассмотрим изменения скорости обращения денег (параметр  $M2$ ).

Вернемся к хорошо знакомому нам рисунку 14.4. Из анализа приведенного на нем графика скорости обращения денег (параметр  $M2$ ) видно, что изменения скорости, рассматриваемые как реакция на законодательные акты 1980 года, были далеко не так разительны, как изменения скорости обращения денег (параметр  $M1$ ). Тем не менее флуктуации скорости обращения денег (параметр  $M2$ ) как до, так и после 1980 года, имели место. Следовательно, вопрос стабильности спроса на активы, хранящиеся в форме  $M2$ , тесно связан с альтернативной стоимостью их хранения в этом виде, — то есть с отражением связи изменения скорости обращения денег (параметр  $M2$ ) с рыночными процентными ставками.

Из рассмотрения графика, представленного на рисунке 15.2, очевидно, что существует весьма тесная зависимость между скоростью обращения денег (параметр  $M2$ ) и альтернативной стоимостью хранения этого вида активов, измеренной как разность между средней нормой процента, выплачиваемой по таким видам помещения денежных средств и типичной нормой процента, выплачиваемой, например, по трехмесячным векселям Государственного Казначейства США. То обстоятельство, что скорость обращения денег (параметр  $M2$ ) и, следовательно, спрос на деньги (рассматриваемые как денежный параметр  $M2$ ) более стабилен, заставило руководящие органы Федеральной Резервной Системы и некоторых независимых наблюдателей обратить самое пристальное внимание на денежные параметры более высоких порядков при разработке основных направлений денежно-кредитной политики.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Спрос на деньги зависит от того, какую часть своих портфелей активов хозяйственные агенты предпочитают держать в форме денег, а не в иных — менее ликвидных — формах, таких как акции, облигации, недвижимость и т. д. Это означает, что спрос на деньги правильно рассматривать как спрос на денежную массу, измеренный в конкретный момент времени (т. е. как категорию запаса — прим. пер.), а не как спрос на поток денег, исчисленный за определенный период времени.

2. Аналитическая форма основного положения классической теории спроса на деньги такова:  $MD = P_y/V$ . Стронники классической школы считали реальный доход ( $y$ ) и скорость обращения денег в движении доходов ( $v$ ) независимыми от измерения денежной массы, находящейся в обращении, параметрами. В этой трактовке классической теории величина спроса на деньги пропорциональна уровню цен ( $P$ ).

3. Дж. Кейнс определил три мотива, лежащих в основе спроса на деньги или предпочтения ликвидности — согласно его собственной терминологии. Под трансакционным мотивом он имел в виду спрос на деньги как средство платежа. Под мотивом предосторожности Кейнс подразумевал спрос на деньги как временное средство сбережения на случай возникновения непредвиденных обстоятельств. Он считал, что эти два источника спроса на деньги пропорциональны номинальному доходу. Спекулятивный мотив заставляет людей хранить свои активы в форме денег во избежание потерь капитала в периоды вероятного роста процентных ставок.

4. Современная теория денег рассматривает широкий спектр активов, которые могут быть включены в портфели хозяйственных агентов, и широкий спектр мотивов, обязывающих к хранению денег. Переменные величины, которые как полагают, влияют на формирование спроса на деньги включают в себя: реальный доход, уровень цен, реальную норму процента и предполагаемые темпы инфляции. В этой книге влияние спроса на деньги, реального дохода и уровня цен объединено понятием номинальный доход, а влияние реальной нормы процента и ожидаемых темпов инфляции понятием номинальной нормы процента. Таким образом, уравнение спроса на деньги может быть записано следующим образом:  $MD = f(y, R)$ . Такая функция графически представляема как совокупность кривых с отрицательным наклоном.

5. Вопрос стабильности спроса на деньги широко обсуждается в теории денег. При существовании стабильного спроса на деньги его величина меняется вполне предсказуемым образом, обусловленным незначительным числом переменных, среди которых основное место занимают номинальный доход и номинальная норма процента. Изменения в финансовом законодательстве конца семидесятых-начала восьмидесятых годов оказали значительное влияние, сформировавшее особенности спроса на деньги. В этот период спрос на деньги (параметр  $M1$ ) был весьма нестабилен, однако взаимная связь между спросом на деньги (в рамках обоих рассматриваемых денежных параметров —  $M1$  и  $M2$ ) и номинальными нормами процента была весьма велика.

### Термины для повторения

Портфель

Предпочтение ликвидности

Трансакционный мотив

Мотив предосторожности

Спекулятивный мотив

### Вопросы для повторения

1. Предположим, что ваш приятель говорит вам: «Эй! Взгляни-ка на этого парня в «Роллс-Ройсе»! У него, должно быть, куча денег!» Как вы расцените эту фразу — как замечание по поводу богатства владельца автомобиля или его потребности в значительном количестве денег? Объясните.

2. Выразите основной постулат классической теории спроса на деньги в аналитической форме.

3. Пречислите три основных кейнсианских мотива хранения денег. Как эти мотивы связаны с номинальным доходом и номинальной нормой процента?

4. Выразите основные положения современных теоретических воззрений спроса на деньги в аналитической форме. Почему базовое уравнение рассматриваемой теории в графической форме представимо как семейство кривых, а отнюдь не одна фиксированная кривая? Премияльный вопрос: каково выражение аналитических зависимостей, характеризующих подход современной теории к понятию спроса на деньги, в альтернативной форме, включающей понятие скорости обращения денег в движении доходов?

5. Как изменилась величина спроса на деньги, приходящаяся на один доллар номинального национального дохода в США, за последние двадцать пять лет? Обсудите эти трансформации с точки зрения влияния на них нормы процента, мер государственного регулирования сфер денежного обращения и финансовых инноваций.

### Темы для обсуждения

1. Перечислите ваш собственный портфель активов. Какую его часть вы храните в форме  $M1$ ? Есть ли у вас какие-либо активы в форме  $M2$ , как например сберегательные вклады или акции взаимных фондов денежных рынков? Какова стоимость принадлежащих вам потребительских товаров длительного пользования? Есть ли у вас какие-либо ценные бумаги или недвижимое имущество? Застрахована ли ваша жизнь? Пенсионное обеспечение? Меняется ли со временем часть вашего портфеля активов, хранимая в форме  $M1$ ? Если это так, то каковы причины этих изме-

нений? Имеет ли ваш личный спрос на деньги стабильную взаимосвязь с вашим доходом и существующими нормами процента? Обсудите эти вопросы.

2. На 1 января вы обладаете долгосрочной облигацией номинальной стоимостью 1000 долларов, приносящей доход в виде купонной ставки размером в 50 долларов каждые пятнадцатые числа июня и декабря. В настоящий момент рыночная цена таких облигаций точно соответствует их номинальной стоимости. Вы предполагаете, что за текущий год рыночная цена этих облигаций возрастет на 12,5 процентов. В каком случае ваше материальное положение улучшится в большей степени на 1 января следующего года — если вы будете держать облигацию на руках и получать доход по купонам, или если вы продадите ее с учетом вероятно изменения ее рыночной цены и будете держать вырученную сумму в форме не приносящих дохода денег? Мы предполагаем, что в данном случае не существует альтернативного выбора в помещении денег. Приведите детали вычислений.

3. При построении кривой спроса на деньги по горизонтальной оси обычно откладывается параметр, соответствующий количеству денег, находящихся в обращении, а номинальная норма процента — по вертикальной оси. Такая форма представления кривой спроса интерпретирует номинальную норму процента как «цену» (альтернативную стоимость) хранения денег, не приносящих доход в виде процента. Однако можно представить «цену» денег как количество товаров и услуг, на которые их можно обменять. Рассмотрев подобные предположения, можно ввести параметр, обратный  $P$  — абсолютному уровню цен на товары и услуги. Этот параметр  $1/P$  представляет собой «товарную цену» (покупательную способность — прим. пер.) денег. По аналогии со стандартной функцией спроса на деньги, характеризуемой уравнением  $MD = f(Y, R)$ , начертите альтернативную кривую спроса на деньги в следующих осях координат: ось  $X$  — номинальная величина спроса на деньги, ось  $Y$  — величина, обратная уровню цен  $1/P$ . Положительным или отрицательным будет наклон построенной кривой? Что произойдет с построенной кривой при изменении нормы процента? При изменении реального дохода?

4. Нарисуйте таблицу номинальных процентных ставок по казначейским векселям (2, 4, 6, 8, 10 и 12 процентов) и обозначьте три столбца А, В и С. Предположим, что казначейские векселя являются единственными субститутами денег. В колонку А запишите альтернативную стоимость хранения денег, допуская, что наличные деньги и не приносящие процентов вклады до востребования являются единственной формой денег. В колонку В запишите альтернативную стоимость хранения денег, предполагая наличие нау-счетов, приносящих доход на два процента ниже нормы процента по казначейским векселям. В колонке С запишите данные, аналогичные представленным в колонке В, но в предположении ограничения верхнего предела нормы процента по нау-счетам пятью процентами. В какой из колонок представленные данные будут соответствовать максимальной эластичности спроса на деньги по проценту? Минимальной эластичности? (Напомним, что эластичность спроса на деньги по проценту характеризует процентное изменение величины спроса на деньги, возникающее при изменении нормы процента казначейских векселей на 1 процент). Объясните ваш ответ.

# РАВНОВЕСИЕ НА РЫНКЕ ДЕНЕГ

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Показать, каким образом пересечение кривых спроса и предложения определяет равновесную номинальную норму процента на рынке денег.**
- 2. Указать тактические цели денежно-кредитной политики, обеспечивающие достижение вертикальных кривых предложения денег.**
- 3. Описать гибкую денежно-кредитную политику и объяснить ее сущность в рамках теории спроса и предложения денег.**
- 4. Обсудить меры денежно-кредитной политики, ведущие к формированию кривой предложения денег определенной конфигурации.**
- 5. Очертить эволюцию тактических целей денежно-кредитной политики, проводившейся Федеральной Резервной Системой со Второй Мировой войны до конца семидесятых годов.**
- 6. Обсудить состояние и современное развитие мероприятий Федеральной Резервной Системы, направленных на регулирование и контроль денежного обращения.**

В главах 10—14 настоящей книги рассматривались механизмы, посредством которых Федеральная Резервная Система (ФРС) регулирует величину предложения денег. Затем в главе 15 обсуждались факторы, определявшие величину спроса на деньги со стороны фирм, предприятий и семейных хозяйств. В настоящей главе сделан следующий шаг вперед в понимании происходящих процессов — ниже воедино сведены вопросы предложения и спроса денег. Это обстоятельство проливает дополнительный свет на взаимную связь денежной массы, дохода и норм процента.

**Рынок денег (финансовый рынок)** — сеть институтов, обеспечивающих взаимодействие предложения и спроса на деньги.

Экономисты обычно называют сеть институтов, обеспечивающих взаимодействие предложения и спроса на деньги, — **рынком денег** — и мы в дальнейшем будем следовать этой практике. Однако использовать этот термин необходимо с неко-

торой осторожностью. Поясним это обстоятельство. Во-первых, следует отметить, что термин «рынок денег» означает нечто другое, нежели район Уолл-стрит в Нью-Йорке, а именно — рынок краткосрочных высоколиквидных ценных бумаг, например, таких как казначейские векселя. Во-вторых, следует подчеркнуть, что деньги не «продаются» и не «покупаются» в том же смысле, что продаются и покупаются обыкновенные товары. Мы обычно считаем процесс купли-продажи как обмен товаров и услуг по ценам, измеренным в денежных единицах. Но при сделках на рынке денег — подразумевая смысл, который экономисты вкладывают в это понятие — деньги обмениваются на другие ликвидные активы по альтернативной стоимости, измеренной в единицах номинальной нормы процента. Но, несмотря на эти различия, знакомые концептуальные понятия предложения и спроса могут помочь нам в понимании сути событий, происходящих на рынке денег. Такая попытка и будет предпринята в настоящей главе.

## ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ РЫНКА ДЕНЕГ

### Установление равновесия

На рис. 16.1 приведены типичные кривые предложения и спроса денег. Как и ранее по горизонтальной оси отложено количество денег, находящихся в обращении, а по вертикальной оси — характерная краткосрочная норма процента из всей совокупности рыночных норм. Исходя из соображений удобства, будем обозначать ее как номинальную норму процента, и с ее помощью представлять альтернативную стоимость хранения не приносящих процентов денег.

Характерная форма кривой спроса изучена и обсуждена в главе 15. Форма кривой предложения денег, как мы увидим в дальнейшем, во многом зависит от денежно-кредитной политики, проводимой ФРС. В этом разделе мы примем упрощающее допущение, считая в дальнейшем, что денежно-кредитная политика ФРС стремится удерживать совокупные резервы банковской системы на фиксированном уровне, независимо от изменений номинальной нормы процента. Также определим фиксированный денежный мультипликатор равным 2,5. В рамках принятых допущений кривая предложения денег представляет собой вертикальную линию, перпендикулярную оси абсцисс в точке, соответствующей 200 миллиардам долларов (при условии, что ФРС обеспечивает в качестве резервов сумму, равную 80 миллиардам долларов).

Как и на любом ином рынке, равновесие на финансовом рынке имеет место в точке пересечения кривых спроса и предложения. Равновесие на рынке денег означает равенство количества денег, которое хозяйственные агенты хотят сохранить в своих портфелях активов, количеству денег, предлагаемому ФРС при осуществлении текущей денежно-кредитной политики.

Исходя из данных, представленных на рис. 16.1, при заданном в 200 миллиардов долларов предложении денег, равновесие спроса и предложения имеет место при номинальной норме процента равной 10%. При любой другой процентной ставке равновесие невозможно. Предположим, что процентная ставка составила не 10%, а 8%. Меньшая процентная ставка сократила альтернативную стоимость хранения денег, и это обстоятельство увеличило количество денег, потребное всем обладателям портфелей активов с 200 млрд. долларов до 250 млрд. долларов, как следует из изучения рис. 16.1. Это привело бы к тому, что хозяйственные агенты начали продавать свои альтернативные деньгам активы — такие как облигации и казначейские векселя — стремясь увеличить свои денежные сбережения в их чистом виде. Поступая таким образом, они понижают рыночные цены на эти виды активов и, вместе с тем, увеличивают общий доход от их рыночных продаж. Однако до тех пор пока мы допускаем наличие постоянного банковского резерва определенного размера и фиксированного денежного мультипликатора, продажа ценных бумаг не увеличивает общее количество предлагаемых денег. Подобные сделки лишь перемещают некое количество денег из портфелей одних хозяйственных агентов в портфели других фирм и семейных хозяйств. И этот процесс продолжается до повышения процентной ставки до 10% — то есть такой величины нормы процента, при которой 200 миллиардов долларов, предлагаемые банковской системой, полностью удовлетворяют потребности в деньгах со стороны хозяйственных агентов. Таким образом, никакая иная норма процента в этих условиях не может создать равновесие в спросе и предложении денег на рынке денег.

Подобные рассуждения можно повторить, иллюстрируя невозможность достижения равновесия при норме процента, превышающей отметку 10%. Предположим, что норма процента вдруг подскочила бы до 12,5%. При существовании такой процентной ставки хозяйственные агенты считали бы целесообразным держать в форме денег



### Деньги: предложение и спрос

Данный рисунок иллюстрирует взаимодействие спроса и предложение на финансовом рынке и определяет положение их равновесия применительно к денежной массе, находящейся в обращении, и номинальной норме процента. Вертикальность кривой предложения денег свидетельствует о том, что ФРС предпринимает все необходимые действия для поддержки неизменного состояния денежной массы на уровне 200 млрд. долларов, независимо от вариаций номинальной нормы процента. Из анализа представленных графиков видно, что хозяйственные агенты будут держать на руках точно 200 миллиардов долларов лишь при процентной ставке равной 10%. При более низкой норме процента, хозяйственные агенты будут стараться увеличить количество денег в своих портфелях, тем самым толкая вниз цены на ценные бумаги, а норму процента — вверх, достигая тем самым равновесия. При более высокой процентной ставке хозяйственные агенты будут пытаться уменьшить количество денег, находящихся в их портфелях, тем самым толкая вверх цены на ценные бумаги, а норму процента — вниз, опять пытаясь достичь равновесия.

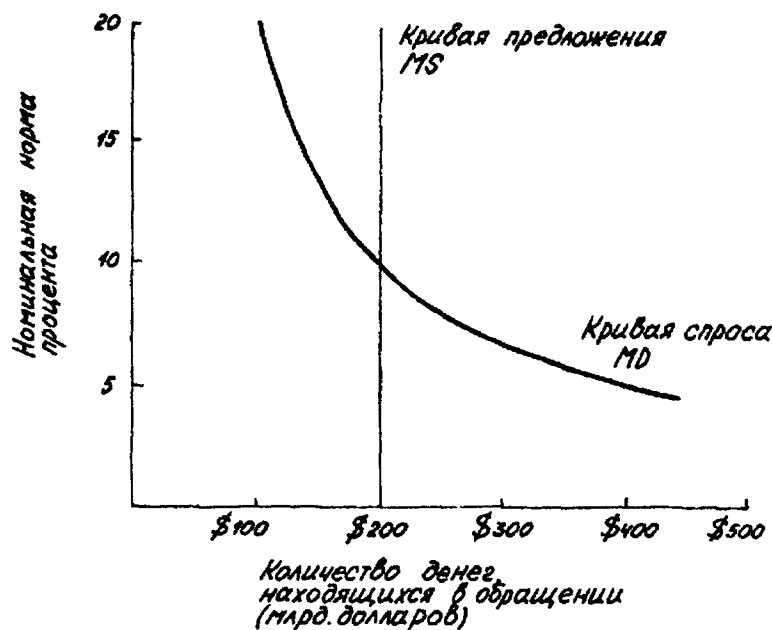


Рис.16.1

лишь 160 миллиардов долларов из общей величины своих портфелей активов, тогда как банки, располагая обеспеченными ФРС резервами, предложили им 200 миллиардов долларов. Однако вся банковская система не в силах заставить хозяйственных агентов держать большее количество денег, чем они сами того пожелают. Для того, чтобы перевести их излишние резервы в приносящие доход в виде процента активы, расширяя таким образом масштабы предложения денег, банки должны обеспечить для этого условия, приемлемые для хозяйственных агентов. Одним из таких способов — самим банкам войти на рынок ценных бумаг в качестве покупателей, набавляя тем самым на них цену и понижая существующую норму процента. Или расширить масштабы своих кредитных операций, предлагая заемщикам более привлекательную норму ссудного процента. В любом из рассмотренных случаев рынок денег может достичь состояния равновесия, когда хозяйственные агенты будут держать в своих портфелях активов ровно столько денег, сколько предлагают банки, тогда и только тогда, когда процентная ставка упадет до 10%.

### Последствия изменений в предложении денег

Осознав суть понятия равновесия на рынке денег, нетрудно оценить влияние изменений, возникающих в спросе или предложении денег. Сначала остановимся на примере, иллюстрирующем изменения в предложении денег (рис. 16.2). Первоначально рынок денег находится в равновесии (точка E<sub>1</sub> на рис. 16.2), при предложении денег равном 250 миллиардов долларов и норме процента равной 8%. Затем ФРС производит продажу ценных бумаг на открытом рынке, истощая резервы банковской системы на 36 миллиардов долларов. Учитывая, что принятый нами денежный мультипликатор равен 2,5, эта операция приведет к тому, что количество денег, находящихся в

обращении, упадет на 90 миллиардов долларов и составит, соответственно 160 миллиардов долларов. Такая процедура сдвинет кривую предложения денег с  $MS_1$  до  $MS_2$  (см. рис. 16.2).

#### Последствия изменений в предложении денег

Данный рисунок иллюстрирует последствия произошедшего уменьшения предложения денег. Процесс начинается с продажи Федеральной Резервной Системой ценных бумаг на открытом рынке, которая несколько истощает резервы банковской системы. Сдвиг влево кривой предложения денег демонстрирует, что в создавшихся условиях банки способны предложить лишь 160 миллиардов долларов вместо 250 миллиардов долларов. Банкам приходится приводить в соответствие с уменьшением суммы резервов свои балансовые отчеты путем продажи ценных бумаг, ужесточая условия кредита и отзывая представленные до востребования ссуды. По мере того, как эти мероприятия увеличивают процентные ставки на всех без исключения рынках кредитов, хозяйственные агенты адаптируются к новым условиям, уменьшая количество денег в своих портфелях активов. В новой точке равновесия рынка денег  $E_2$  номинальная норма процента выше, а количество денег, находящихся в обращении, меньше, чем в первоначальной точке равновесия  $E_1$ .

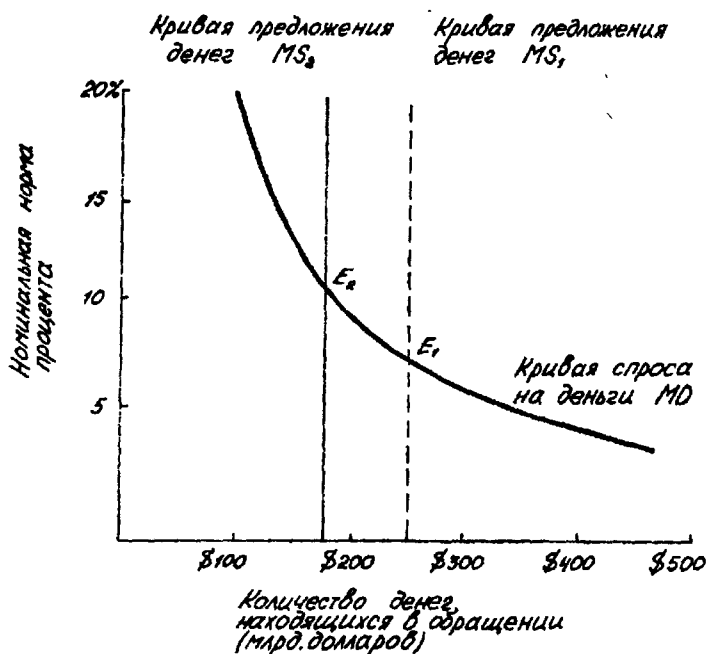


Рис. 16.2

Располагая новым уровнем резервов, банки оказываются не в состоянии обеспечить предложение денег в первоначальном количестве равном 250 миллиардов долларов, которое предпочитают держать на руках хозяйственные агенты при восьмипроцентной номинальной норме процента. Чтобы избежать грядущего дефицита резервов, банки должны привести в соответствие свои балансовые отчеты. Некоторые из них увеличат резервы путем продажи принадлежащих им ценных бумаг, понижая таким образом их рыночную цену. Другие банки могут увеличить свои резервы путем отзыва ссуд до востребования, а также отказываясь ссужать средства, являющиеся доходами от предоставленных ранее кредитов. Такие мероприятия ужесточают условия получения кредита на рынке ссуд и способствуют росту процентных ставок. Кроме того, некоторые банки могут попытаться увеличить свои резервы путем взятия ссуд у других банков на рынке федеральных резервных фондов<sup>1</sup>. Однако в условиях общей для всей банковской системы нехватки резервов, это подтолкнет вверх процентную ставку при совершении

<sup>1</sup> Один из способов продажи (предоставления) федеральных фондов — заключение контракта с банком, испытывающим нужду в средствах, о покупке у него ценных бумаг и их последующей перепродажей. В соответствии с соглашением заемщик резервов (продавец ценных бумаг) обязуется выкупить свои ценные бумаги по установленной цене в указанное время. — прим. пер.

подобных операций. Резюмируя, можно сказать, что реакция банковской системы на уменьшение резервов приведет к увеличению и росту процентных ставок на всех без исключения рынках кредитов.

По мере роста процентных ставок, хозяйственные агенты в свою очередь будут приспосабливаться к новым условиям. Столкнувшись с увеличением альтернативной стоимости хранения денег, они начнут обмен денег на иные активы, приносящие все более высокий доход. Такие перетурбации соответствуют движению вверх и влево вдоль кривой спроса на деньги. Когда номинальная норма процента достигает отметки в 12,5%, количество денег, которое в конечном итоге хозяйственные агенты предпочтут хранить, совпадает с количеством денег, предлагаемым банковской системой. Таким образом, экономическая система достигнет нового положения равновесия в точке  $E_2$  (рис. 16.2).

Увеличение предложения денег запускает рассмотренные процессы в противоположную сторону. Рассмотрим проводимую ФРС скупку ценных бумаг на открытом рынке, сдвигающую кривую предложения денег из положения  $MS_2$  в положение  $MS_1$ . Пытаясь максимально задействовать вновь поступившие резервы, банки начинают покупать ценные бумаги и облегчают условия предоставления кредитов. Уменьшение процентных ставок повышает количество денег, находящихся в портфелях активов и фирм, и семейных хозяйств. Таким образом, рынок денег движется вправо и вниз по кривой спроса на деньги к новому положению равновесия.

### Последствия изменений в спросе на деньги

В предыдущем разделе мы предположили, что спрос на деньги не изменяется совокупно с изменением предложения денег на рынке. Теперь мы сделаем обратное предположение и исследуем последствия изменения спроса на деньги, допуская, что предложение денег остается на постоянном уровне.

Рассмотренные в главе 15 изменения номинального национального дохода вскрыли одну из причин изменения спроса на деньги. При прочих равных условиях и заданной номинальной норме процента люди будут хранить больше денег, если их доходы скромнее. Таким образом, увеличение номинального национального дохода сдвигает кривую спроса на деньги вправо-вверх, а уменьшение номинального национального дохода — влево-вниз. В главе 15 также показано, что другие факторы, включая изменения в промышленном развитии и уровне технологий, богатства, ожиданиях хозяйственных агентов, мерах государственного регулирования экономикой, практике платежей способны изменить спрос на деньги, и, соответственно, сдвинуть кривую его графической интерпретации. На рисунке 16.3 продемонстрировано воздействие увеличения спроса на деньги. Начнем наш анализ, считая, что рынок денег находится в состоянии равновесия (точка  $E_1$  на рис. 16.3). Федеральная Резервная Система обеспечивает банки необходимыми резервами, что дает возможность предоставить экономической системе 200 миллиардов долларов, а номинальная норма процента составляет 10%.

### Последствия изменений в спросе на деньги

Данный рисунок иллюстрирует последствия произошедшего роста спроса на деньги. Первоначально рынок денег находится в состоянии равновесия в точке  $E_1$ , а номинальная норма процента составляет 10%. Рост номинального национального дохода сдвигает кривую спроса на деньги из положения  $MD_1$  вправо — вверх в положение  $MD_2$ . При исходной процентной ставке хозяйственные агенты хотели бы держать 300 миллиардов долларов в форме денег в своих портфелях активов, несмотря на то, что банковская система в состоянии предложить лишь 200 миллиардов долларов. Хозяйственные агенты предпринимают попытку приобрести больше денег, продавая ценные бумаги и испрашивая ссуды. Эти действия приводят к повышению номинальной нормы процента до 15%, что обеспечивает соответствие количества денег, находящихся в обращении, — 200 миллиардов долларов, количеству денег, хранящихся в портфеле активов хозяйственных агентов, в полном соответствии с их желаниями. Рынок денег, таким образом, достигает нового положения равновесия.

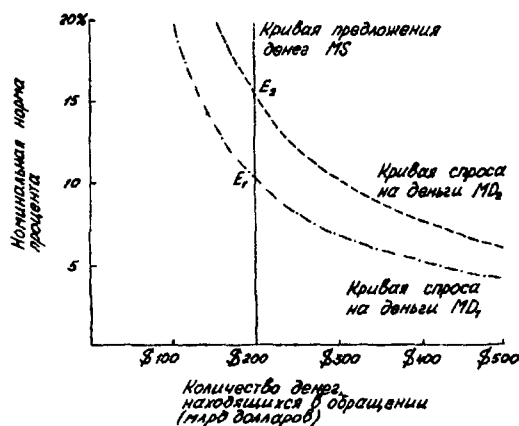


Рис. 16.3

Далее предположим, что некие обстоятельства — скажем, увеличение номинального национального дохода — увеличивают величину спроса на деньги при существующей процентной ставке. На графике это проявится как сдвиг вправо — вверх кривой спроса на деньги с  $MD_1$  на  $MD_2$ . Это приведет к тому, что при исходной номинальной норме процента, равной 10%, хозяйственные агенты захотят держать больше денег в своих портфелях активов. Любая фирма или семейное хозяйство смогут увеличить количество денег в своих портфелях активов, продавая иные виды активов — как например акции и облигации — за деньги или испрашивая ссуду. Когда в одно и то же время большое количество хозяйственных агентов проводят аналогичные мероприятия, понижается рыночная цена ценных бумаг и повышается общий доход от продажи на рынке ценных бумаг. Те, кто пытается приобрести деньги, испрашивая ссуду, способствуют увеличению нормы ссудного процента.

Но, несмотря на определенные усилия хозяйственных агентов увеличить количество хранящихся в их портфелях денег, банковская система не способна предложить их в ином — большем — количестве. Мы предложили, что резервы банковской системы способны предложить только 200 миллиардов долларов в форме денег, что иллюстрируется на рис. 16.3 вертикальной кривой предложения денег (в этом случае по мере роста номинальной нормы процента величина предложения денег не увеличивается, обеспечивая растущий спрос на деньги). Таким образом, рынок денег может вернуться к состоянию равновесия тогда и только тогда, когда процентные ставки повысятся достаточно высоко, приводя в соответствие величину спроса на деньги с величиной их предложения. На рис. 16.3 новое положение равновесия достигается при номинальной норме процента равной 15% (точке пересечения кривых  $MS$  и  $MD_2$ ).

Уменьшения спроса на деньги запускает рассмотренные процессы в противоположную сторону. Предположим, что кривая спроса на деньги сдвинулась влево — вниз, с  $MD_2$  на  $MD_1$  из первоначального положения равновесия (точка  $E_2$  на рис. 16.3.) В этом случае доля денег в портфеле активов хозяйственных агентов была бы больше, чем это совпадало бы с их желаниями. Хозяйственные агенты моментально начнут структурные изменения в своих портфелях активов, либо используют деньги для погашения взятых ранее ссуд. Такие действия, предпринятые одновременно и во множестве, взвинтят цены на ценные бумаги и понизят норму ссудного процента, однако не смогут изменить количество денег, находящихся в обращении, которое предлагает им банковская система. Равновесие на рынке денег было бы достигнуто только тогда, когда процентные ставки упали бы до уровня, обеспечивающего соответствие количества денег, находящихся в обращении, количеству денег, размещенных в портфелях активов хозяйственных агентов.

## СТРАТЕГИИ УПРАВЛЕНИЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКОЙ И ПРЕДЛОЖЕНИЕ ДЕНЕГ

До сего момента мы имели дело с вертикальной кривой, характеризующей предложение денег. Подобная кривая указывает на то, что количество денег, предлагаемое банковской системой, остается постоянным независимо от изменений номинальной нормы процента или спроса на деньги. Однако выбор кривой предложения денег именно в такой форме исчерпывается обстоятельствами удобства изложения материала. Реальная форма кривой предложения денег зависит от тактической цели, определяемой Федеральной Резервной Системой для проведения своих операций на открытых рынках ценных бумаг. Со временем тактические цели меняются, а вместе

с ними меняются и формы кривых предложения денег. В следующем разделе настоящей главы мы рассмотрим взаимосвязь тактических целей с формами кривых предложения денег и потенциальные преимущества и недостатки различных целей. В заключительном разделе мы проследим трансформацию тактических целей в ее историческом аспекте.

**Тактическая цель** — задача денежно-кредитной политики, проводимой ФРС, которая достигается путем проведения ряда последовательных операций на открытом рынке.

### Пристальный взгляд на вертикальную кривую предложения денег

Вертикальная кривая предложения денег соответствует тактической цели поддержания неизменным количества денег, находящихся в обращении. При постановке подобной задачи — сохранении неизменной денежной массы при меняющихся условиях рынка — ФРС приходится прибегать к любым необходимым для этого действиям. В предыдущем разделе мы исходили в своих рассуждениях из упрощающего допущения о неизменности совокупных резервов и денежного мультипликатора при изменении номинальной нормы процента. Однако, как показывает практика, подобные вещи происходят совсем не так просто.

**Избыточные резервы и норма процента.** Принято считать, что уровень избыточных резервов банка (образованный вследствие неожиданного притока вкладов или сокращения ссуд — прим. пер.) обычно изменяется обратно пропорционально существующей процентной ставке. Как мы видели ранее в главе 5, банки, обладающие избыточными резервами, несут потери от неиспользованных возможностей, равные проценту от размещения этих средств в виде не приносящих дохода депозитов в Федеральном Резервном банке. А ведь можно избежать этих потерь, переводя эти средства в приносящие доход вторичные резервы. Это обстоятельство само по себе подчеркивает, что банки всегда будут стремиться свести свои избыточные резервы до нуля. Однако им приходится учитывать соотношение между альтернативной стоимостью хранения избыточных резервов и транзакционными затратами, связанными с операциями на рынке федеральных резервных фондов, и временными издержками по

клирингу чеков. Исходя из существования вышеуказанных транзакционных затрат, можно с уверенностью сказать, что уровень избыточных резервов, потребных банковской системе в целом, никогда не упадет до нуля. Однако, вполне справедливо положить, что увеличение нормы процента и, вместе с ней, альтернативной стоимости хранения избыточных резервов, приведет к усилению банковских стремлений по преобразованию своих избыточных резервов в активы, приносящие доход в виде процентов.

В соответствии с тем, что уровень избыточных резервов будет изменяться обратно пропорционально процентной ставке, денежный мультипликатор будет связан с процентной ставкой прямой пропорциональной зависимостью. Отсюда следует, что при сохранении Федеральной Резервной Системой своих совокупных резервов на постоянном уровне при изменении нормы процента (см. уравнение 10.4), кривая предложения денег обрела бы наклон вправо — вверх. Для того, чтобы поддержать имевший место ранее вертикальный характер кривой предложения денег, ФРС пришлось бы прибегнуть (с целью компенсации роста денежного мультипликатора) к защитной продаже ценных бумаг на открытом рынке, которая уменьшила бы величину суммарных резервов. Аналогично любое уменьшение денежного мультипликатора должно быть скомпенсировано покупкой ценных бумаг на открытом рынке, которая увеличивает сумму совокупных резервов.

**Резервы, полученные путем займов и норма процента.** В банковской системе, характерной для сегодняшнего дня, избыточные резервы сохраняются на таком низком уровне, что изменения в их объеме не вызывают значительных изменений в предложении денег. Однако, возникает необходимость компенсировать другой — более мощный — источник изменения на рынке денег. Подобные изменения возникают вследствие колебания уровня резервов, полученных путем займов у ФРС через «учетное окно».

С точки зрения конкретно взятого банка, получение займа у ФРС через «учетное окно» или получение займа у другого банка на рынке федеральных резервных фондов — один из методов мобилизации средств для корректировки состояния резервов, альтернативный путь приобретения резервов на короткий период времени. На выбор источника привлечения резервов влияет относительная стоимость федеральных резервных фондов. Цена приобретения федеральных резервных фондов зависит от взимаемой процентной ставки (нормы процента федеральных резервных фондов). С другой стороны, банки, прибегающие к займам у ФРС через «учетное окно», рассчитываются с ФРС согласно существующему учетному проценту (норме дисконта), устанавливаемого Федеральной Резервной Системой. Кроме того, банки, привлекая крупные займы через «учетное окно», несут дополнительные затраты, обусловленные в этом случае неким административным давлением со стороны ФРС<sup>1</sup>. Спротивление этому влиянию отчасти зависит от существующего разрыва между учетным процентом ФРС и нормой процента федеральных резервных фондов. Как показано на рис. 16.4, увеличение процентной ставки федеральных резервных фондов выше учетного процента приводит к увеличению операций через «учетное окно». Уменьшение этого разрыва снижает количество подобных операций.

#### Займы, полученные через «учетное окно» и нормы процентов

Как показывает эта схема, банки чаще всего прибегают к займам посредством «учетного окна» Федеральной Резервной Системы, когда рыночная норма процента, особенно процентная ставка федеральных резервных фондов, превышает учетную ставку. В результате (если только ФРС не прибегает к компенсирующим операциям и защитным мерам на открытом рынке ценных бумаг) количество денег, находящихся в обращении, увеличивается синхронно с увеличением номинальных норм процента и уменьшается с их соответственным понижением.

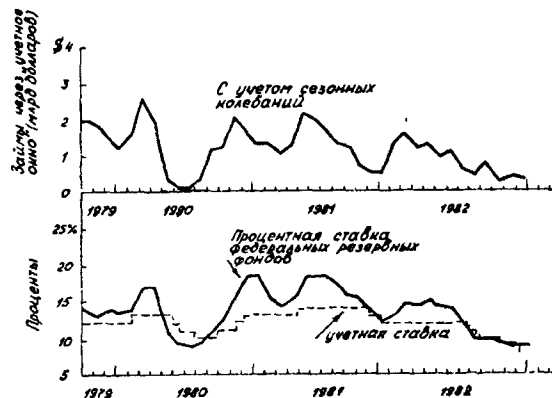


Рис. 16.4

<sup>1</sup> Получение займа у ФРС в американской экономике рассматривается, как привилегия, а не право, вытекающее из членства в ней. Заметим, что банки, не являющиеся членами ФРС могут получать аналогичные займы у соответствующих банков-корреспондентов.— прим. пер.

Такая тенденция в изменении общего количества займов через «учетное окно» в зависимости от колебаний процентной ставки федеральных резервных фондов и, следовательно, всех других рыночных норм процента имеет прямое отношение к предложению денег на рынке и описывающей его кривой предложения денег. Посредством проведения операций на открытом рынке ценных бумаг ФРС может регулировать объем независимых (от займа) резервов, хранящихся в недрах банковской системы. Однако, поддерживая этот вид резервов на постоянном уровне, уровень совокупных резервов будет пропорционален изменению нормы процента, так как именно таким образом происходит изменение уровня резервов, полученных путем займов. То есть при сохранении постоянным уровня независимых резервов, изменение уровня резервов, полученных путем займов, даст дополнительный (наряду с изменением уровня избыточных резервов) стимул изменения предложения денег на рынке и, следовательно, наклона кривой предложения денег.

Для поддержания кривой предложения денег в строго вертикальном состоянии ФРС может предпринять один из двух существующих для этого способов. Во-первых, ФРС может провести ряд защитных операций на открытом рынке ценных бумаг, компенсируя изменения в уровнях резервов, полученных путем займов, и избыточных резервов, направляя в противоположную сторону изменения уровня независимых (от займов) резервов. Во-вторых, ФРС может использовать учетную ставку для гибкого реагирования на возникающие изменения рыночной нормы процента. Как показывает рис. 16.4, в прошлом величина учетной ставки отставала от процентной ставки федеральных резервных фондов. Это означало, что стимулы прибегать к займам посредством «учетного окна» возрастали и уменьшались синхронно с ростом и падением рыночных процентных ставок. И наоборот, при строго синхронных изменениях ставки вкуче с изменениями рыночных процентных ставок, зависимость привлечения взятых в заем резервов от существующей рыночной нормы процента в значительной степени пропадает.

#### Горизонтальная кривая предложения денег

На рис. 16.5 представлена горизонтальная кривая предложения денег. Возникновение кривой предложения денег происходит тогда, когда ФРС в качестве своей тактической цели избирает фиксацию номинальной нормы процента на постоянном уровне. Путем проведения операций на открытом рынке

Гибкая денежно-кредитная политика — сохранение Федеральной Резервной Системой постоянного уровня номинальной нормы процента в качестве тактической цели, обеспеченное необходимыми операциями на открытом рынке.

осуществляется регулирование резервами, обеспечивающий фиксированный уровень номинальной нормы процента, определенный тактической задачей, несмотря на возможные изменения процентных ставок, обусловленные воздействием рыночных процессов. Политика подобного рода часто называется **гибкой денежно-кредитной политикой**.

#### Горизонтальная кривая предложения денег

На данном рисунке рассматривается горизонтальная кривая предложения денег, полученная в результате проведения ФРС определенной политики. Поставленная тактическая цель состояла в сохранении десятипроцентного уровня номинальной нормы процента и выполнялась при помощи ряда мероприятий на открытом рынке ценных бумаг, приводя в соответствие с поставленной целью уровень предложения денег. Сдвиг в спросе на деньги с точки  $E_1$  к точке  $E_2$  стремится увеличить рыночные процентные ставки. В качестве стабилизирующей меры ФРС проводит покупки на открытом рынке ценных бумаг, расширяя тем самым резервы банков и увеличивая предложение денег в степени, достаточной для сохранения процентных ставок на прежнем уровне. Такой тип финансовой политики часто называют **гибкой денежно-кредитной политикой**.

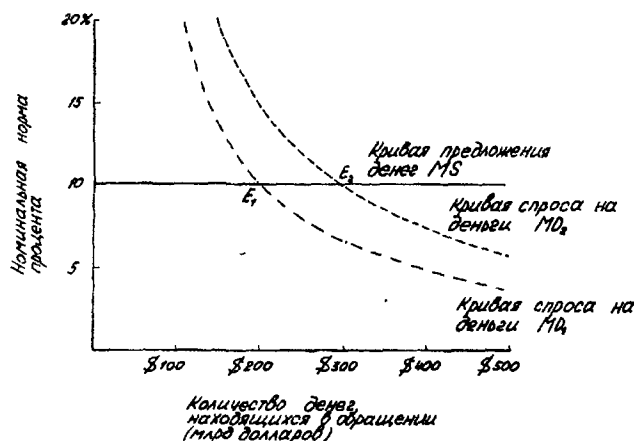


Рис. 16.5

Предположим, что рынок денег первоначально находится в равновесии в точке  $E_1$  (рис. 16.5). Количество денег, находящихся в обращении, равно 200 миллиардов долларов, а норма процента составляет 10% в год, что рассматривается как тактическая цель ФРС. Положим, что увеличение номинального национального дохода сдвигает кривую спроса на деньги вправо — с  $MD_1$  на  $MD_2$ .

Рост спроса на деньги оказывает повышающее давление на существующую норму процента. По мере того как норма процента начинает превышать десятипроцентный уровень, определенный ранее как тактическая цель, ФРС отвечает на эти изменения, производя покупки на открытом рынке ценных бумаг. Такие приобретения увеличивают банковские резервы, которые банки пускают в оборот, предоставляя новые займы и приобретая ценные бумаги для своих собственных портфелей активов. Процесс использования избыточных резервов увеличивает рост денежной массы, находящейся в обращении. Покупки на открытом рынке будут продолжены до тех пор, пока не образуется достаточное количество новых денег, обеспечивающее соответствие спроса и предложения денег при неизменной норме процента (что, как уже указывалось, составляет тактическую цель ФРС на рассматриваемом этапе). В таком случае рынок денег достигнет нового положения равновесия в точке  $E_2$  (рис. 16.5). Количество денег, находящихся в обращении, возрастет с 200 до 300 миллиардов долларов, а номинальная норма процента не изменится и останется равной 10%.

### Наклонная кривая предложения денег

На рис. 16.6 представлен еще один возможный случай — наклонная кривая предложения денег. Кривая предложения денег такой формы подразумевает проведение Федеральной Резервной Системой следующей политики: ФРС реагирует на увеличение спроса на деньги, обеспечивая некоторый рост количества денег, находящихся в обращении, но в количестве, недостаточном для поддержания номинальной нормы процента на фиксированном уровне. Например, мы имеем кривую предложения денег  $MS_1$ ; сдвиг в спросе на деньги с  $MD_1$  на  $MD_2$  перенесет точку равновесия экономической системы из  $E_1$  в  $E_2$ . Таким образом, номинальная норма процента вырастет с 10% до 14%, но и количество денег, находящихся в обращении увеличится с 200 миллиардов до 280 миллиардов долларов.

### Наклонная кривая предложения денег

Денежно-кредитная политика ФРС, допускающая увеличение количества денег, находящихся в обращении, но в степени недостаточной для предотвращения повышения номинальной нормы процента, приводит к предложению денег, графически интерпретируемому наклонной кривой предложения денег. Этот случай показан на данном рисунке. При проведении в жизнь подобной политики изменение спроса на деньги с  $MD_1$  на  $MD_2$  при прежнем предложении денег  $MS_1$  перенесет точку равновесия на рынке денег из точки  $E_1$  в точку  $E_2$ . Увеличение спроса на деньги вызовет как рост количества денег, находящихся в обращении, так и увеличение номинальной нормы процента. С другой стороны, изменение предложения денег с  $MS_1$  на  $MS_2$  при прежнем спросе на деньги  $MD_1$  вызывает уменьшение номинальной нормы процента, сопровождаемое увеличением количества денег, находящихся в обращении. В этом случае равновесие на рынке денег перейдет из точки  $E_1$  в точку  $E_3$ .

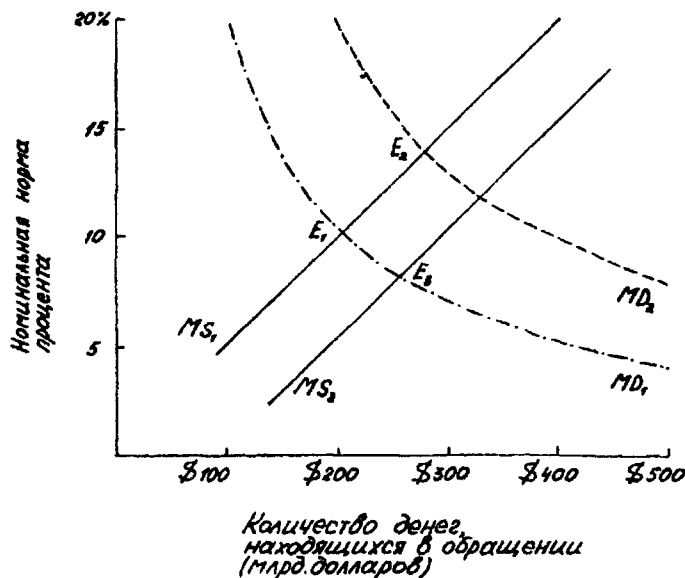


Рис. 16.6

В качестве примера денежно-кредитной политики, обеспечивающей существование предложения денег, описываемого кривой подобного типа, рассмотрим ситуацию при которой ФРС в качестве тактической цели рассматривает постоянство независимых резервов. Как мы видели раньше, постоянство резервов подобного типа ведет к увеличению количества денег, находящихся в обращении, при увеличении процентных ставок, так как в этом случае уровень резервов, полученных путем займов, увеличивается, а уровень избыточных резервов уменьшается. Такая денежно-кредитная политика может частично нивелировать возникающий сдвиг в спросе на деньги без особой необходимости проведения активных операций на открытом рынке ценных бумаг.

ФРС может варьировать угол наклона кривой предложения денег. Так, кривая предложения денег пройдет менее круто по отношению к оси абсцисс (приблизится к горизонтальной кривой — прим. пер.) при условии, что ФРС проведет покупку на открытом рынке ценных бумаг при повышении номинальных норм процента и, соответственно, продажи — при ее уменьшении. Заметим, что чем круче наклонена кривая предложения денег (приближается к вертикальной кривой — прим. пер.), тем существеннее эффект в спросе на деньги на номинальную норму процента, и тем меньшее влияние он оказывает на количество денег, находящихся в обращении. И наоборот, чем ближе кривая предложения денег к горизонтальной кривой, тем существеннее эффект сдвига в спросе на деньги на количество денег, находящихся в обращении, и тем меньшее влияние он оказывает на номинальную норму процента.

### Выбор тактических целей

Какая тактическая цель — то есть, какая форма кривой предложения денег — лучше? Полный и подробный ответ на этот вопрос будет дан в последующих главах, так как он потребует привлечения дополнительных инструментов анализа. Однако этот вопрос стоит того, чтобы провести его предварительное обсуждение.

Эта проблема во многом определяется влиянием изменений в спросе на деньги на соответствующие изменения количества денег, находящихся в обращении, и номинальной нормы процента при различных тактических целях. Тактическая цель, обусловленная сохранением в обращении постоянной денежной массы, приводит к вертикальной кривой предложения денег. В этом случае изменения в спросе на деньги влияют лишь на норму процента, не затрагивая количество денег, находящихся в обращении. Другой крайний случай — тактическая цель, обусловленная сохранением постоянства нормы процента; в этом случае сдвиг в спросе на деньги влияет лишь на изменение количества денег, находящихся в обращении, не затрагивая фиксированную норму процента. При наклонной кривой предложения денег как количество денег, находящихся в обращении, так и номинальная норма процента реагирует на сдвиг спроса на деньги.

Изменения в норме процента имеют существенное значение, поскольку они влияют на уровень реальной экономической активности. Повышение номинальных норм — при равных условиях — не способствует взятию займов. Это приводит к снижению общих расходов производственного и непромышленного назначения и общего объема производства, особенно в таких чувствительных к изменению процентных ставок отраслях экономики, как жилищное и гражданское строительство, автомобилестроение, производство капитального оборудования. С другой стороны, изменения количества денег, находящихся в обращении, также имеют определенное значение. Как мы уже видели ранее, подобные изменения могут послужить причиной изменений в реальном объеме производства и уровне цен.

Какая денежно-кредитная политика лучше? Реагирующая на изменения в спросе на деньги посредством управления процентными ставками, управлением количеством денег, находящихся в обращении, или комбинация этих вариантов? Ответ зависит от причин произошедшего сдвига в спросе на деньги. Рассмотрим три случая.

1. Сдвиг в спросе на деньги происходит из-за изменений в скорости обращения денег. Эти изменения могут возникнуть вследствие изменений в правилах банковских операций или в общей стратегии контроля и регулирования денежного обращения. В этом случае желательно изолировать реальные экономические сферы от последствий изменений скорости обращения денег, позволяя количеству денег, находящихся в обращении, изменяться в той же пропорции, что и скорость обращения денег, лишь поменяв направление этих изменений на противоположное. Эта процедура сохранит номинальную норму процента, реальный объем производства и абсолютный уровень цен постоянными величинами. Таким образом, в этом случае желательна горизонтальная кривая предложения денег.

2. Сдвиг в спросе на деньги происходит вследствие изменений в реальном объеме производства в процессе делового цикла. Вероятно, в этом случае разумно дать процентным ставкам подняться, сглаживая циклическое расширение, или опуститься, сглаживая циклическое сжатие. В этом случае желательны наклонная или вертикальная кривые предложения денег.

3. Сдвиг в спросе на деньги происходит вследствие растущего уровня цен. В этом случае рост количества денег, находящихся в обращении, в ответ на изменения в спросе на деньги лишь подольет масла в пламя инфляции. Вероятно, необходимо сопротивляться инфляционным процессам, сохраняя в обращении постоянное количество денег и «отпустив на свободу» номинальную норму процента. В этом случае наилучшей окажется вертикальная кривая спроса на деньги.



На практике сдвиги кривых спроса на деньги появляются вследствие целой совокупности причин, так что ни одна из рассмотренных тактических целей полностью не соответствует реальным условиям. В следующем разделе мы увидим, что на протяжении значительной части послевоенного периода<sup>1</sup> в истории США, Федеральная Резервная Система задавалась тактическими целями, обеспечивавшими наклонный характер кривой предложения денег, причем угол ее наклона варьировался — в зависимости от существовавших условий — в сильной степени. В последующих главах (а в особенности в главе 20) мы рассмотрим стратегические вопросы денежно-кредитной политики в контексте более полной модели существующих в экономике процессов.

## ЭВОЛЮЦИЯ СТРАТЕГИИ ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ В УПРАВЛЕНИИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКОЙ

В течение последних десятилетий стратегия Федеральной Резервной Системы в управлении денежно-кредитной политикой несколько раз претерпевала существенные изменения. Эти изменения частью возникали в ответ на изменения политического курса, частью — на изменения в окружающих экономических сферах, а частью — как ответ на лучшее понимание последствий «волевых» решений в сфере денежно-кредитного регулирования. В настоящем разделе мы рассмотрим основные моменты денежно-кредитной политики в период со Второй Мировой войны по наши дни.

### Вторая Мировая война и максимальный уровень нормы процента

В период с 1941 по 1951 годы Федеральная Резервная Система, преследуя вполне определенные политические цели, всеми силами пыталась удерживать процентные ставки на ценные бумаги федерального правительства (в первую очередь обязательства казначейства США) на фиксированном максимальном уровне или ниже его. Проводя в это период гибкую денежно-кредитную политику, ФРС обеспечивала предложение денег, соответствующее горизонтальной кривой. Максимальные процентные ставки варьировались в зависимости от срока погашения долговых обязательств следующим образом:

- казначейские векселя, 90 дней: 3/8%.
- среднесрочные облигации (сертификаты), 1 год: 7/8%.
- долгосрочные облигации (боны), более 10 лет: 21/2%.

ФРС установила эти процентные ставки, фантастически низкие по меркам сегодняшнего дня, на основе рыночных норм процента, преобладавших на рынке ценных бумаг накануне Второй Мировой войны. Поддержка процентных ставок казначейских обязательств США на максимально высоком фиксированном уровне стала известна в истории американской экономики как «Программа поддержки облигаций». Необходимость в ней возникла в связи со сдерживанием рыночных доходов по правительственным ценным бумагам на уровне, не превышающем максимально установленного. А для выполнения этого условия необходимо было поддерживать рыночные цены этих ценных бумаг от падения<sup>2</sup>.

**Программа поддержки облигаций** — поддержка со стороны ФРС максимальных фиксированных уровней процентных ставок по обязательствам казначейства США, предотвращавшая падение рыночных цен на эти ценные бумаги, в период с 1941 по 1951 годы.

Такая денежно-кредитная политика одновременно преследовала две цели. Во-первых, она сводила выплаты по процентам ценных бумаг федерального правительства, производимые из федерального бюджета на максимально низкий уровень. Во-вторых, эта программа предотвращала спекулятивные операции инвесторов, основные на росте процентных ставок, что присуще военному времени. Действительно, во время Первой Мировой войны, спекулятивный бум на растущих нормах процента по обязательствам Казначейства США вынудил многочисленных потенциальных вкладчиков отказываться от приобретения облигаций, затрудняя деятельность казначейства США по финансированию военных действий.

Максимальные фиксированные уровни процентных ставок действовали и в течение нескольких лет после окончания войны. Это объяснялось следующими обстоятельствами. Отчасти ФРС отдавала себе отчет, что «отпустить на свободу» процентные ставки (а значит способствовать падению цен на облигации) означало нанести урон инвесторам, которые честно и преданно покупали облигации, способствуя финансированию военных действий. Кроме того, низкие процентные ставки в сильной степени стимулировали экономический рост и развитие.

<sup>1</sup> Имеется в виду Вторая Мировая война — прим. пер.

<sup>2</sup> Еще раз истолкуем кажущееся противоречие. Обязательства казначейства США есть обязательства, реализуемые с дисконтом; иначе говоря, инвестор не получает по ним отдельные процентные платежи, а вместо этого реализует процентный доход, уплачивая цену, которая ниже номинала векселя, и получая в момент погашения его полную стоимость. Если векселя продают до истечения срока, продавец выручит сумму меньше номинала, но тем не менее, получит часть процента. Так происходит (и это наиболее существенный момент в описываемой ситуации), если с момента покупки не было резкого роста процентных ставок.— прим. пер.

Однако, в период 1950—51 годов, с начала войны в Корее, программа поддержки облигаций столкнулась с рядом трудностей и проблем. Расширение деловой активности, вызванное войной, привело к резкому скачку спроса на деньги, что оказало давление в сторону увеличения норм процента. Однако при условии существования предельного уровня нормы процента, ФРС была вынуждена нивелировать имевший место сдвиг вправо кривой спроса на деньги соответствующим увеличением предложения денег, то есть сдвигом вправо вдоль горизонтальной кривой предложения денег. Банковские резервы, ссуды, количество денег, находящихся в обращении, очень быстро возросли, питая и подталкивая рост номинального ВНП. По мере того как номинальный ВНП начал обгонять в своих темпах роста реальный ВНП, в экономике США начала раскручиваться инфляционная спираль. Это, в свою очередь, оказывало все усиливающееся давление на номинальные нормы процента в сторону их увеличения, на что ФРС приходилось отвечать все увеличивающимся количеством закупок на открытом рынке ценных бумаг. В этих условиях сохранения программы поддержки облигаций означало новый виток инфляции.

С целью пресечения нарастающих инфляционных процессов ФРС объявила об окончании реализации программы поддержки облигаций. Объявление о приостановке выполнения этой программы стало известно в истории экономики США как «Соглашение между Казначейством США и Федеральной Резервной Системой».

**Соглашение между Казначейством США и Федеральной Резервной Системой** — настоящее соглашение положило конец программе поддержки облигаций, что позволило ФРС сосредоточить усилия на смягчении последствий циклических подъемов и спадов в экономике.

Это соглашение прекратило подчинение денежно-кредитной политики ФРС политическим амбициям Казначейства США, направленным на финансирование федерального бюджета. Это означало начало новой экономической эры, в которой денежно-кредитная политика стала мощным инструментом проведения стабилизационных мер в экономике.

Это соглашение прекратило подчинение денежно-кредитной политики ФРС политическим амбициям Казначейства США, направленным на финансирование федерального бюджета. Это означало начало новой экономической эры, в которой денежно-кредитная политика стала мощным инструментом проведения стабилизационных мер в экономике.

### Свободные банковские резервы как тактическая цель

Вышеописанное соглашение, разумеется, не остановило интерес ФРС к нормам процента. Творцы экономической политики продолжали рассматривать нивелировку взлетов и падений рыночных процентных ставок в качестве одной из основных задач проводимой ими денежно-кредитной политики. Но хотя ФРС и продолжала следить за существующими после соглашения рыночными нормами процента, на первый план стала выдвигаться краткосрочная программа, имеющая в основе тактическую цель, обусловленную поддержками определенного уровня **свободных резервов**. Свободные резервы определяются как избыточные резервы минус резервы, полученные путем займов у Федеральной Резервной Системы. Высокий уровень свободных резервов считается признаком благоприятных условий в денежно-кредитной политике, при которых банки охотно расширяют масштабы кредитования делового сообщества, тогда как низкий уровень свободных резервов характеризует жесткие условия в денежно-кредитной политике, при которых получения банковского кредита затруднено.

**Свободные резервы** — избыточные резервы за вычетом резервов, полученных путем займов у Федеральной Резервной Системы.

Фиксация свободных резервов на определенном уровне, рассматриваемая в качестве тактической цели, подразумевает проведение такой денежно-кредитной политики, которая, по крайней мере частично, а, вероятнее всего, и полностью может считаться гибкой. Например, предположим, что ФРС задается тактической целью сохранения уровня свободных резервов на нуле. В этом случае подразумевается, что уровень резервов, полученных путем займа у ФРС, точно соответствует уровню избыточных резервов. Теперь номинальный национальный доход, начиная с некоего положения равновесия, возрастает. Это увеличивает имеющийся спрос на деньги и, вследствие этого, увеличивает рыночные ставки, включая весьма чувствительную к такого рода изменениям норму процента федеральных резервных фондов. По мере того, как норма процента федеральных резервных фондов растет относительно учетной ставки (нормы дисконта), которая рассматривается как неизменная, банки увеличивают свои займы через «учетное окно». Поскольку существование более высоких процентных ставок означает большую альтернативную стоимость (потери от неиспользованных возможностей) хранения не приносящих доход резервов, уровень избыточных резервов, весьма вероятно, начнет понижаться. По одной или по обеим этим причинам уровень свободных резервов в ответ на рост спроса на деньги упадет ниже уровня, декларированного тактической целью.

Для восстановления уровня свободных резервов соответственно уровню поставленной задачи, ФРС начнет операции по скупке ценных бумаг на открытом рынке. Такие действия способствуют росту количества денег, находящихся в обращении, что, в свою очередь, также увеличивает давление, подталкивая вверх норму процента. Пока банки держат некоторую часть из вновь приобретенных резервов в качестве избыточных или используют их для погашения займов, полученных через «учетное окно», свободные резервы начнут движение к уровню, определенному поставленной тактической целью. Ко времени возвращения свободных резервов на этот уровень, предложение денег вырастет столь значительно, что все или почти все первоначальное давление, инициирующее рост процентных ставок, исчезнет.

Для восстановления уровня свободных резервов соответственно уровню поставленной задачи, ФРС начнет операции по скупке ценных бумаг на открытом рынке. Такие действия способствуют росту количества денег, находящихся в обращении, что, в свою очередь, также увеличивает давление, подталкивая вверх норму процента. Пока банки держат некоторую часть из вновь приобретенных резервов в качестве избыточных или используют их для погашения займов, полученных через «учетное окно», свободные резервы начнут движение к уровню, определенному поставленной тактической целью. Ко времени возвращения свободных резервов на этот уровень, предложение денег вырастет столь значительно, что все или почти все первоначальное давление, инициирующее рост процентных ставок, исчезнет.

В графическом изображении тактическая цель, фиксирующая уровень свободных резервов, представит кривую предложения денег горизонтальной или очень умеренной наклонной формы<sup>1</sup>. Такая кривая изображена на рис. 16.7 как  $MS_1$ . Однако до сего момента мы игнорировали другой аспект денежно-кредитной политики ФРС в пятидесятые — шестидесятые годы. Эта сторона политики ФРС заключалась в адаптации задачи регулирования свободных резервов по мере развития деловых циклов. Такие действия предотвращали «перегрев» экономики во время фаз расширения деловых циклов. Это происходило следующим образом: в фазе расширения ФРС часто понижала уровень свободных резервов, повышая тем самым процентные ставки, но относительно небольшие закупки ценных бумаг на открытом рынке и относительно небольшое увеличение количества денег, находящихся в обращении, решали поставленную задачу. Аналогично ФРС целеустремленно повышала уровень свободных резервов во время периода сжатия делового цикла, смягчая последствия упадка деловой активности. Задаваясь целью обеспечения более высокого уровня свободных резервов, ФРС способствует уменьшению существующих норм процента, а расширение закупок на открытом рынке ценных бумаг и увеличение количества денег, находящихся в обращении, с необходимостью приводит к решению поставленной задачи. Такой способ регулирования уровня свободных резервов формирует кривую предложения денег со значительной степенью крутизны (см. рис. 16.7, кривая  $MS_2$ ). Предложение денег, иллюстрируемое кривой такого типа, действует на среднесрочных временных интервалах, то есть в временном интервале достаточно длительном с точки зрения приспособления поставленной тактической цели к ранее действовавшему предложению денег, описываемому пологой краткосрочной кривой предложения денег.

### Кривые предложения денег в эпоху «свободных резервов»

С середины пятидесятых вплоть до начала семидесятых годов Федеральная Резервная Система в качестве тактической цели проводимой денежно-кредитной политики провозгласила регулирование уровня свободных резервов. Проведение этих мер в жизнь привело к предложению денег, описываемому практически горизонтальной кривой предложения на краткосрочных временных интервалах ( $MS_1$  на рисунке). В течение более длительных периодов времени (приблизительно равных году) ФРС корректировала вверх или вниз (в соответствии с тактической целью) уровень свободных резервов, пытаясь смягчить негативные для экономики последствия в ходе делового цикла. Такая денежно-кредитная политика приводила к существованию более крутой кривой предложения денег на среднесрочных временных интервалах (кривая  $MS_2$  на рисунке).

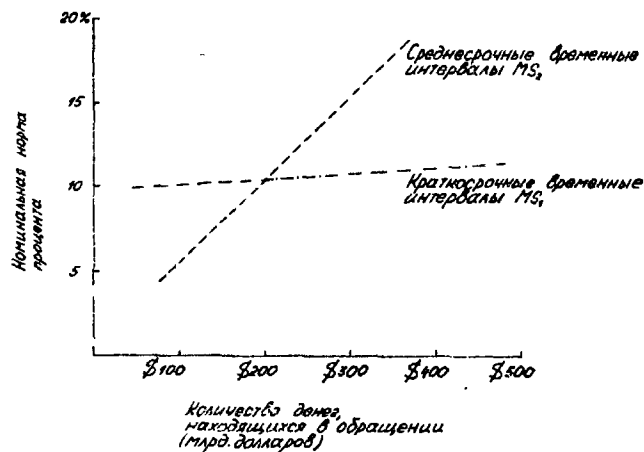


Рис. 16.7

<sup>1</sup> Наклон кривой предложения денег при тактической цели, преследующей фиксацию свободных резервов на определенном уровне, зависит только от номинальной нормы процента федеральных резервных фондов относительно учетной ставки. Свободные резервы не в состоянии вернуться к уровню, определенному поставленной задачей, до тех пор, пока давление, увеличивающее номинальную норму процента, не будет полностью скомпенсировано. В этом случае денежно-кредитная политика, направленная на фиксацию свободных резервов на определенном уровне, выбирая эффективный уровень нормы процента, обеспечивает горизонтальный характер кривой предложения денег. Если желательный уровень свободных резервов (помимо обратной пропорциональной зависимости с номинальной нормой процента) реагирует и на другие факторы — что вполне допускала ФРС в своих расчетах в рассматриваемый период времени, — то кривая предложения денег может иметь некий положительный наклон. Так в главе 10 показано, что желательный уровень избыточных резервов может зависеть от общей суммы банковских депозитов. Кроме того, в банковской практике существует традиционное мнение о дополнительных займах у ФРС как свидетельстве слабости финансового положения, что также может повлиять на уровень свободных резервов. — прим. авт.

В течение шестидесятых годов денежно-кредитная политика ФРС подвергалась все более ожесточенной критике со стороны экономистов, в особенности представителей монетаристской школы. Сегодня мало кто из экономистов считает уровень свободных резервов верным ориентиром в проведении денежно-кредитной политики. Основные аргументы критики таковы: несмотря на декларированную ФРС цель действовать в «противоходе» делового цикла для смягчения последствий, на практике, как это ни парадоксально, вышеописанная политика ФРС вполне циклична и лишь способствует его развитию. Например, во время спада экономической активности уменьшение спроса на деньги понижало существующие нормы процента, вызывая рост уровня свободных резервов и в то же самое время замедляя темпы роста количества денег, находящихся в обращении. Федеральная Резервная Система акцентировала внимание экспертов на том, что растущий уровень свободных резервов и усилия ФРС, предпринимаемые с целью ускорения этих процессов, являются в сути протекционистской денежно-кредитной политикой «доступных денег». Но критики из монетаристского клана, заостряя внимание на одновременное с указанными процессами и понижение темпов роста денежной массы, считали, что на самом деле проводимая политика чрезмерно жестка. Аналогичные противоречия возникали и во время периодов инфляции. Растущий спрос на деньги повышал номинальные нормы процента, сокращая тем самым уровень свободных резервов, и в то же самое время увеличивая темпы роста денежной массы, находящейся в обращении, ФРС указывала на сокращение уровня свободных резервов и свою готовность к дальнейшему понижению их уровня как на признак «жесткой» денежно-кредитной политики. Однако критики из монетаристского клана усматривали в увеличении темпов роста количества денег, находящихся в обращении, вызванное указанными действиями ФРС, лишь мероприятие, поощряющее развитие инфляционных процессов.

### **Двойная цель денежно-кредитной политики семидесятых годов**

В конце шестидесятых — начале семидесятых годов ФРС была вынуждена прислушаться к критическим голосам, признавая во все усиливающейся степени слабость использования уровня свободных резервов как тактической цели проводимой денежно-кредитной политики. В хитросплетениях финансовой политики все большее значение стали приобретать темпы роста количества денег, находящихся в обращении, как ключевая переменная величина. Однако и нормы процента на краткосрочных временных интервалах (надо сказать, что ФРС никогда не упускала над ними контроль, даже в эпоху господства уровней свободных резервов как преобладающей цели) находились в центре внимания банковских сфер. Хотя и не произошло каких-либо резких внешних изменений, в семидесятые годы на экономических подмостках появляется новое стратегическое направление денежно-кредитной политики, характеризовавшееся наличием двойной цели.

В качестве первого ее аспекта ФРС рассматривала пределы норм роста для различных совокупных элементов денежной массы, в особенности  $M1$  и  $M2$  на годовых интервалах. Например, в начале 1978 года ФРС устанавливает диапазоны роста для  $M1$  (от 4 до 6,5%) и для  $M2$  (от 6,5 до 9%) на следующий финансовый год. Сначала установленные ориентиры использовались исключительно для внутреннего пользования ФРС. Однако, начиная с 1975 года, Конгресс США в своей резолюции потребовал предоставления ежегодного публичного отчета Федеральной Резервной Системы США об устанавливаемых ею пределах темпа роста денежной массы. Закон Хэмфи-Хоукинса 1978 года регламентировал эту процедуру в законодательном порядке.

Установив диапазоны роста денежной массы по всем основным ее параметрам, ФРС обратилась ко второму аспекту преследовавшейся цели. Исходя из предполагавшегося спроса на деньги, ФРС определила уровень нормы процента федеральных резервных фондов, который соответствовал бы заданному рассматриваемой целью росту количества денег, находящихся в обращении. Определенный таким образом уровень нормы процента федеральных резервных фондов в дальнейшем служил бы ориентиром для ежедневных операций на открытом рынке.

Рассуждая на эту тему, полезно представить себя в качестве капитана парусного судна. Для того, чтобы благополучно прийти в порт назначения, сначала необходимо выставить верный курс по компасу. Сверяясь с компасом и учитывая направление ветра, вы соответствующим образом ставите паруса. Во время движения вы корректируете курс судна штурвалом. Если направление ветра не изменится, вы придете в порт, не меняя положения паруса. Компас же покажет вам только отклонение в курсе, вызванное изменением ветра, которое потребует переставить паруса.

Подобным образом ежедневный пристальный интерес Федеральной Резервной Системы за нормой процента федеральных резервных фондов держит корабль экономики на выбранном курсе, пока сбываются прогнозы о величине спроса на деньги. Однако при неожиданных изменениях в величине спроса на деньги, сохранение нормы процента федеральных резервных фондов на уровне, принятом в соответствии с рассматриваемой тактической целью, способно изменить темпы роста денежной массы весьма нежелательным образом. При усилении спроса на деньги закупки ценных бумаг на открытом рынке удерживали процентные ставки федеральных резервных фондов от чрезмерного роста. Но рост количества денег, находящихся в обращении, превышал намеченные в тактической цели пределы. При уменьшении спроса на деньги продажа ценных бумаг на открытом рынке удерживала процентные ставки федеральных резервных фондов от чрезмерного понижения, но тогда рост количества денег, находящихся в обращении, замедлялся относительно запланированного темпа.

Так же, как моряк переставляет парус, сохраняя выбранный курс при смене ветра, так и ФРС, преследуя поставленную двойную цель, корректировала процентные ставки федеральных фондов при изменении спроса на деньги.

Повышение процентных ставок федеральных резервных фондов при угрозе расширения спроса на деньги замедляло темпы роста денежной массы, а их понижение при уменьшении спроса на деньги ускоряло темпы роста денежной массы.

Изменение процентных ставок федеральных резервных фондов, определенное рамками избранной цели проведения денежно-кредитной политики, в принципе всегда способно обеспечить необходимые темпы роста денежной массы. Однако на практике выбранная стратегия, преследующая двойную цель, не могла обеспечить четкого и всеобъемлющего контроля за ростом денежной массы. Частично — невозможностью мгновенной реакции ФРС на изменения в предложении денег. Кроме того, при проведении подобной денежно-кредитной политики ФРС все же пыталась избежать очень резких изменений в нормах процентов, которые по мнению экспертов ФРС, могут дестабилизировать положение на финансовых рынках и планирование предпринимательской деятельности.

События, произошедшие в 1978 году, подтвердили остроту вышеуказанной проблемы. ФРС планировала пределы роста для параметра M1 от 4 до 6,5%. На графике, представленном на рис. 16.8(а) диапазон изменения M1 ограничен двумя прямыми линиями, берущими начало в одной точке. В начале года прогнозы и оценки экспертов указывали, что существование процентных ставок федеральных резервных фондов в диапазоне от 6,5 до 7% приведет к желаемому темпу роста количества денег, находящихся в обращении. Диапазоны роста процентных ставок представлены на рис. 16.8 (b).

### Деньги и процентные ставки в 1978 году

В 1978 году ФРС определила в качестве тактической цели пределы роста количества денег, находящихся в обращении, (рассматривая параметр M1) от 4 до 6,5%, а норма процента федеральных резервных фондов в начале года была установлена в пределах 6,5—7% для краткосрочных временных интервалов. По предварительным оценкам они находились в соответствии с запланированным ростом денежной массы. Однако, начиная с весны, количество денег, находящихся в обращении, стало превышать намеченный тактическими целями диапазон. Несмотря на реакцию ФРС, выраженную в форме многократного повышения нормы процента федеральных резервных фондов, предпринятого с целью стабилизации положения, количество денег, находящихся в обращении (параметр M1), вернулось в запланированные пределы роста лишь только в конце года.

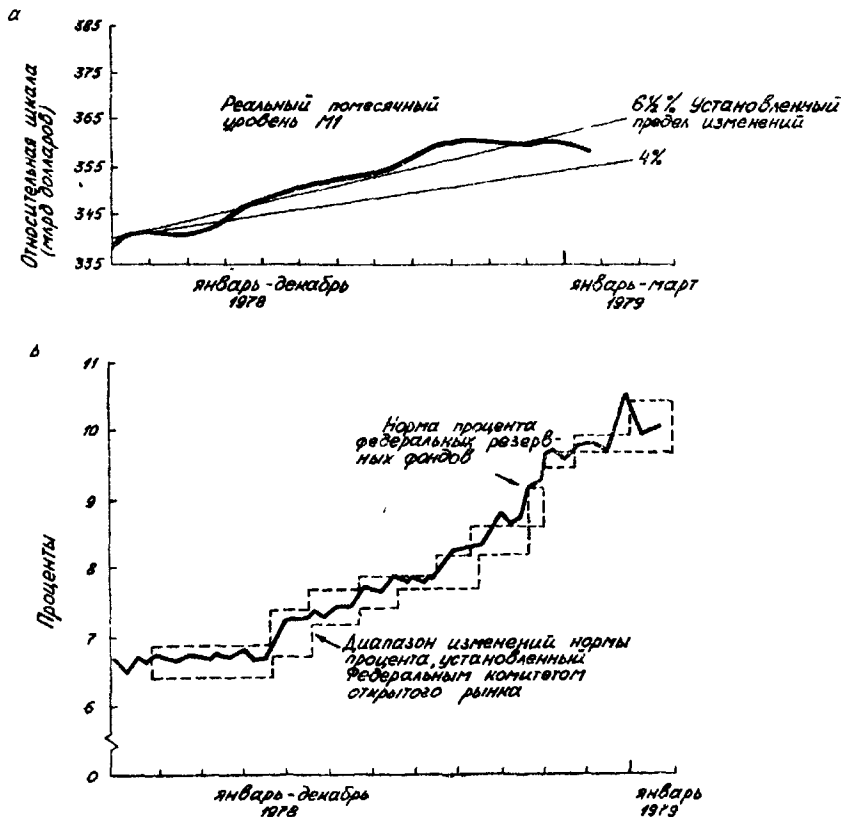


Рис. 16.8

Однако весной 1978 года спрос на деньги усилился. Количество денег, находящихся в обращении, быстро превысило намеченный уровень. В середине апреля ФРС среагировала на это обстоятельство повышением уровня процентных ставок федеральных резервных фондов, однако это повышение оказалось недостаточным, чтобы возвратить денежную массу в намеченные пределы (сектор между прямыми линиями на рис. 16.8(а)). В мае ФРС снова повысила процентные ставки, а затем повторяющиеся повышения норм процента федеральных резервных фондов следовали друг за другом в течение года. Несмотря на эти отчаянные усилия, количество денег, находящихся в обращении, вошло в намеченные пределы роста только в декабре.

На основании происходивших в 1978 году процессов критики финансовой стратегии ФРС, представлявшие в основном сторонников монетаристской школы, инкриминировали ФРС излишнюю, по их мнению, гибкость преследующей двойную цель денежно-кредитной политики. В ее претворении в жизнь критики видели замкнутый порочный круг: инфляционный рост номинального ВНП подстегивает спрос на деньги, рост спроса на деньги подстегивает предложение денег, а рост предложения денег еще больше подстегивает рост номинального ВНП — и круг замыкается, запуская описанные процессы на более высоком уровне. По их мнению, несмотря на очевидное изменение тактических целей, Федеральная Резервная Система не смогла добиться кардинальных перемен в денежно-кредитной политике, что очевидно из предыдущего рассмотрения кривой предложения денег в этом случае. На краткосрочных временных интервалах регулирование нормы процента федеральных резервных фондов, рассматриваемое как тактическая цель денежно-кредитной политики, удерживает кривую предложения денег весьма близкой к горизонтальной, как это происходит и в случае регулирования уровня свободных резервов (см. рис. 16.7). На временных интервалах большей длительности периодический пересмотр процентных ставок федеральных резервных фондов увеличил угол наклона кривой предложения денег, однако в степени недостаточной, чтобы в значительной мере предотвратить воздействие инфляционных процессов на состояние экономики.

### Независимые резервы как тактическая цель 1978—1982 годов

В октябре 1979 года Федеральная Резервная Система снова изменила свою тактическую цель, сняв с повестки дня вопрос регулирования краткосрочных процентных ставок федеральных резервных фондов. Хотя годовые темпы роста этих ставок, воздействующие на рост денежной массы по-прежнему очерчивались, основное внимание на краткосрочных временных интервалах фокусировалось на уровнях независимых резервов банковской системы. Если уровень независимых резервов рос быстрее, чем это было определено ФРС, и это сопрягалось с поставленной целью контроля за ростом денежной массы, Оперативное торговое бюро ФРС ужесточало проводимую денежно-кредитную политику, не препятствуя повышению процентных ставок федеральных резервных фондов до компенсирующего уровня. Если уровень независимых резервов падал или рос слишком медленно, проведение операций на открытом рынке облегчало ситуацию, способствуя понижению процентных ставок федеральных резервных фондов.

Почему же Федеральная Резервная Система выбрала в качестве тактической цели регулирование уровня независимых резервов, а не совокупные резервы или само количество денег, находящихся в обращении? Отчасти это объясняется техническими причинами. Во время принятия вышеописанных решений ФРС функционировала в условиях недостатка обязательных резервов (коими в регламентированном порядке обязан обладать любой банк — член ФРС), усложнявшего контроль за количеством денег, находящихся в обращении (см. главу 12). Кроме того, этот выбор был обусловлен давним желанием ФРС ограничить флуктуации процентных ставок на краткосрочных временных интервалах. Как ранее объяснялось в настоящей главе, тактическая цель регулирования уровня независимых резервов предполагает существование предложения денег, описываемого кривой предложения денег весьма близкой (но не строго!) к вертикальной. Тенденция количества займов, полученных через «учетное окно», расти и падать синхронно с ростом и падением краткосрочных норм процента, придает существующему в этих условиях предложению денег некоторую эластичность. Следовательно, сдвиг в спросе на деньги производит меньшие изменения в номинальной норме процента, чем он производил бы при проведении денежно-кредитной политики, которая фиксировала бы количество денег, находящихся в обращении, на постоянном уровне и, соответственно, кривую предложения денег строго вертикальной.

При осуществлении денежно-кредитной политики, направленной на регулирование независимых резервов, флуктуации нормы процента на краткосрочных временных интервалах стали заметнее. Это вполне естественный результат того, что кривая предложения денег стала менее эластичной по сравнению с рассмотренной ранее политикой, преследующей двойную цель. Темпы роста  $M1$  замедлились, темпы инфляции упали с 13,3% в 1979 году до 3,9% в 1982 году. Кажется бы самые строгие критики деятельности ФРС должны были быть удовлетворены. Но, к сожалению, за одним исключением: после октября 1979 года темпы роста количества денег, находящихся в обращении, стали менее устойчивыми.

Что же произошло? Сторонники монетаристского направления и, в частности, М. Фридмен безапелляционно утверждали, что декларированные изменения денежно-кредитной политики ФРС — подлог и мошенничество в чистом виде. По их мнению ФРС продолжала морочить голову общественному мнению, прикрывая нерешительность проводимой денежно-кредитной политики «революционной» фразой. Резкие перепады в темпах роста денежной массы вменялись ими в вину Федеральной Резервной Системе. М. Фридмен обнаружил разработанную им схему, увязывающую перепады в темпах роста денежной массы с флуктуациями ВНП (см. рис. 16.9). Очень неплохо, — считал М. Фридмен — что темпы инфляции замедлились между 1979 и 1982 годами, однако этот процесс принес с собой два весьма болезненных экономических спада, следовавших один за другим. Дефляционные процессы прошли бы менее болезненно при наличии «твердой руки» на руле денежно-кредитной политики.

### Деньги и номинальный ВВП, 1980—1983 гг.

В 1980 году и в период 1981—1982 годов экономика США подверглась резким, следующим один за другим, спадом экономической активности. Схема, приведенная на рисунке, показывает, что переломные моменты в темпах роста ВВП в течение этих лет были тесно связаны с изменениями в темпах роста денежной массы (рассматривается параметр M1), сдвинутыми друг относительно друга приблизительно на три месяца. М. Фридмен приводит эту схему как доказательство излишнего обострения дефляционных процессов в экономике тех лет, вызванное возросшей изменчивостью темпов роста денежной массы.

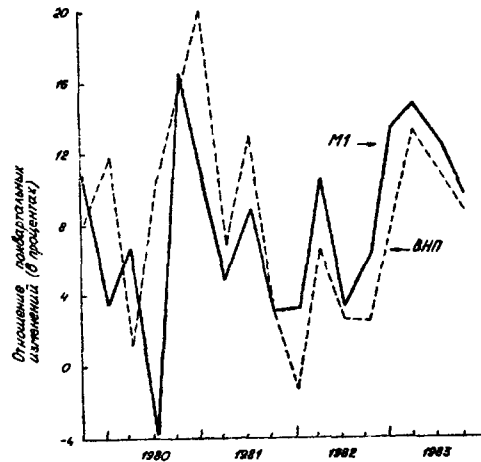


Рис. 16.9

### Норма процента и денежная масса, 1978—1982 гг.

Официальные представители ФРС признают, что темпы роста количества денег, находящихся в обращении, в начале восьмидесятых годов отличались крайней изменчивостью и часто выходили за рамки намеченных пределов изменений. Однако они склонялись считать это явление следствием возросшей нестабильности в спросе на деньги, а отнюдь не результатом проводимой ими в то время денежно-кредитной политики. При этом они указывали на следующее обстоятельство: денежная масса превышала уровень, намеченный в тактической цели как предел ее роста, в периоды максимального повышения нормы процента, и падала ниже запланированных пределов изменения в периоды относительно низких норм процента. Такая схема хорошо сопрягается с перемещением кривой спроса взад и вперед относительно стабильной наклонной кривой предложения денег. При нестабильной кривой предложения денег и фиксированной кривой спроса следовало бы ожидать обратный эффект: отрицательную корреляцию между ростом денежной массы и нормой процента. Таково мнение экспертов ФРС.

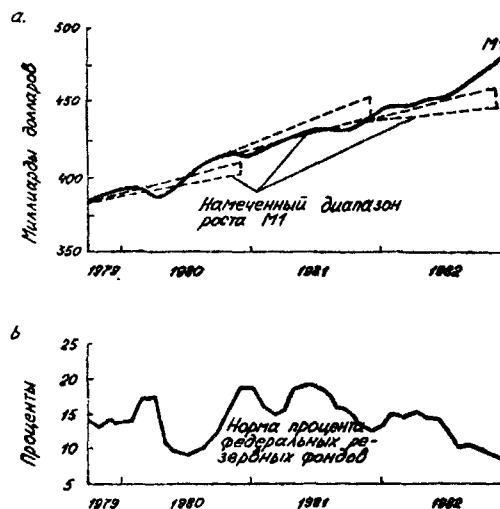


Рис. 16.10

Однако в высших эшелонах управления ФРС не согласились с подобным анализом. Они утверждали, что проводимая ими политика умерила возможности резких, дестабилизирующих экономику изменений процентных ставок. По их мнению, резкие колебания темпов роста денежной массы обусловлены возросшей изменчивостью спроса на деньги, проще говоря,— спрос на деньги в 1979—1982 годах стал менее предсказуем, чем когда бы то ни было раньше. Они склонялись объяснить выросшую изменчивость спроса на деньги совпадшими изменениями организационных структур в банковских сферах, взлетами мировых цен на нефть и попытками хозяйственных агентов приспособить свои портфели активов к замедлению темпов инфляции.

Кто же прав в создавшейся ситуации? Чем обусловлена возросшая изменчивость темпов роста денежной массы? Нестабильностью предложения денег при относительно предсказуемом спросе на деньги,— как утверждают монетаристы? Нестабильным спросом при относительно стабильном предложении денег,— как утверждают высшие руководители ФРС? В первом случае при перемещении кривой предложения денег относительно кривой спроса вполне вероятно ожидать, что норма процента и рост денежной массы движутся в противоположных направлениях. Во втором случае при перемещении кривой спроса относительно стабильной кривой предложения денег вероятнее всего ожидать, что норма процента и рост денежной массы движутся в одном направлении. Данные, приведенные на рис. 16.10, подтверждают последнее предположение и часто цитируются представителями ФРС как одно из свидетельств их правоты в возникшем конфликте.

### Период после 1982 года

Хотя высшие руководители ФРС, определявшие направления денежно-кредитной политики, ставили себе в задачу резкое снижение темпов инфляции, жестокие экономические спады начала восьмидесятых годов поуменьрили их восторги. Их уверенность в дальнейшей дестабилизации спроса на деньги привела к новому изменению тактических целей денежно-кредитной политики. В октябре 1982 года они объявили о новой смене курса. Его проведение предусматривало уменьшение внимания к регулированию роста денежной массы, рассмотренной в весьма узком аспекте параметра  $M1$ , а также уровня независимых резервов, и усилению внимания к параметрам  $M2$  и  $M3$ . Кроме того, ФРС декларировала быстрое и гибкое реагирование на все возникающие изменения в финансово-экономических сферах, понимая под этим целую гамму факторов: воздействие изменения правил правительственного и банковского контроля на скорость обращения денег, состояние экономики в целом, условия функционирования мировой экономики, проблемы международной задолженности.

С другой стороны, ФРС продолжала объявлять пределы роста параметров денежной массы, однако далеко не столь строго корректировала возникающие изменения, руководствуясь принятой тактической установкой. В своих повседневных операциях ФРС стала уделять основное внимание резервам, полученным путем займа. Вообще говоря, эта тактическая цель не слишком разительно отличается от предыдущей установкой, регулировавшей уровень свободных резервов. Однако, в периоды, характеризующиеся нестабильностью скорости обращения денег, эта проблема концептуальна.

Вслед за кризисом, охватившим фондовую биржу в октябре 1987 года, Совет Управляющих Федеральной Резервной Системы начал испытывать весьма обоснованные опасения, что слишком большое внимание к уровню резервов, полученных путем займа, рассматриваемых в качестве тактической цели денежно-кредитной политики, приводит к резким колебаниям процентных ставок по федеральным резервным фондам. После этого Федеральная Резервная Система направила свои усилия на фиксацию норм процента федеральных резервных фондов в пределах установленного диапазона. Такие действия конечно же нельзя рассматривать как полное возвращение к денежно-кредитной политике семидесятых годов и даже более ранних периодов. Дело в том, что ФРС достаточно часто прибегает к корректировке краткосрочных процентных ставок по федеральным фондам в зависимости от развития финансово-экономической ситуации.

Такая денежно-кредитная политика, отличающаяся эластичностью, плавными изменениями и корректировками, трудно поддается графической интерпретации. С уверенностью можно сказать, что ее курс пролегает между крайностями денежно-кредитной политики, жестко фиксирующей количество денег в обращении с одной стороны, и денежно-кредитной политики, строго регламентирующей уровень норм процента — с другой. Такие действия ФРС отчасти сопоставимы с наклонной кривой предложения денег, отличающейся большей эластичностью, нежели чем ее аналог периода 1979—1982 годов.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Пересечение кривых предложения и спроса на рынке денег указывает точку равновесия рынка, в которой хозяйственные агенты желают хранить в своих портфелях активов как раз то количество денег, которое способны предложить банковская система при проведении текущей денежно-кредитной политики. Если норма процента превышает уровень равновесия, хозяйственные агенты не захотят держать в своих портфелях то количество денег, которое в этот момент предлагается банковской системой. Действия, предпринятые хозяйственными агентами и банками с целью приспособления своих портфелей активов к изменившимся условиям, понижают норму процента до достижения равновесного положения. И наоборот: понижение нормы процента ниже уровня равновесия



приведет к соответствующим действиям хозяйственных агентов, провоцирующих ее увеличение вплоть до достижения равновесного положения. Таким образом, любой сдвиг в спросе и предложении денег приведет к новой равновесной норме процента.

2. Если в качестве тактической цели проводимой ФРС денежно-кредитной политики рассматривается поддержание определенного количества денег, находящихся в обращении, то ее воплощение в жизнь при меняющихся условиях рынка будет соответствовать вертикальной кривой предложения денег. Поскольку увеличение нормы процента вызывает снижение уровня избыточных резервов и повышение уровня резервов, полученных путем займа, ФРС обязана предпринять продажу ценных бумаг на открытом рынке, снижая тем самым уровень независимых резервов, чтобы поддержать фиксированное количество денег, находящихся в обращении, при наблюдающемся повышении процентных ставок. Аналогично, ФРС вынуждена производить закупки на открытом рынке ценных бумаг, обеспечивая определенный уровень независимых резервов, поддерживающий фиксированное количество денег, находящихся в обращении, при наблюдающемся падении процентных ставок. Часто встречающаяся корректировка учетной ставки в ответ на изменения нормы процента федеральных резервных фондов также способствует поддержанию вертикальной формы кривой предложения денег.

3. Денежно-кредитную политику, при осуществлении которой ФРС рассматривает фиксацию уровня процентных ставок в качестве тактической цели и соответствующим образом регулирует предложение денег, принято называть **гибкой денежно-кредитной политикой**. Предложение денег в этом случае иллюстрируется горизонтальной кривой предложения денег.

4. Иная денежно-кредитная политика ФРС не препятствует росту количества денег, находящихся в обращении, в степени однако недостаточной для предотвращения повышения номинальной нормы процента. Такая политика соответствует реализации тактической цели, преследующей фиксацию уровня независимых резервов, а предложение денег в этом случае характеризуется наклонной кривой предложения денег.

5. Во время Второй Мировой войны и в течение еще нескольких послевоенных лет денежно-кредитная политика ФРС устанавливала предельные уровни процентных ставок на ценные бумаги федерального правительства США. Наступившая в годы войны в Корее инфляция положила конец проведению этой политики. В пятидесятые-шестидесятые годы ФРС стала рассматривать контроль и регулирование уровня **свободных резервов** банковской системы как очередную тактическую цель обновленной денежно-кредитной политики. С ее помощью ФРС пыталась компенсировать изменения в спросе на деньги, воздействуя на него путем корректировки уровня свободных резервов. В начале семидесятых годов во главу угла выдвинулась денежно-кредитная политика, преследующая двойную цель. Суть ее состояла в контроле за уровнем нормы процента федеральных резервных фондов в процессе повседневных финансовых операций при одновременном внимании и управлении темпами роста денежной массы на долгосрочных временных интервалах. В течение всего рассмотренного периода (сороковые — семидесятые годы) денежно-кредитная политика ФРС отличалась высокой степенью гибкости на краткосрочных временных интервалах и считалась достаточно гибкой на среднесрочных временных интервалах.

6. В связи с усилением инфляционных процессов и в качестве способа борьбы с ними с 1979 года ФРС начала новую программу, акцентирующую внимание на снижение темпов роста денежной массы. При осуществлении этой программы в качестве тактической цели, отвечающей проводимой ФРС денежно-кредитной политике, рассматривалось регулирование и контроль уровня независимых резервов, что определяло предложение денег, характеризующееся на краткосрочных временных интервалах кривой предложения денег с весьма крутым наклоном (в степени значительно большей, чем это было когда-либо ранее). После 1982 года ФРС представила на рассмотрение новый, более эластичный план, рассматривающий в качестве тактической цели проводимой денежно-кредитной политики уровень резервов, полученных путем займов.

### Термины для повторения

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| Рынок денег                       | Программа поддержки облигаций                                       |
| Тактическая цель                  | Соглашение между Казначейством США и Федеральной Резервной Системой |
| Гибкая денежно-кредитная политика | Свободные резервы   |

### Вопросы для повторения

1. Допуская, что рассматривается вертикальная кривая предложения денег, определите изменения номинальной нормы процента и количества денег, находящихся в обращении, при сдвиге кривой спроса на деньги вправо-вверх? Какие изменения в структуре своих портфелей активов производят хозяйственные агенты при переходе к новому состоянию равновесия?

2. Какую денежно-кредитную политику должна проводить Федеральная Резервная Система, обеспечивая предложение денег, описываемое вертикальной кривой предложения денег? Требуется ли сохранение вертикальной кривой предложения денег при изменениях спроса на деньги проведения операций на открытом рынке ценных бумаг? Объясните.

3. Почему гибкая денежно-кредитная политика ведет к формированию предложения денег, описываемого горизонтальной кривой предложения денег?

4. Опишите денежно-кредитную политику, ведущую к формированию предложения денег описываемого наклонной кривой предложения денег. Какая взаимная связь существует между изменениями номинальной нормы процента и количеством денег, находящихся в обращении, при проведении такой политики? Рассмотрите два случая: сдвиг кривой спроса и сдвиг кривой предложения.

5. Какую денежно-кредитную политику на краткосрочных временных интервалах отражает существовавшая в американской экономике на протяжении пятидесятых-семидесятых годов горизонтальная или почти горизонтальная кривая предложения денег? Почему кривая предложения денег более крутой формы характеризует денежно-кредитную политику на среднесрочных временных интервалах?

6. Какие действия в сфере денежно-кредитного обращения были предприняты со стороны ФРС между 1979—1982 годами с целью замедления господствовавших в экономике инфляционных процессов? Какие аспекты проводимых ФРС мероприятий стали мишенью для критических стрел сторонников монетаристского направления? Каким образом ФРС парировала эти выпады?

### Темы для обсуждения

1. На бумаге для графиков изобразите вертикальную кривую предложения денег и кривую спроса на деньги, аналогичную представленной на рис. 16.3. При помощи этой диаграммы попытайтесь представить влияние на происходящие процессы закупок ценных бумаг, проводимых ФРС на открытом рынке. Какие изменения в своих портфелях активов производят хозяйственные агенты при переходе к новому равновесному состоянию рынка? Какие изменения производят банки в своих балансовых отчетах?

2. Как объяснялось в этой главе, денежно-кредитная политика ФРС, устанавливавшая предельные уровни процентных ставок на ценные бумаги федерального правительства, может быть истолкована как политика, направленная на стабилизацию и поддержку цен на государственные ценные бумаги. Это достигалось скупкой их Федеральной Резервной Системой, как только их рыночная цена грозила упасть ниже декларируемого уровня. Предположим, что правительство пытается поддержать цены на государственные облигации на уровне, который обеспечивает инвесторам десятипроцентный доход, в то время когда пятнадцатипроцентные темпы инфляции поднимают номинальные доходы по всем другим видам активов существенно выше десятипроцентного уровня? В конечном итоге, у кого окажутся все государственные облигации? Будет ли реализуемая программа поддержки цен на государственные облигации успешной при сохранении на низком уровне номинальных процентных ставок во всей экономической системе? Объясните почему.

3. Составьте балансовый отчет для некоей банковской системы, чтобы продемонстрировать как уровень свободных резервов и количество денег, находящихся в обращении, растут в ответ на увеличивающиеся закупки ценных бумаг, проводимых на открытом рынке ФРС (в предположении, что спрос на деньги остается неизменным). С помощью другого балансового отчета покажите, почему уровень свободных резервов растет, а количество денег, находящихся в обращении, падает в ответ на уменьшение спроса на деньги (в предположении, что ФРС не предпринимает операций на открытом рынке).

4. На рис. 16.10 показано, что с 1979 по 1982 год количество денег, находящихся в обращении, росло выше пределов, обусловленных тактической целью в периоды существования относительно высоких процентных ставок. Подобное положение интерпретировалось как свидетельство изменений в спросе на деньги при относительно стабильном их предложении, характеризуемом наклонной кривой предложения денег. Изобразите подобную диаграмму в условиях более значительного изменения в предложении денег (вызванного протекционистскими мерами ФРС) при существовании относительно стабильного спроса на деньги.

# ДЕНЬГИ, ИНФЛЯЦИЯ И РЕАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА

## После изучения настоящей главы, вы сможете:

1. Начертить простую кривую совокупного спроса и объяснить, как проводимая денежно-кредитная политика влияет на ее положение и форму.
2. Начертить простую кривую совокупного предложения и объяснить, как ожидания хозяйственных агентов относительно цен на привлекаемые факторы производства определяют положение и форму ее наклона.
3. Показать при помощи кривых совокупного спроса и совокупного предложения реакцию экономической системы на рост количества денег, находящихся в обращении, и объяснить суть понятия «нейтральность денег».
4. Объяснить суть происходящих в экономике перемен в периоды фаз сжатия и спада и обсудить альтернативные варианты проведения экономической политики.
5. Различить инфляционные процессы, инспирированные спросом, и инфляционные процессы, инспирированные предложением, и показать особенности каждого из этих типов.
6. Обсудить вопросы, связанные с теорией ускорения инфляции, и объяснить почему за периодом «галопирующей» инфляции следует инфляция, сопряженная со спадом.
7. Показать, каким образом резкие нарушения (шок, англ.— shock) предложения влияют на экономику и обсудить возможные ответные мероприятия в рамках денежно-кредитной политики.
8. Обсудить теорию рациональных ожиданий и ее приложения к проводимой денежно-кредитной политике.

В главе 16 обсуждались вопросы, связанные с условиями равновесия на рынках денег, — то есть положение, при котором количество денег, хранящееся в портфелях активов хозяйственных агентов, отвечает их желаниям и совпадает с количеством денег, которое в этот момент готова предложить банковская система. В настоящей главе мы перенесем центр тяжести наших рассуждений с равновесия на финансовых рынках на рассмотрение проблем равновесия во всем объеме экономической системы; покажем, как та или иная денежно-кредитная политика влияет на уровень цен, реальный объем производства и проблему занятости; рассмотрим ряд типичных процессов, сопровождающих процессы инфляции и экономического спада.

После обсуждения вышеуказанных вопросов, в последующих главах (главе 18 и 19) будет рассмотрена кейнсианская малоэкономическая модель, которая сильнее всего повлияла на развитие экономической мысли (Запада — прим. пер.) в последнее пятидесятилетие. Глава 20 подытожит обсуждение монетаристской экономической модели обзором стратегических направлений развития денежно-кредитной политики.

## СОВОКУПНЫЙ СПРОС И СОВОКУПНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ

Настоящая глава расширяет знакомую нам модель спроса и предложения до макроэкономического уровня. В

**Дефлятор ВВП** — показатель среднего уровня цен на всю совокупность товаров и услуг.

**Кривая совокупности спроса** — кривая, иллюстрирующая изменение суммарного реального уровня покупок, запланированного всеми потребителями в зависимости от изменения уровня цен.

**Кривая совокупного предложения** — кривая, иллюстрирующая изменение суммарного реального объема производства всех без исключения готовых товаров и услуг в зависимости от изменения уровня цен.

совокупном варианте модели спроса и предложения количество потребительских товаров как параметр ранее существующей модели уступает место такой характеристике, как показатель общего объема производства (выпуска продукции) товаров и услуг, — иначе говоря, валовому национальному продукту (ВВП). Также, цена какого-либо отдельного товара — будь то пшеница или обувь — заменяется показателем среднего уровня цен всей совокупности товаров и услуг, известным в экономике как **дефлятор ВВП**. Вместо рассмотрения кривой спроса на какой-либо конкретный товар, далее мы исследуем **кривую совокупного спроса**, которая иллюстрирует изменение суммарного реального уровня покупок, запланированного всеми без исключения потребителями, в зависимости от изменения уровня цен. Вместо рассмотрения кривой предложения какого-либо конкретного товара, далее мы исследуем **кривую совокупного предложения**, которая иллюстрирует изменение суммарного реального объема производства всех без исключения товаров и услуг в зависимости от изменения уровня цен.

### Кривая совокупного спроса

В качестве отправной точки для построения кривой совокупного спроса вернемся к простейшей из рассмотренных нами монетаристских моделей, а именно — классической количественной теории. В главе 14 мы представили основные положения этой теории в аналитической форме (записав уравнение  $MV = PY$ , где  $M$  обозначает количество денег, находящихся в обращении,  $V$  — скорость обращения денег в движении доходов,  $P$  — абсолютный уровень цен, а  $Y$  — реальный объем производства (реальный доход). Теперь мы перепишем исходное уравнение обмена иным образом

$$AD = \frac{MV}{P} \quad (17.1)$$

Здесь реальный объем производства ( $Y$ ) уступает место параметру  $AD$ , обозначающему совокупный спрос, то есть количеству товаров и услуг в общем объеме их производства, которое фирмы, деловые предприятия, семейные хозяйства и другие покупатели планируют приобрести при данном уровне цен. Можно интерпретировать уравнение (17.1) следующим образом. Допустим, что количество денег, находящихся в обращении, есть величина постоянная, что обусловлено, к примеру, проводимой денежно-кредитной политикой. Далее предположим, что скорость обращения денег в движении доходов — число раз в год, когда хозяйственные агенты тратят каждый доллар из общей денежной массы — определяется институциональными факторами, и на нее не влияет проводимая денежно-кредитная политика или существующий уровень цен. При этих допущениях легко убедиться, что реальное количество товаров и услуг, спрос на которые обусловлен расходом фиксированного количества денег определенное число раз в год, есть величина, обратно пропорциональная существующему уровню цен.

На рис. 17.1 представлена кривая совокупного спроса, имеющая в основе уравнение (17.1). Здесь предполагается, что количество денег, находящихся в обращении, равно 500 миллиардов долларов, а скорость обращения денег равна 3. Таким образом величина спроса на реальный объем производства товаров и услуг равна 1500 млрд. долларов при уровне цен 1,0; 750 млрд. долларов при уровне цен 2,0; 3000 млрд. долларов при уровне цен 0,5 и т.д.

### Форма кривой совокупного спроса

Кривая совокупности спроса, приведенная на рис. 17.1, является кривой единичной эластичности. Это означает, что увеличение уровня цен прямо пропорционально уменьшает совокупный спрос. Единичная эластичность совокупного спроса возникает как результат определенных упрощений; в этом случае скорость обращения денег принимается постоянной и не зависящей от изменений уровня цен и количества денег, находящихся в обращении.

### Кривая совокупного спроса единичной эластичности

Кривая совокупного спроса показывает изменение уровня суммарных реальных покупок, запланированных всеми без исключения потребителями, в зависимости от изменения уровня цен. Кривая единичной эластичности, приведенная на рисунке, построена в предположении ряда существенных упрощений (постулируется, что количество денег, находящееся в обращении, есть величина постоянная, а скорость обращения денег не зависит от изменений денежной массы или уровня цен). Обратите внимание, что совокупный спрос, выраженный в номинальных единицах, сохраняется постоянным (1500 миллиардов) в любой точке приведенной кривой.

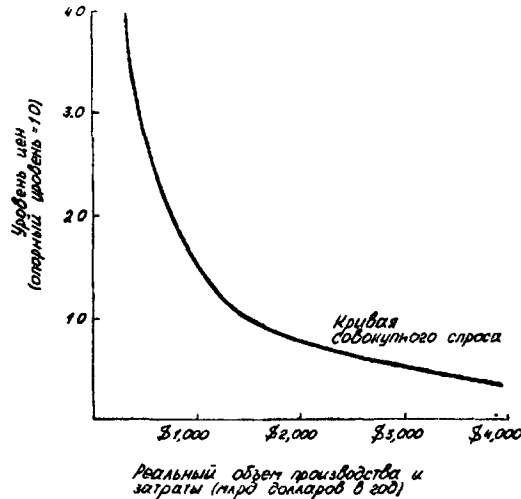


Рис. 17.1

Разумеется, эти предпосылки весьма далеки от реальности. В главе 19 вышеприведенные рассуждения будут модифицированы и, таким образом, сопряжены с современной количественной теорией денег и цен, а также с кейнсианским подходом к рассматриваемым проблемам. В этом случае скорость обращения денег в движении доходов изменяется как функция нормы процента (аналогичные зависимости рассмотрены в главе 15). Кроме того, далее придется учитывать, что норма процента возрастает по мере роста абсолютного уровня цен. Таким образом, в рамках более подробной и тонкой модели совокупный спрос будет гораздо менее эластичен, нежели описываемый кривой единичной эластичности, хотя кривая, его характеризующая, по-прежнему будет иметь некий наклон вниз. Но не будем забегать вперед. В настоящей главе кривая совокупного спроса единичной эластичности вполне удовлетворительно помогает осознать и представить рассматриваемые процессы.

**Сдвиги кривой совокупного спроса.** Отметим, что при постоянстве скорости обращения денег и количества денег, находящихся в обращении, совокупный спрос, измеренный в номинальных единицах, остается постоянным в любой точке кривой совокупного спроса. Для кривой совокупного спроса, приведенной на рис. 17.1, при количестве денег, находящихся в обращении, равном 500 миллиардов долларов и скорости обращения денег равной 3, постоянный уровень номинального совокупного спроса составляет 1500 миллиардов долларов. Если какие-либо перемены в проводимой денежно-кредитной политике изменяют количество денег, находящихся в обращении, (допуская, что скорость обращения денег, тем не менее, остается постоянной) уровень совокупного номинального спроса будет изменяться, а соответствующая ему кривая совокупного спроса сдвинется относительно первоначального положения.

На рис. 17.2 показан подобный сдвиг кривой совокупного спроса. Кривая  $AD_1$  аналогична представленной на рис. 17.1 ( $M = 500$  миллиардов долларов,  $V = 3$ , совокупный номинальный спрос = 1500 млрд. долларов). Теперь положим, что закупки Федеральной Резервной Системы ценных бумаг на открытом рынке расширили банковские резервы, и это обстоятельство привело к тому, что количество денег, находящихся в обращении, выросло до 1000 миллиардов долларов. При постоянной скорости обращения денег (а именно так этот параметр будет рассматриваться на протяжении всей главы) совокупный номинальный спрос расширился до 3000 миллиардов долларов. Это обстоятельство приводит к сдвигу кривой совокупного спроса в положение  $AD_2$ . Это означает, что при любом произвольно выбранном уровне цен реальный объем планируемых затрат в этом случае удваивается относительно исходного значения.

По мере того, как рассматриваемая нами экономическая модель в следующих главах будет обрывать дополнительными подробностями, мы покажем, что и другие изменения в экономике вызывают изменения в совокупном спросе и, следовательно, сдвиги кривой совокупного спроса в его графической интерпретации. Эти изменения включают в себя целый ряд факторов: структурные изменения в расходовании средств потребителями, изменения характера сбережений, изменения в правительственных программах закупок, и изменения налоговой политики. Мы

### Сдвиг кривой совокупного спроса

При постоянстве скорости обращения денег и количества денег, находящихся в обращении, совокупный спрос, измеренный в номинальных единицах, остается постоянным в любой точке кривой совокупного спроса и не зависит от уровня цен. Изменение количества денег, находящихся в обращении, сдвигает кривую совокупного спроса. На рисунке кривая  $AD_1$  построена в предположении, что скорость обращения денег равна 3, количество денег, находящихся в обращении, равно 500 миллиардов долларов, а совокупный номинальный спрос сохраняется постоянным и равен 1500 миллиардов долларов во всех точках кривой. Увеличение количества денег, находящихся в обращении, до 1000 миллиардов долларов без изменения скорости обращения денег вызывает рост номинального совокупного спроса до 3000 миллиардов долларов. Кривая совокупного спроса сдвигается с  $AD_1$  на  $AD_2$ .

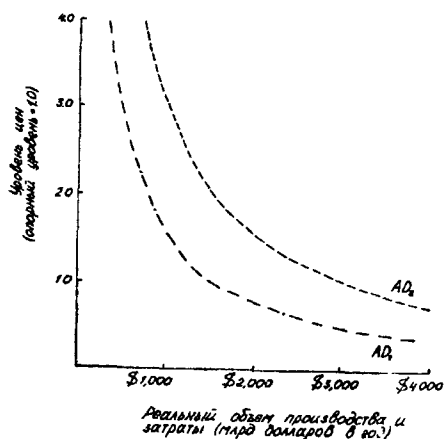


Рис. 17.2

покажем, что трансформации вышеуказанных процессов действуют на совокупный спрос опосредствованно через параметр скорости обращения денег, находящихся в обращении.

### Кривая совокупного предложения

Кривая совокупного предложения иллюстрирует динамику изменений общих затрат в реальном их выражении по мере изменения уровня цен. Рассмотрение кривой совокупного предложения необходимо для исследования взаимной связи реального объема производства товаров и услуг и изменения уровня цен. Начнем это рассмотрение на примере какой-либо отдельной фирмы.

**Предложение в микроэкономике.** Согласно стандартной микроэкономической теории, объем производства товаров и услуг (или выпуск продукции, — понятия, как отмечалось ранее, эквивалентные — прим. пер), которое фирма считает нужным произвести, зависит от спроса на эту продукцию и от затрат на ее производство. При фиксированных на одном уровне затратах на производстве, фирма среагирует на увеличение спроса на ее продукцию двояко: увеличивая объем производимой продукции и увеличивая цену, по которой она ее реализует. Если одновременно с изменением спроса изменяются и затраты на производство, реакция фирмы будет иной.

Рисунок 17.3 представляет микроэкономический обзор, представляющий реакцию фирм на изменение спроса как на рынке конкурирующих продавцов, так и на монополистическом рынке. Увеличение спрос на определенную продукцию приведет как к увеличению ее цены, так и к увеличению объема ее производства на обоих рассматриваемых рынках (при сохранении фиксированного уровня затрат на ее выпуск). Если кривые затрат на выпуск продукции сдвигаются, фирмы среагируют на эти изменения иным образом. В частности (и это проиллюстрировано на рис. 17.3) при сдвиге кривых затрат вверх в той же пропорции, что и кривых спроса, цены на продукцию увеличиваются без увеличения общего выпуска продукции как на рынке конкурирующих продавцов, так и на монополистическом рынке.

**Цены на продукцию и затраты на привлекаемые факторы производства.** Вспомнив об основах микроэкономики, обратимся теперь к совокупному предложению в экономической системе в целом. Затраты и цены на продукцию играют центральную роль и в макроэкономической системе, однако при рассмотрении обобщений экономических систем на разных уровнях механизм затрат и цен претерпевает значительные различия. В микроэкономике мы можем допустить, что затраты на выпуск продукции какой-либо фирмой могут варьироваться независимо от условий ее спроса на рынке. В макроэкономике это допущение автоматически сделать невозможно, поскольку затраты на выпуск продукции каждой фирмы связаны с ценами, по которым другие предприятия реализуют свою продукцию.

В случае таких привлекаемых факторов производства, как сырье, энергия, капитальное оборудование, полуфабрикаты — связь проста. Цены каждой фирмы на вводимые факторы производства — это цены на конечную про-

### Микроэкономические основы совокупного предложения

В микроэкономической модели объем выпуска продукции, который фирма считает целесообразным производить, зависит от спроса на эту продукцию и от затрат на ее выпуск, определяющихся положением кривых зависимости затрат от объема производства. Это положение справедливо как для рынка конкурирующих продавцов, так и для монополистического рынка.

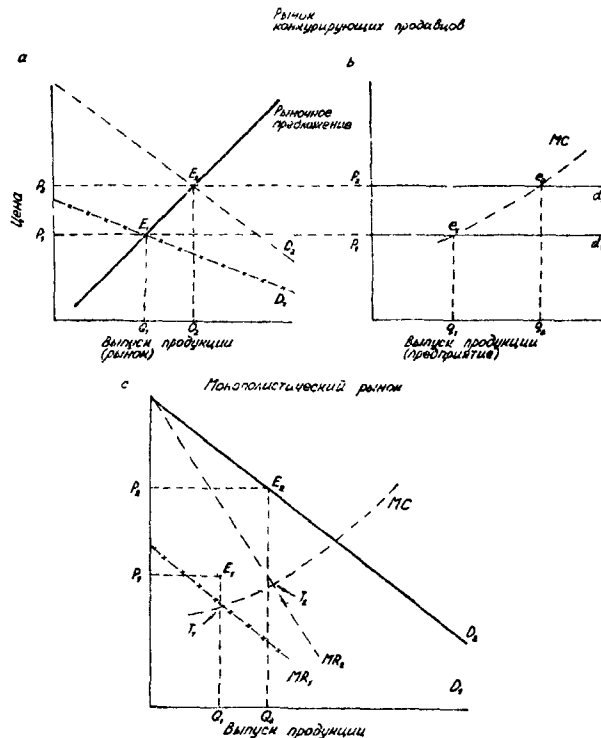
На графиках (а), (б) и (с) рис. 17.3 показаны изменения, вызванные ростом спроса в предположении постоянства затрат, описываемое кривыми зависимости изменения затрат от объема производства. В рассматриваемом случае спрос возникает, так что потребители хотят заплатить в два раза больше денег, чем раньше, за прежнее количество продукции (этот тип сдвига в спросе обычно сопровождается периодами инфляции, поражающей всю экономику). На графике (а) такое увеличение спроса сдвигает кривую спроса на рынке конкурирующих продавцов с  $D_1$  на  $D_2$ . Состояние рынка в этом случае описывается движением вверх вдоль кривой предложения с  $E_1$  до  $E_2$ , повышая тем самым рыночную цену с  $P_1$  до  $P_2$ . Выпуск продукции на рынок возвратит с  $Q_1$  до  $Q_2$ . График (б) сопрягает рассмотренный эффект с типичной свободно конкурирующей фирмой. Состояние фирмы в этом случае описывается движением вдоль кривой изменения предельных затрат в зависимости от объема производства по мере роста рыночных цен.

График (с) иллюстрирует аналогичные изменения, вызванные ростом спроса на чисто монополистическом предприятии. Сдвиг в спросе передвигает точку, в которой кривая предельных затрат пересекает кривую предельных доходов, из положения  $T_1$  в  $T_2$ . Это, в свою очередь, сдвигает точку максимальной прибыли из положения  $E_1$  на кривой спроса  $D_1$  в положение  $E_2$  на кривой спроса  $D_2$ .

**Выводы:** В случае, когда сдвиг в спросе приводит к монотонному увеличению цены, которую будут платить покупатели за неизменный объем продукции, при постоянстве уровня затрат (что характеризуется приведенной зависимостью изменения затрат от объема производства) как рынок конкурирующих продавцов, так и монополистический рынок, реагируют на это изменение увеличением и цен, и объема производимой продукции.

На графиках (d), (e) и (f) представлены изменения, вызванные аналогичным сдвигом в спросе, но учитывающие параллельный сдвиг зависимости изменения затрат от объема производства на такую же величину. Происходящее отражает изменения цены (ее удвоение), которую заплатят покупатели за неизменный объем продукции, а также удвоение цены, которую придется заплатить предприятиям за привлекаемые факторы производства. Как на рынке конкурирующих продавцов (графики (d) и (e)), так и на монополистическом рынке (график (f)) кривые предельных затрат сдвигаются вверх в той же пропорции, что и кривая спроса. В результате произошедших изменений рост цен не сопровождается увеличением объема производства.

**Выводы:** Когда сдвиг в спросе приводит к монотонному росту цены, которую покупатели заплатят за неизменный объем продукции, и если в то же самое время предприниматели ожидают, что пропорционально росту спроса возрастут затраты на привлекаемые факторы производства, цены на обоих рынках (рынке конкурирующих продавцов и монополистическом рынке) возрастут пропорционально сдвигу спроса без изменения в объеме выпуска продукции.



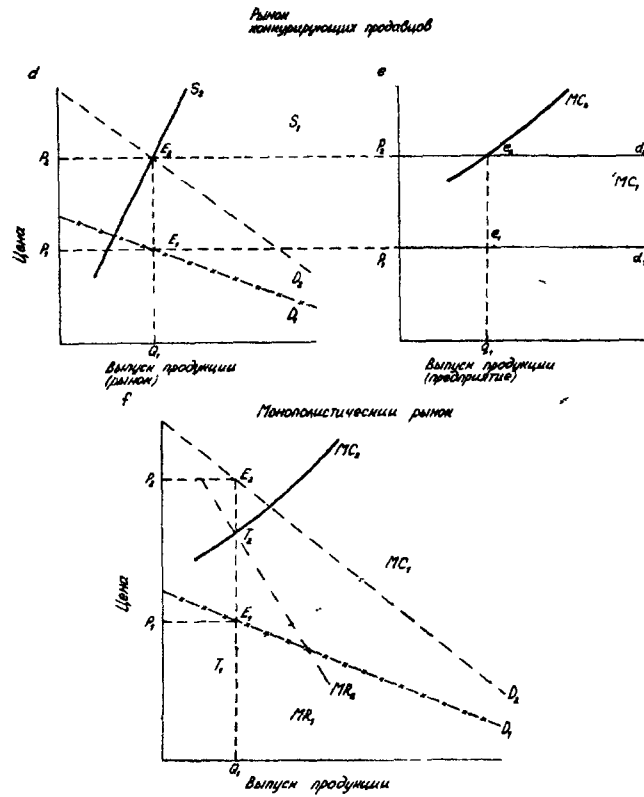


Рис. 17.3 d, e, f

дукцию некоторых других фирм. Таким образом, рост среднего уровня цен, по которым реализуется продукция этого типа, означает рост среднего уровня затрат всех других предприятий.

Для рабочей силы, рассматриваемой как привлекаемый фактор производства, на которую приходится практически три четверти всех производственных затрат в экономике, связь между затратами и ценами на продукцию не столь очевидна. Количество труда, предлагаемого рабочими, зависит от реальной заработной платы, то есть от взаимной связи номинальной заработной платы и стоимости жизни. Стоимость жизни, в свою очередь, зависит от тех цен, которые рабочие платят предприятиям и фирмам за выпуск потребительских товаров. Таким образом, рост цен на потребительские товары подталкивает вверх стоимость жизни, и фирмам в конечном итоге приходится поднимать номинальную заработную плату для поддержания на достаточно высоком уровне реальной заработной платы, чтобы привлечь работников в необходимом числе и квалификации, как и ранее. Следовательно, изменения цен на потребительские товары тесно связаны с затратами на оплату рабочей силы.

**Предложение на краткосрочных временных интервалах.** Реакция экономической системы на изменение совокупного спроса в огромной степени зависит от быстроты и оперативности взаимодействия изменениями в ценах на выпускаемую продукцию и производственными затратами. Рассмотрение этой проблемы в разнообразных источниках предполагает, что на практике такая связь действует с некоторой временной задержкой. На краткосрочных временных интервалах экономика обычно реагирует на изменения в совокупном спросе, как будто каждая фирма или предприятие не ожидает, что уровень затрат, характеризующийся кривой зависимости изменения затрат от объема производства, немедленно сдвинется пропорционально изменению спроса, перед лицом которого они оказались. Причины подобных задержек будут исследованы в последнем разделе настоящей главы.

**Естественный уровень реального объема производства** — уровень реального объема производства, при котором предприятия работают в ритме, обеспечивающем нормальную производительность, и в условиях полной занятости рабочей силы.

Рисунок 17.4 иллюстрирует смысл сопряжения ожиданий хозяйственных агентов с рассмотренной выше задержкой. Первоначально экономическая система находится в равновесии в точке  $E_1$ . Это исходное равновесие соответствует естественному уровню реального объема производства в экономической системе. При этом уровне реального объема производства предприятия работают в ритме, обеспечивающем нормальную производительность, и в условиях полной занятости рабочей силы, за исключени-



### Совокупное предложение на краткосрочных временных интервалах

На этом рисунке представлена реакция экономической системы на краткосрочных временных интервалах при сдвиге совокупного спроса (или условия, что хозяйственные агенты действуют, исходя из ожиданий неизменности цен на привлекаемые факторы производства). Рассмотрение начинается из точки  $E_1$ , соответствующей естественному уровню реального объема производства экономической системы. Предполагается, что инфляция не наблюдалась в непосредственном прошлом и маловероятна в обозримом будущем. При сдвиге кривой совокупного спроса каждая фирма отмечает рост спроса на ее собственную продукцию, но полагают, что цены на привлекаемые ею факторы производства останутся неизменными. Как на рынке конкурирующих продавцов, так, равным образом, и на монополистическом рынке, рыночные цены продукции и объем производства возрастают. По мере этих изменений экономическая система движется вдоль кривой совокупного предложения  $AS$  от точки  $E_1$  к точке  $E_2$ .

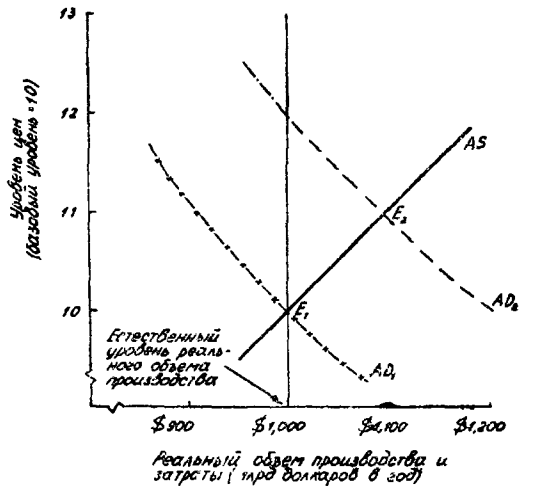


Рис. 17.4

ем обычного числа людей, находящихся в процессе трудоустройства на новое рабочее место. Далее в наших рассуждениях мы допускаем, что в недавнем прошлом не было инфляции, равно как она не ожидается в ближайшем будущем.

Предположим, что в этой изначальной ситуации экспансионистская денежно-кредитная политика Федеральной Резервной Системы изменяет спрос на деньги и кривая совокупного спроса сдвигается с  $AD_1$  на  $AD_2$ . Каждая фирма замечает, что спрос на ее продукцию усилился, и ожидает, что есть некоторое время для использования в своих интересах этих изменений в спросе, прежде чем затраты на производство ее продукции не придут в соответствие с новой ситуацией. Упрощая дальнейшее обсуждение, примем далеко не корректную посылку о том, что предприятия реагируют на произошедшие изменения, будто они ожидают, что цены на привлекаемые ими факторы производства останутся неизменными на рассматриваемый период.

В условиях рынка конкурирующих продавцов фирмы движутся вправо-вверх вдоль кривой предельных затрат, по мере того как возросший спрос подтягивает вверх рыночные цены. На рынках с меньшей степенью конкурентности фирмы в данной ситуации пользуются увеличением спроса, увеличивая прибыли как путем повышения цен, так и увеличением объема производства.

По мере того, как во всей экономике происходит рост цен, некоторые предприятия вводят дополнительные смены и пускают дополнительные производственные мощности. Многие рабочие переходят на удлиненную рабочую неделю, а те, кто находился в процессе трудоустройства, находят подходящее место быстрее, чем в обычных условиях. Эти действия предпринимателей и наемных рабочих поднимают реальный объем производства выше его естественного уровня во время общего роста цен. В то же самое время уровень безработицы падает ниже уровня, соотносимого с естественным уровнем реального объема производства. Это иллюстрируется на рис. 17.4 как движение вправо-вверх от точки  $E_1$  до точки  $E_2$ .

Кривая совокупного предложения — это путь, по которому движется экономическая система, обусловленный реакцией фирм на сдвиг в спросе на краткосрочных временных интервалах. С целью упрощения толкования происходящих процессов, мы считаем, что хозяйственные агенты предполагают неизменность цен на привлекаемые ими факторы производства на краткосрочных временных интервалах. В этом случае пересечение кривой совокупного предложения с вертикальной линией, характеризующей естественный уровень реального объема производства, указывает цену на привлекаемые факторы производства, исходя из которых фирмы и предприятия рассчитывают свои затраты и намечают выпуск продукции на ближайший период. В рассмотренном случае ожидаемый уровень затрат на привлекаемые факторы производства отражает уровень цен равный 1,0, который преобладал в период начального равновесия экономической системы.

### Совокупное предложение на долгосрочных временных интервалах

На краткосрочных временных интервалах сдвиг кривой совокупного спроса с  $AD_1$  на  $AD_2$  перемещает экономическую систему в новое положение равновесия — с  $E_1$  на  $E_2$ , при этом возрастает как уровень цен, так и реальный объем производства. Однако вскоре увеличение цен на выпускаемую продукцию начинает сказываться на ценах на привлекаемые факторы производства (что входит в прогноз хозяйственных агентов на обозримый период времени). Как показано на рисунке, предполагаемый рост цен на привлекаемые факторы производства последовательно сдвигает кривую совокупного предложения все выше и выше. Этот процесс продолжается до тех пор, пока кривая совокупного предложения не достигнет положения  $AS_2$ , и экономика достигнет новой точки равновесия  $E_3$  на долгосрочном временном интервале. Поскольку реальный объем производства в состоянии нового равновесия возвращается к своему естественному уровню, вертикальная линия, характеризующая естественный уровень реального объема производства, может рассматриваться как кривая совокупного предложения экономической системы на долгосрочных временных интервалах.

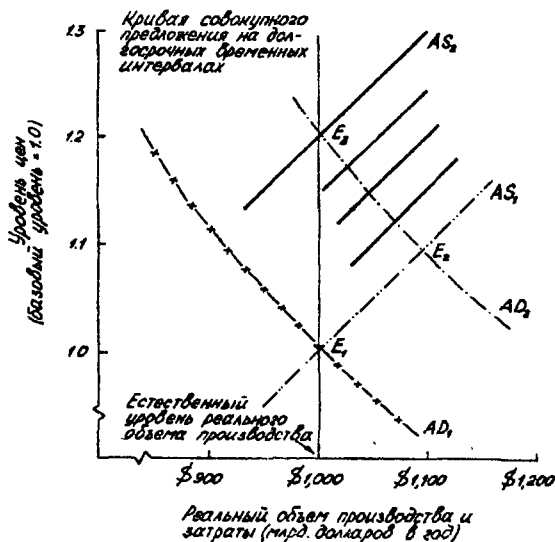


Рис. 17.5

### Предложение на долгосрочных временных интервалах.

Выше рассмотрена реакция экономической системы на рост совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах; однако экономическая система может находиться в этом положении лишь непродолжительное время. Рисунок 17.5 демонстрирует дальнейшие изменения.

Положим, что экспансионистская активность проводимой Федеральной Резервной Системой денежно-кредитной политики сдвинула кривую совокупного спроса с  $AD_1$  на  $AD_2$ . Фирмы и предприятия среагировали на перемены, полагая, что заработная плата и другие затраты на привлекаемые факторы производства останутся на постоянном уровне (то есть в точке пересечения кривой совокупного предложения и линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства). В результате экономическая система достигает положения  $E_2$ .

Однако, сам процесс движения из положения  $E_1$  к  $E_2$  посеял среди хозяйственных агентов сомнения в том, что уровень их затрат останется неизменным. В точке  $E_2$  уровень цен поднялся от отметки 1,0 (на которой основывались первоначальные расчеты затрат хозяйственных агентов) до уровня равного 1,1. Рост цен на продукцию фирм, которые специализируются на производстве средств производства, уже начал воздействовать на затраты фирм, которые используют это оборудование в качестве привлекаемых факторов производства. Более того, ситуация на рынке рабочей силы входит в противоречие с ожиданиями неизменности цен на привлекаемые факторы производства. Каждая фирма или предприятие, взятые в отдельности, смогли бы справиться с проблемой и нанять дополнительное количество рабочих с постоянной заработной платой, но когда множество хозяйственных агентов пытаются предпринять подобные действия одновременно, условия на рынке рабочей силы резко обостряются. Теперь, привлекая больше рабочих, фирмам приходится предлагать им более высокую реальную заработную плату, — ведь с ростом цен на потребительские товары следует увеличение стоимости жизни, и, соответственно, номинальная заработная плата должна будет расти еще быстрее, чтобы обеспечить рост реальной заработной платы.

В этом случае хозяйственным агентам придется пересмотреть свои ожидания относительно уровня цен на привлекаемые факторы производства. Поскольку каждая кривая совокупного предложения на краткосрочном временном интервале отражает ожидания относительно определенного уровня затрат, то рост уровня цен, который определяет ожидания тех или иных затрат, сдвинет кривую совокупного предложения вверх. На рисунке 17.5 пока-

зан ряд промежуточных положений кривой совокупного предложения по мере ее продвижения к положению  $AS_2$ . Одновременно экономическая система продолжает поступательное движение вдоль кривой совокупного спроса  $AD_2$ , что сопровождается ростом уровня цен.

И наконец, когда экономическая система достигает положения  $E_3$ , воцаряется новое долгосрочное равновесие. Уровень цен поднялся с 1,0 до 1,2. Фирмы и деловые предприятия полностью приспособили свои ожидания относительно затрат к новому уровню цен (это иллюстрируется фактом пересечения кривой совокупного предложения с линией, характеризующей естественный уровень реального объема производства — точка  $E_3$  на рисунке). Фирмы вернулись к своему нормальному уровню использования производственных мощностей. Рабочие снова работают без сверхурочных за реальную заработную плату, которую они требуют за этот труд. Стандартное число людей временно не работает и ищут себе занятие. Вполне вероятно ожидать, что экономика останется в положении равновесия (точка  $E_3$  рис. 17.5), пока какое-либо новое потрясение не сдвинет ее из этого состояния.

Любая точка на вертикальной линии, проведенной через точки  $E_1$  и  $E_3$ , то есть любая точка на рассматриваемом графике, в которой реальный объем производства находится на своем естественном уровне, может являться точкой долгосрочного равновесия (в зависимости от положения кривой совокупного спроса). Ни одна точка вне этой линии не может представлять из себя больше, чем временное положение равновесия на краткосрочном временном интервале. По этой причине вертикальная линия, характеризующая естественный уровень реального объема производства, может рассматриваться в экономической системе как **кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах**.

**Кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах** — вертикальная линия, характеризующая естественный уровень реального объема производства.

**Нейтральность денег.** Заметим, что по мере движения экономической системы вдоль кривой совокупного предложения, рассмотренной на долгосрочных временных интервалах, уровень цен изменяется пропорционально изменению денежной массы, какое-то кстати говорю, и дало первый толчок, вызвавший сдвиг кривой совокупного спроса. Кроме того, с течением времени реальный объем производства вернется к своему первоначальному уровню. Положение гласящее, что изменение количества денег, находящихся в обращении, на долгосрочных временных интервалах повлияет только на абсолютный уровень цен, оставляя реальный объем производства неизменным, вошло в историю экономической мысли как понятие **«нейтральность денег»**<sup>1</sup>.

**Нейтральность денег** — положение в экономической теории о том, что изменение количества денег, находящихся в обращении, влияет лишь на абсолютный уровень цен, оставляя неизменным реальный объем производства.

Теория нейтральности денег имеет многовековую историю. Как мы указывали ранее в главе 14, многие экономисты классической школы подчеркивали эту особенность на долгосрочных временных интервалах. Однако это не означало, что никто из них не признавал возможное влияние изменения денежной массы на реальный объем производства на коротких промежутках времени. В разделе «17.1 Кто сказал? Кто сделал?» рассказывается, что по крайней мере один классический автор рассматривал взаимную связь денежно-кредитной политики на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах, причем его взгляды достаточно тесно соприкасаются с современной точкой зрения на эти вопросы.

## ЭКОНОМИКА СПАДА

Описав основы теории совокупного предложения и спроса, будем в дальнейшем использовать эту теорию на практике. В этом разделе мы обратимся к случаю, который во многих отношениях зеркально отражает только что рассмотренные нами процессы. Это ситуация экономического спада, вызванного падением количества денег, находящихся в обращении. В последующем разделе мы рассмотрим различные варианты появления инфляционных процессов. В заключительном разделе главы мы обсудим последние достижения экономической мысли в области денег, цен и реального объема производства.

### Уменьшение денежной массы и соответствующая реакция на краткосрочных временных интервалах

Вспоминая допущение о том, что скорость обращения денег не зависит от изменений количества денег, находящихся в обращении, любые действия со стороны Федеральной Резервной Системы, сокращающие денежную массу, сдвинут кривую совокупного спроса влево-вниз. Например, на рис. 17.6 двадцатипроцентное уменьшение количества денег, находящихся в обращении, сдвигает кривую совокупного спроса с  $AD_1$  на  $AD_2$ .

<sup>1</sup> Не следует относиться к этому определению (равно как и к ряду других) как к постулату. Л. Харрис, например, дает иное определение нейтральности денег, в принципе эквивалентное данному, но более общее: «Деньги нейтральны, если после нарушения начального равновесия, вызванного изменением номинальной денежной массы, устанавливается новое равновесие, где все реальные переменные имеют те же значения, что и до изменения денежной массы». — прим. пер.

## 17.1 Кто сказал? Кто сделал

### Пионер в области исследования кривой совокупного предложения

Шотландец Дейвид Юм (1711—1776) сегодня известен как автор философии и исторических трудов. Однако, он трудился на поприще библиотекаря, дипломата и экономиста. Хотя его талант экономиста находился в тени Адама Смита, — его юного коллеги по Эдинбургскому университету — Дейвид Юм внес определенный вклад в развитие этой дисциплины.

Денежно-кредитная политика в 18 веке волновала ученые умы не в меньшей степени, чем сегодня. Уже в то время широко муссировалась мысль о том, что увеличение количества золотых и серебряных слитков — то есть, количество серебра и золота в обращении в качестве денег — приведет к росту уровня цен. Открытым оставался лишь следующий вопрос: стимулирует ли развитие промышленности такой рост ко-

личества денег, находящихся в обращении? Вызовет ли он рост реального объема производства? В нижеследующем отрывке Юм аргументирует тезис о том, что экспансия денежной массы стимулирует развитие промышленности, причем исключительно на краткосрочных временных интервалах, пока эффект влияния изменения цен полностью не проникнет в экономическую систему. Выражая его взгляды принятыми сегодня в экономической мысли терминами, мы сказали бы, что Юм признает существование наклонной кривой совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах, так и нейтральность денег — на долгосрочных.

«... хотя высокая цена на товары широкого потребления является неотъемлемым следствием увеличения количества серебра и

золота, все же она следует не сразу за этим увеличением, но лишь по прошествии некоторого времени, — прежде чем деньги не начнут циркулировать во всем государстве, и последствия увеличения их количества будут ощутимы всеми слоями населения. Сначала мы не наблюдаем никаких изменений; постепенно цена растет — на один товар, затем на другой, пока все не достигнет привильной пропорции с новым количеством серебра и золота... по моему мнению, только в промежутке или промежуточной ситуации между появлением (дополнительного количества) денег и ростом цен возросшее количество золота и серебра благоприятно для (развития) промышленности».

Источник: David Hume, «Of Money», in *Writings on Economics*, ed. by Eugene Rotwein (Madison: University of Wisconsin Press, 1955).

Фирмы и деловые предприятия быстро отмечают, что спрос на их продукцию упал. Сначала (как в случае роста спроса) мы предполагаем, что их реакция основана на неизменности ожиданий относительно заработной платы и затрат на другие привлекаемые факторы производства. Основывая свои ожидания на исходном уровне цен равном 1,0, хозяйственные агенты движутся влево-вниз вдоль соответствующих кривых предельных затрат (этот процесс является обратным показанному ранее на рис. 17.3, части (а), (в) и (с)).

В соответствии с их вышеописанной реакцией, экономическая система в целом в своем развитии движется влево-вниз вдоль кривой совокупного предложения  $AS_1$ . При этом использование производственных мощностей предприятий падает ниже нормального уровня, часть наемных рабочих увольняют, а те, кто ищет работу, занимаются этим дольше обычного. Реальный объем производства падает ниже своего собственного уровня, а уровень безработицы растет. Короче говоря, экономическая система ввергается в период спада.

#### Выход из спада

Что происходит дальше? По аналогии с нашими предыдущими рассуждениями очевидно, что экономическая система не может долго оставаться в состоянии спада (точка  $E_2$  на рис. 17.6). Хозяйственные агенты достигли этой точки на основании ожиданий затрат, ориентированных на исходный уровень цен равный 1,0, однако теперь цены упали относительно этого уровня. По мере того, как более низкие цены приводят к уменьшению производственных затрат, кривая совокупного предложения перемещается вниз в положение  $AS_2$ . По мере этих трансформаций, экономическая система начнет двигаться вправо-вниз вдоль кривой совокупного спроса  $AD_2$ , пока не придет в точку нового равновесия (точка  $E_3$  на рис. 17.6) на долгосрочном временном интервале. В этой точке реальный объем производства вернется к своему естественному уровню, а уменьшение количества денег, находящихся в обращении, снизит абсолютный уровень цен.

Большинство экономистов соглашаются с теоретическими построениями, утверждающими, что на долгосрочных временных интервалах нейтральность денег сохраняется как в фазе расширения, так и в фазе сжатия делового цикла. Однако многие из них сомневаются, что уменьшение абсолютного уровня цен представляет собой наилучший выход из экономического спада с точки зрения практических аспектов экономической политики. Со времени Великой Депрессии тридцатых годов экономисты проявляют определенное беспокойство, вызванное, по их мнению, слабостью и малоэффективностью компенсационных механизмов, призванных стабилизировать экономику в

### Экономика спада

Начиная с состояния равновесия экономической системы (точка  $E_1$  на рисунке), уменьшение количества денег, находящихся в обращении, снижает совокупный спрос (кривая совокупного спроса переходит из положения  $AD_1$  в  $AD_2$ ). Не ожидая изменений в ценах на привлекаемые факторы производства, экономическая система движется влево-вниз вдоль кривой совокупного предложения к точке  $E_2$ , то есть претерпевает экономический спад. Выход из состояния спада может произойти одним из двух способов. Если кривая совокупного спроса останется в положении  $AD_2$ , уменьшение уровня цен в конце концов приведет к уменьшению уровня цен на привлекаемые факторы производства. Это сдвинет кривую совокупного спроса назад в положение  $AD_1$ , до того момента как кривая совокупного предложения начнет свой путь вниз. В этом случае экономическая система придет к равновесию в точке  $E_1$ , следуя вдоль кривой совокупного предложения  $AS_1$ .

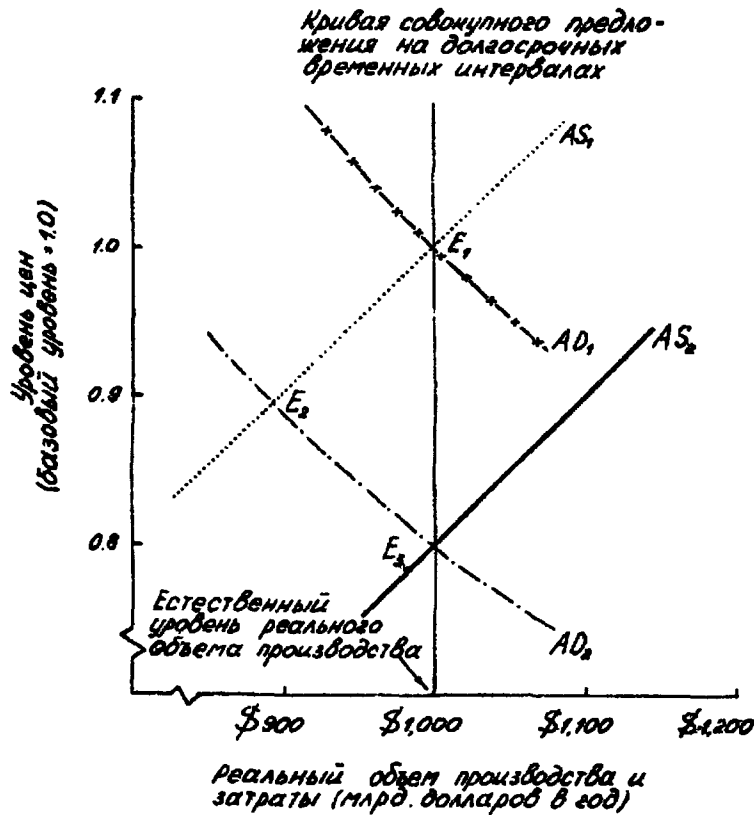


Рис. 17.6

периоды спада. (См. раздел 17.1 «Из истории денег», в котором рассмотрена динамика цен и объема производства в период Великой Депрессии). Сторонники кейнсианского направления в экономике считают, что выход из экономического спада путем уменьшения уровня цен в действительности не возможен, а их противники склонны считать такой процесс вполне вероятным, указывая, однако, что грядущее восстановление может происходить очень медленно.

Проблема состоит в том, что в периоды расширения деловой активности фирмы и предприятия охотно повышают цены на свою продукцию, а рабочие, естественно, требуют более высокую заработную плату. Но цены и заработная плата обладают существенно меньшей гибкостью в противоположном направлении; в графическом истолковании это означает, что наклон кривой совокупного предложения практически отличается весьма незначительно от наклона линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства. Из этого следует, что сдвиг вниз кривой совокупного предложения в ответ на уменьшение и вялость спроса будет происходить медленными темпами. Таким образом, экономическая система может на долгий период времени остаться в состоянии депрессии (точка  $E_2$  на рис. 17.6), если только не будут предприняты активные шаги для оздоровления экономики со стороны власть предержащих.

Если проводимая денежно-кредитная политика, уменьшившая количество денег, находящихся в обращении, привела к экономическому спаду (как это проиллюстрировано на рис. 17.6), возможным шагом по стабилизации экономической системы является восстановление количества денег, находящихся в обращении, до прежнего уровня. Это сдвинуло бы кривую совокупного спроса к исходному положению  $AD_1$ , а экономическая система вернется к положению равновесия на долгосрочном временном интервале (точка  $E_1$  на рис. 17.6).

## 17.1 Из истории денег

# ЦЕНЫ И РЕАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА В ПЕРИОД ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ

Экономическая модель совокупного спроса и предложения предполагает, что экономическая система может выйти из состояния экономического спада путем уменьшения уровня цен и сдвига вниз кривой совокупного предложения. Однако, многие экономисты акцентируют внимание на относительной гибкости цен при их понижении.

В качестве наглядного примера этих обстоятельств часто цитируется опыт времен Великой Депрессии. В начале Депрессии уровень цен за последующие четыре года (1929—1933) упал (суммарное падение составило около 25 процентов). В течение периода снижения цен объем реального производства также сократился. Только в 1934 году, при начавшемся повышении уровня цен, реальный объем производства также начал увеличиваться. Скептики утверждают, что если четыре года, сопровождавшиеся падением уровня цен, не принесли экономике стабильность, кто же захочет снова повторить сей рискованный эксперимент?

Возможно в вопросах проведения конкретной денежно-кредитной политики такая точка зрения имеет право на жизнь. Однако представленный здесь график демонстрирует, что цены и реальный объем производства во время Великой Депрессии изменялись соответственно модели совокупного предложения и спроса.

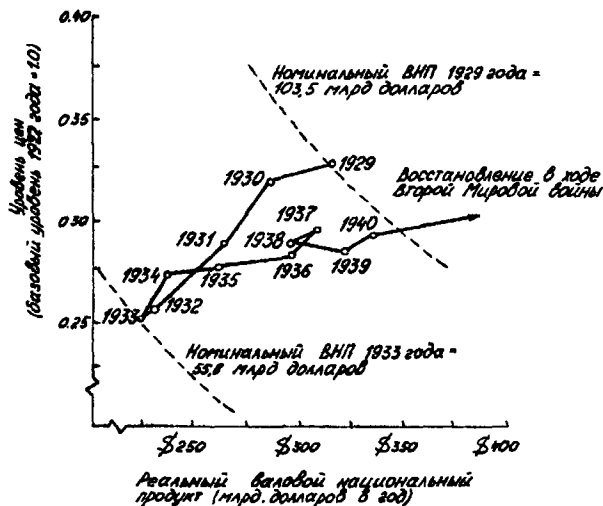
Во-первых, обратим внимание, что цены с 1929 по 1933 годы понижались постоянно (а именно в 1929 году разразился кризис, и «рухнул» спрос). Это с очевидностью показывает, что кривая совокупного предложения не столь близко подходит к линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства, как это утверждает ряд авторов.

Во-вторых, отметим, что траектория, по которой двигалась экономика по мере восстановления спроса, лежит существенно ниже траектории ее движения во время произошедшего спада. Это предполагает, что кривая совокупного предложения сдвинулась вниз, — по крайней мере до неко-

торой степени. Без подобного сдвига, экономика начала бы движение вправо-вверх в период стабилизации, по траектории предшествовавшего спуска.

Наконец, представленная схема показывает, что Великая Депрессия в целом содержала две отдельные фазы сжатия делового цикла. В дополнение к первому сжатию 1929—1933 годов, второе сжатие произошло в 1939 году. Во втором эпизоде (в отличие от первого) реальный объем производства начал увеличиваться еще при продолжающемся падении уровня цен. Это обстоятельство снова предполагает наличие сдвига вниз кривой совокупного спроса.

Взвешенная оценка экономических данных периода Великой Депрессии свидетельствует о справедливости модели совокупного спроса и предложения. Но это вовсе не означает, что терпеливое ожидание спасения экономической системы за счет снижения уровня цен при каждом спаде деловой активности — разумная экономическая политика.



### Сравнительный анализ: инфляция, инспирированная спросом, и инфляция, инспирированная затратами.

На рассматриваемом рисунке одновременный рост денежной массы сдвигает кривую совокупного спроса с  $AD_1$  на  $AD_2$ . На краткосрочных временных интервалах экономическая система движется из положения  $E_1$  в  $E_2$ , а в конечном итоге стремится в точку  $E_3$ , точку нового равновесия на долгосрочном временном интервале. Имеющая место инфляция может быть подразделена на две разновидности. В первом варианте, сдвиг кривой совокупного спроса движет экономическую систему вправо-вверх вдоль фиксированной кривой совокупного предложения; инфляция, сопутствующая этому процессу, называется **инфляцией, инспирированной спросом**. Во втором варианте, сдвиг кривой совокупного предложения движет экономическую систему влево-вверх вдоль фиксированной кривой совокупного спроса; инфляция, сопутствующая этому процессу, известна как **инфляция, инспирированная затратами**.

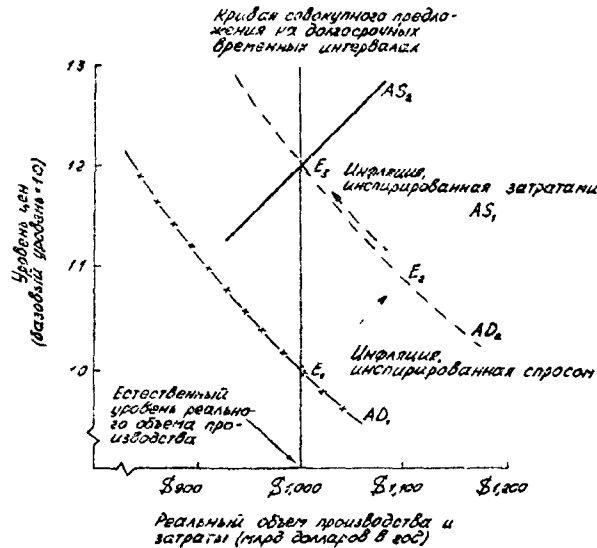


Рис. 17.7

## ДИНАМИКА ИНФЛЯЦИИ

Перенесем наше рассмотрение процессов, присущих экономическому спаду, на такое понятие как инфляция. В качестве исходной точки наших рассуждений рассмотрим экспансионистскую денежно-кредитную политику, при-совокупляя на этот раз некоторые дополнительные детали. На рисунке 17.7 — несколько модифицированном варианте рисунка 17.5 — представлены основные моменты происходящих процессов.

### Сравнительный анализ: инфляция, инспирированная спросом и инфляция, инспирированная затратами («инфляция издержек»)

По мере того, как экономическая система в своем движении проходит от точки  $E_1$  через  $E_2$  к  $E_3$ , характерные изменения в экономике и денежном обращении вызывают инфляцию (длительное повышение уровня цен). Как видно из рис. 17.7, инфляционные процессы развиваются в двух, отличных друг от друга, вариантах. Во-первых, при движении кривой совокупного спроса вверх относительно неподвижной кривой совокупного предложения  $AS_1$ , уровень цен растет, а реальный объем производства увеличивается. Такой вариант называется **инфляцией, инспирированной спросом**, так как растущий спрос подталкивает вверх уровень цен.

И наоборот, по мере того как экономическая система двигается от точки  $E_2$  к  $E_3$ , кривая совокупного предложения сдвигается при неизменном положении кривой совокупного спроса. Теперь, хотя уровень цен продолжает расти, реальный объем производства снижается. Такой вариант мы будем называть **инфляцией, инспирированной затратами** (**инфляцией издержек**), так как в этом случае уровень цен поднимается вверх за счет ожидания увеличения грядущих затрат. Первоначально этот термин применялся в тех случаях, когда требования повышения заработной платы объединениями профессиональных союзов приводили к росту затрат на

**Инфляция, инспирированная спросом** — инфляция, вызванная повышением цен со стороны хозяйственных агентов в ответ на возросший спрос.

**Инфляция, инспирированная затратами** («инфляция издержек») — инфляция, вызванная повышением цен со стороны хозяйственных агентов для покрытия более высоких ожидаемых затрат.

### Последствия «галопирующей» инфляции

На данном рисунке изображены процессы, возникающие в экономике вследствие продолжающейся экспансионистской денежно-кредитной политики, которая все выше и выше сдвигает кривую совокупного спроса. После некоторого первоначального отставания, кривая совокупного предложения также движется вверх, по мере того как фирмы и деловые предприятия ориентируются в своих ожиданиях на все возрастающий уровень цен на привлекаемые факторы производства. До тех пор пока перемещение кривой совокупного спроса происходит пропорционально перемещению кривой совокупного предложения, реальный объем производства может неограниченно долго оставаться выше своего естественного уровня. Однако по мере приспособления фирм к набирающим темп инфляционным процессам, кривая совокупного предложения начнет всякий раз сдвигаться все выше и выше, что в конечном итоге приведет к следующему обстоятельству: реальный объем производства может сохранять высокий уровень лишь при ускорении темпов инфляции из года в год.

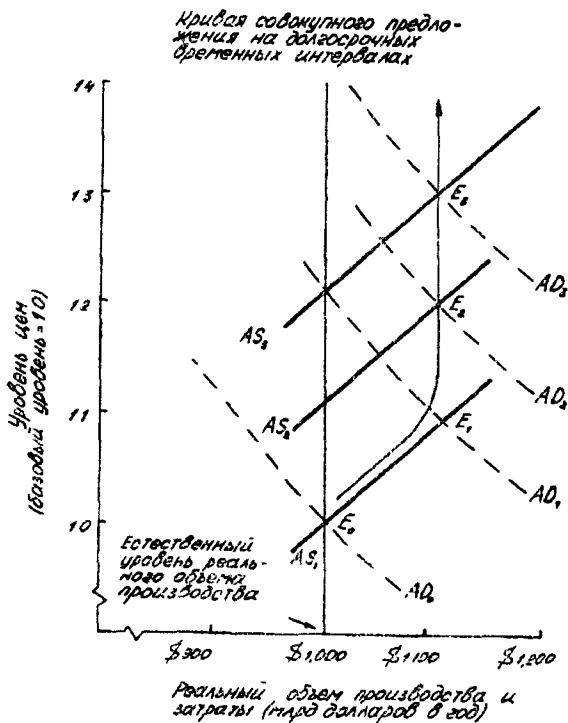


Рис. 17.8

выпуск продукции того или иного предприятия. Теперь этот термин применяется гораздо шире — практически в любом случае, когда кривая совокупного предложения движется вдоль неподвижной кривой совокупного спроса.

Весьма непростая динамика инфляционных процессов, постепенно захвативших экономику США в шестидесятые-семидесятые годы и не ослабевших в начале восьмидесятых годов, полностью может быть исчерпана лишь при рассмотрении взаимодействия двух типов инфляции.

### «Галопирующая» инфляция, сопровождающаяся высоким уровнем реального объема производства

На рисунке 17.8 представлен вариант развития инфляционных процессов, в котором ярко выраженная экспансионистская денежно-кредитная политика усугубляет развитие инфляции. На этом рисунке точка  $E_0$  выбрана в качестве исходной. Далее экономическая активность начинает расширяться, однако экспансионистская денежно-кредитная политика продолжается и после того, как экономическая система достигнет точки  $E_1$ . В результате роста ожидаемого уровня цен на привлекаемые факторы производства кривая совокупного предложения переходит из положения  $AS_1$  в  $AS_2$ , а кривая совокупного спроса также перемещается с  $AD_1$  в  $AD_2$ . При этом экономическая система устремляется к пересечению этих кривых, то есть в точку  $E_2$ . Продолжающийся рост уровня цен продолжает воздействовать на ожидание увеличения затрат, и кривая совокупного предложения продолжает смещаться вверх. В то же самое время продолжающаяся денежно-кредитная экспансия Федеральной Резервной Системы «подхлестывает» кривую совокупного спроса, и экономическая система неуклонно движется вверх по траектории, указанной на рисунке стрелкой.

Рисунок 17.8 иллюстрирует процессы, связанные с одновременным воздействием на экономику инфляции, инспирированной спросом, и инфляции, инспирированной затратами. Когда кривая совокупного спроса и кривая со-



вокупного предложения совместно движутся вверх с одинаковой скоростью, реальный объем производства остается выше своего естественного уровня в течение продолжительного времени. На самом деле в этом случае экономическая система лишь «приобрела» высокий уровень реального объема производства и относительно низкий уровень безработицы (по крайней мере ниже, чем тот, который обычно сопровождает достигнутый уровень производства) за счет инфляционных процессов.

Некоторые экономисты шестидесятых годов расценивали эту взаимную связь, — своеобразный компромисс между инфляционными процессами и реальным объемом производства — как неизбежную экономическую реакцию. По их мнению «небольшая» инфляция не очень болезненна, а сопутствующий рост процветания весьма приятен. Однако в семидесятые годы серьезность этой проблемы стала весьма очевидной — приблизительно в это время с достоверностью установлена постоянная взаимная связь инфляционных процессов и реального объема производства.

Суть рассматриваемой проблемы состоит в том, что рисунок 17.8 не может показать, а не в том, что он показывает. Данный рисунок достаточно точно отображает следующее: реальный объем производства может оставаться достаточно высоким при условии пропорциональных сдвигов в положение кривых совокупного спроса и предложения, однако представления об ожиданиях в формировании уровня цен трактуются здесь весьма упрощенно. Темпы роста (то есть сдвиг вправо-вверх на рис. 17.8) кривой совокупного предложения зависят, как мы уже знаем, от того, каким образом рост цен на выпускаемую продукцию действует на ожидания увеличения цен на привлекаемые факторы производства. В семидесятые годы — в продолжении инфляционных процессов — в природе этого воздействия стали очевидны некоторые перемены.

Рассмотрим несложный пример, к которому мы уже обращались ранее. Предположим, что фирмы и деловые предприятия начинают каждый новый год, исходя из ожиданий, что цены на привлекаемые факторы производства в текущем году будут соответствовать уровню предыдущего года. После года или двух, сопровождающихся постоянной инфляцией, только самый недалёкий и ограниченный руководитель не будет принимать во внимание возможность усиления инфляционных процессов в будущем. Кривая совокупного предложения, как все еще можно ее представить, будет зависеть от запрограммированного набора ожиданий относительно цен на привлекаемые факторы производства. Но в данном случае фирмы основывают свои планы скорее на определенном ожидаемом темпе инфляции, а не на неизменном уровне цен.

Рассмотрим, что же привносит в процессы, очерченные на рис. 17.8, ожидания инфляции. Сдвиг вверх кривой совокупного предложения с  $AS_1$  до  $AS_2$  отражает только рост цен, который в действительности имеет место во время первого года, то есть рост уровня цен с 1,0 до 1,1. К тому времени как экономическая система достигнет точки  $E_1$ , фирмы и деловые предприятия столкнутся с десятипроцентным ростом уровня цен за короткий период времени. Располагая подобным опытом, станут ли они ожидать, что уровень цен в наступающем году стабилизируется на отметке 1,1? Вероятнее всего, что нет. Более вероятно предположить, что хозяйственные агенты в своих ожиданиях будут ориентироваться на непрерывную инфляцию, достаточную, скажем, для подъема уровня цен до отметки 1,2 и выше. Это означает, что кривая совокупного предложения уже на втором году достигнет положения  $AS_3$ . Стараясь идти в ногу с «убыстряющейся» кривой совокупного предложения Федеральная Резервная Система будет вынуждена увеличить темп роста денег, находящихся в обращении, и темпы роста совокупного спроса. Такие мероприятия приведут к все более ускоряющейся инфляции в будущем и, соответственно, во все последующие годы.

Таким образом, вывод состоит в том, что реальный объем производства поддерживается выше естественного уровня в течение длительного периода времени только в случае ускорения темпов инфляции из года в год. Сформулированная точка зрения отражает теорию ускорения инфляции. Суть рассмотренной проблемы состоит в том, что на долгосрочных временных интервалах возможен стабильный компромисс: уровень реального объема производства поддерживается выше естественного уровня лишь за счет определенного темпа инфляционного роста цен.

**Теория ускорения инфляции** — теория, согласно которой реальный объем производства может поддерживаться выше своего естественного уровня в течение длительного периода времени за счет увеличения темпов инфляции из года в год.

### Инфляция, сопряженная со спадом

Мы рассмотрели инфляционные процессы при высоком объеме производства и низком уровне безработицы, а также процессы, присущие фазе спада делового цикла: низкий объем производства, высокий уровень безработицы и снижение цен. Могут ли оба процесса происходить одновременно, то есть сопровождаться ростом цен и синхронным застоем объема производства и уровня занятости? Последний опыт экономики США подтверждает, что **инфляция, сопряженная со спадом**, вполне возможна. С 1969 по 1970 год уровень безработицы вырос с 3,5 до 4,9%, тогда как темп инфляции увеличился с 5,4 до 5,9%. С 1973 по 1975 год уровень безработицы повысился с 4,7 до 8,5%, тогда как темп инфляции увеличился с 6,2 до 9,1%, достигнув высшей точки (11%) в 1974 году. С 1979 до 1980 года уровень безработицы вырос с 5,8 до 7,1%, тогда как темп инфляции увеличился с 11,3 до 13,5%. Реальный ВВП сокращался в течение каждого из этих периодов. Каков же механизм инфляции, сопряженной со спадом?

**Инфляция, сопряженная со спадом** — период, характеризующийся ростом цен, ростом безработицы и спадом производства.

**Начало инфляционных процессов, сопряженных со спадом.** На рис. 17.9 представлен механизм возникающих в этот период процессов, рассмотренный в рамках модели совокупного спроса и совокупного предложения. Перво-

### Инфляция, сопряженная со спадом

В результате процесса «галопирующей инфляции», экономическая система прошла по некоей траектории до точки  $E_1$  (отмечена на рисунке стрелкой). В этой ситуации, вместо того, чтобы дать возможность экономической системе продвигаться дальше до точки  $E_{2в}$ , Федеральная Резервная Система всемерно ограничивает рост количества денег, находящихся в обращении, фиксируя кривую совокупного спроса в положении  $AD_1$ , но инерция ожидания инфляционных процессов увлекает кривую совокупного предложения вверх в положение  $AS_2$ . Экономическая система претерпевает инфляцию, инспирированную затратами, которая сокращает реальный объем производства но не в состоянии остановить действия хозяйственных агентов, сопряженные с инфляционными ожиданиями. По мере того, как кривая совокупного предложения сдвигается все выше к положению  $AS_3$ , реальный объем производства падает ниже естественного уровня и наступает период инфляции, сопряженной со спадом. Существуют два возможных варианта выхода экономической системы из создавшейся ситуации. Во-первых, кривую совокупного спроса можно удерживать в положении  $AD_1$ . В этом случае экономическая система в конечном счете вернется в точку  $E_2$ , так как неиспользуемые производственные мощности и высокий уровень безработицы снизят ожидаемый уровень затрат на привлекаемые факторы производства. Во-вторых, ФРС может позволить совокупному спросу начать расти снова, перемещая экономическую систему к положению  $E_4$ .

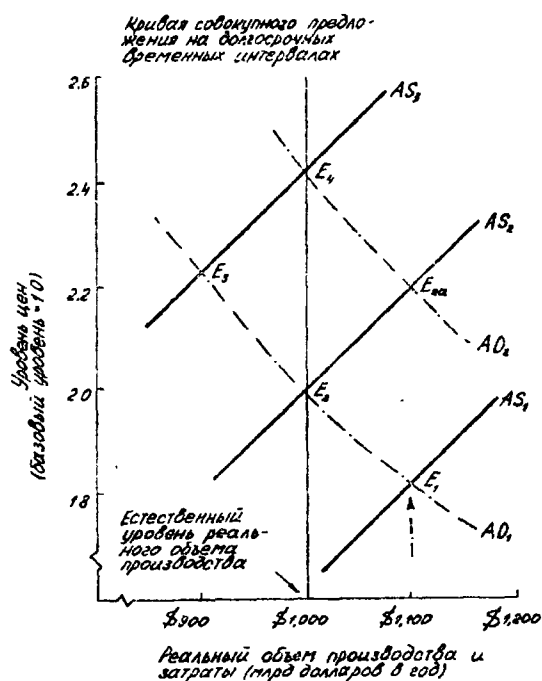


Рис. 17.9

начально экономическая система находится в точке  $E_1$ , что рассматривается как результат господства процессов «галопирующей» инфляции в предыдущие годы. Экономическая система в это время двигалась по траектории, отмеченной на рис. 17.9 стрелкой, и оканчивавшейся в точке  $E_1$ . Ожидая увеличение темпов инфляции в обозримом будущем, фирмы ориентируются в своих ожиданиях на более высокий уровень цен на привлекаемые факторы производства, который определит их затраты в следующем году. Это обстоятельство способствует сдвигу кривой совокупного предложения вверх с  $AS_1$  до  $AS_2$ .

Если действия Федеральной Резервной Системы попустительствуют росту денежной массы со все возрастающей скоростью, кривая совокупного спроса переместится вверх в положение  $AD_2$ , и экономическая система достигнет точки  $E_{2в}$ . Уровень цен возрастет до отметки 2,2, а реальный объем производства останется на уровне 1100 миллиардов долларов, что много выше естественного уровня. Предположим, что Федеральная Резервная Система решает среагировать на инфляционные процессы, резко остановив рост количества денег, находящихся в обращении. Без наличия такого роста кривая совокупного спроса останется в положении  $AD_1$ . Однако, хозяйственные агенты по-прежнему ожидают будущий рост уровня цен на привлекаемые факторы производства. Кривая совокупного предложения, таким образом, продолжает смещаться вверх — из положения  $AS_2$  до  $AS_3$ . Учитывая, что ФРС по-прежнему ограничивает рост денежной массы, экономическая система устремится из положения  $E_2$  к  $E_3$ . Инфляция, сопряженная со спадом усиливается, а уровень реального объема производства падает ниже естественного уровня.

Отметим, что главным «виновником» инфляции, сопряженной со спадом, является инерция в ожидании инфляционных процессов. Именно она продолжает «тянуть» вверх кривую совокупного предложения, даже некоторое время спустя предпринятых ограничительных мер со стороны ФРС.

**Выход из инфляции, сопряженной со спадом.** Существуют два возможных варианта выхода экономической системы из создавшейся ситуации. Быстрый способ в стабилизации ситуации состоит в возобновлении экспансионистской денежно-кредитной политики. Сдвигая кривую совокупного спроса вверх в положение  $AD_2$  (и учитывая, что кривая совокупного предложения останется в положении  $AS_3$ ), экономическая система может возвратиться к естественному уровню реального объема производства. Однако такая «рваная» денежно-кредитная политика, в которой периоды стимулирования резко сменяются периодами ограничений, не способствует постоянному прогрессу в борьбе с инфляционными процессами. Наоборот, подобные действия могут раскрутить инфляционную спираль, при которой инфляция переходит на более высокий уровень вслед за каждым экономическим спадом. Экономика США в семидесятые годы стала жертвой подобных процессов.

Иначе ФРС может предпочесть увеличивать рост денежной массы, несмотря на продолжающийся спад. В этом случае кривая совокупного спроса останется в положении  $AD_1$ . Тогда хозяйственные агенты рано или поздно осознают, что они преувеличили свои ожидания относительно роста уровня цен на привлекаемые факторы производства. Кривая совокупного предложения  $AS_3$  отражает ожидания, что цены на привлекаемые факторы производства будут расти до уровня 2,4, что следует, исходя из пересечения кривой совокупного предложения и линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства (рис. 17.9). Однако в рассматриваемом нами случае, по мере продвижения экономической системы из положения  $E_2$  в положение  $E_3$ , уровень цен на самом деле лишь незначительно увеличивается относительно отметки 2.2. Как только хозяйственные агенты осознают, что они переоценили темпы роста инфляции, кривая совокупного предложения начинает сдвигаться назад вниз. Допуская, что в этот период не происходит никаких изменений в проводимой денежно-кредитной политике, экономическая система продолжит движение вниз и вправо вдоль кривой совокупного спроса  $AD_1$ , пока уровень реального объема производства не вернется к своему естественному значению.

В модели совокупного спроса и совокупного предложения ограниченный рост денежной массы в конечном итоге восстанавливает стабильность цен. Однако, никто не способен дать гарантии того, что возврат к стабильным ценам окажется быстрым и безболезненным. Например, инфляционная спираль семидесятых годов в американской экономике закончилась двумя жесткими, следующими один за другим, спадами 1980—1981 годов и 1982 года. В эти годы уровень безработицы достиг наивысшего уровня за последующие полвека. Многие экономисты получили наглядный урок. Выяснилось, что приостановка инфляционных процессов стоит для экономической системы столь дорого, что лучшей экономической политикой в этом случае является та, которая не дает этим процессам развернуться в полную силу.

### Резкие нарушения (шок) предложения

В предыдущем примере инфляция, инспирированная затратами, возникла в результате инерции в ожидании инфляционных процессов, которые вызвали перемещение кривой совокупного предложения вверх, даже после стабилизации совокупного спроса, обеспеченной мероприятиями ФРС. В этом разделе мы обратимся к другой схеме инфляционных процессов, инспирированных затратами. В этом варианте первоначальным толчком, способствующим развитию инфляционных процессов, является нарушение или срыв предложения какого-либо товара или определенной группы товаров. Такие процессы получили название **шок (срыв) предложения**.

**Шок (срыв) предложения** — резкое нарушение предложения отдельного вида товаров или группы товаров, связанных между собой.

**Нефтяной кризис.** Нефтяные кризисы семидесятых-начала восьмидесятых годов представляют классические примеры шока предложения. Они разразились с того времени, когда Организация Стран-Экспортеров Нефти (ОПЕК) ограничила предложение нефти, поставляемой в США и другие страны-потребители нефтепродуктов. Цена на нефть резко возросла. Поскольку цены на все виды энергоносителей имеют тенденцию следовать за ценами на нефть, и поскольку энергия — основной компонент затрат для большинства фирм и предприятий, повышение цен на нефть немедленно повысило уровень затрат, ожидаемых в производстве.

Схематично эти процессы представлены на рис. 17.10. Первоначально экономическая система находится в состоянии равновесия  $E_1$ . При этом уровень цен стабилен, и предполагается, что он таковым и останется; затем происходит резкое нарушение предложения. Реакция хозяйственных агентов на эти изменения такова: они ожидают, что уровень цен на привлекаемые в процессе производства энергоресурсы возрастет, а уровень цен на остальные привлекаемые факторы производства останется постоянным. Это означает рост среднего ожидаемого уровня цен на все привлекаемые факторы производства, который сдвигает кривую совокупного предложения с  $AS_1$  на  $AS_2$ . (Пересечение кривой  $AS_2$  с линией, характеризующей уровень реального объема производства, соответствует ожидаемому уровню цен на привлекаемые факторы производства). Неизменная денежно-кредитная политика поддерживает совокупный спрос (в номинальных единицах) на существующем уровне, так что кривая совокупного спроса находится в положении  $AD_1$ . Результатом этого процесса является развитие инфляционных процессов, сопряженных со спадом. По мере движения экономической системы от  $E_1$  к  $E_2$ , уровень цен и безработица растут, а реальный объем производства сокращается.

**Экономическая политика и шок предложения: ответная реакция.** Резкое нарушение предложения начинается ростом цен на какой-либо товар (в рассматриваемом случае — нефть и нефтепродукты) относительно цен на дру-

### Последствия резких нарушений предложения

Начиная с точки равновесия экономической системы  $E_1$ , резкие нарушения предложения повышают ожидаемый уровень цен на привлекаемые факторы производства и сдвигают кривую совокупного предложения вверх до положения  $AS_2$ . Дальнейшие события зависят от ответных действий Федеральной Резервной Системы. Если ФРС поддерживает количество денег, находящихся в обращении, на постоянном уровне, кривая совокупного спроса останется на уровне, определяемом кривой  $AD_1$ . Экономическая система сместится в положение  $E_2$ , претерпевая инфляцию, сопряженную со спадом, но, в конечном итоге, возвратится в положение  $E_1$ , по мере того, как хозяйственные агенты адаптируют свои ожидания к уровню цен на привлекаемые факторы производства. С другой стороны, ФРС может предпринять попытку удержать реальный объем производства на его естественном уровне путем увеличения количества денег, находящихся в обращении, сдвигающего кривую совокупного спроса в положение  $AD_2$ . Такие меры «узаконивают» инфляционные процессы, инспирированные резкими нарушениями предложения, и могут способствовать раскручиванию инфляционной спирали. Кроме того, срывы в экономике на микроуровне, возникающие как следствие резких нарушений предложения, могут привести к сокращению уровня реального объема производства, несмотря на все усилия ФРС. И, наконец, ФРС может уменьшить количество денег, находящихся в обращении, сдвигая кривую совокупного спроса в положение  $AD_3$ . По мере движения экономической системы в положение  $E_4$ , реальный объем производства резко сократится, хотя инфляции как таковой можно будет избежать. По мере приспособления уровня цен на привлекаемые факторы производства к новой ситуации (отпуская кривую совокупного предложения назад в положение  $AS_1$ ), ФРС может ослабить свои усилия по сокращению денежной массы, возвращая экономическую систему в исходное состояние равновесия  $E_1$ .

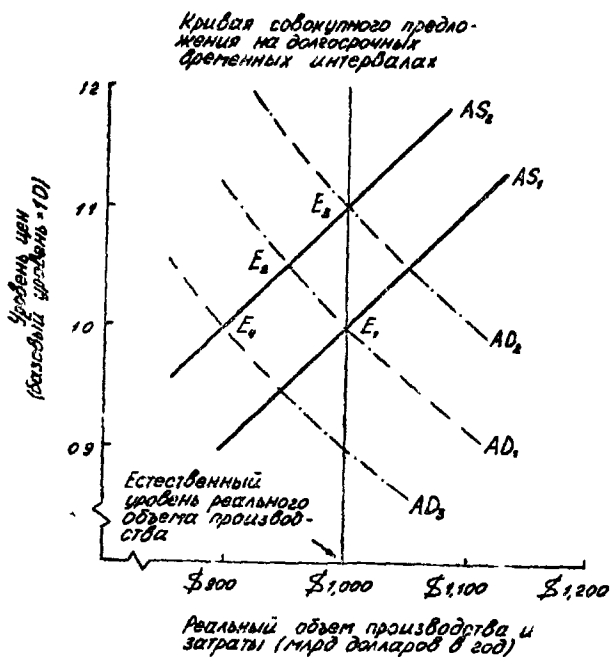


Рис. 17.10

гие виды товаров. Влияние этих изменений на средний уровень цен во всей экономической системе в первую очередь зависят от соответствующей реакции Федеральной Резервной Системы на происходящее. В возможном выборе ФРС существует несколько альтернативных вариантов.

Рассмотрим первый вариант проведения денежно-кредитной политики. ФРС может не предпринимать никаких активных действий, тем самым позволяя кривой совокупного спроса оставаться в положении  $AD_1$  (рис. 17.10). В этом случае абсолютный уровень цен сначала возрастает (по мере того, как экономическая система переходит из состояния  $E_1$  в  $E_2$ ), однако при таком перемещении цены на привлекаемые факторы производства поднимаются в несколько меньшей степени, чем того ожидали хозяйственные агенты в начале процесса, так как недогрузка производственных мощностей и растущая безработица (процессы, связанные с сокращением уровня реального объема производства в этом случае — прим. пер.) снижают цены на все остальные (неэнергетические) привлекаемые факторы производства. Как только фирмы и деловые предприятия осознают, что рост уровня цен на привлекаемые факторы производства оказался меньше их первоначальных ожиданий и опасений, кривая совокупного предложения начнет

поступательное движение вниз, возвращаясь к первоначальному положению, и в конце концов экономическая система вернется в точку  $E_1$ . В этом положении цены на привлекаемые факторы производства неэнергетической природы упадут в степени, достаточной для компенсации роста цен на энергоносители, что позволяет среднему уровню цен вернуться на исходный уровень.

Хотя сохранение постоянства количества денег, находящихся в обращении, при резких нарушениях предложения в конце концов приводит экономическую систему в исходное положение равновесия, это достигается лишь за счет инфляции, сопряженной со спадом. Другие варианты денежно-кредитной политики имели бы иной исход.

Рассмотрим второй вариант. ФРС не препятствует росту количества денег, находящихся в обращении, причем степень этого роста полностью соответствует потребности, сформированной инфляционными ожиданиями хозяйственных агентов. В графической интерпретации (рис. 17.10) это означает, что кривая совокупного спроса сдвигается вверх в положение  $AD_2$ , а экономическая система сместится из положения  $E_1$  в  $E_3$ , минуя на этой траектории промежуточные этапы, связанные с сокращением уровня реального объема производства. Однако на практике микроэкономический спад, сопровождающий резкое изменение относительных цен, вероятнее всего спровоцирует спад реального объема производства на краткосрочном временном интервале. И трудно сказать, какая из стран — США, не препятствовавшая росту денежной массы в период нефтяного кризиса, или Швейцария, проводившая более жесткую денежно-кредитную политику, пережили эти времена менее болезненно.

Сторонники развития инфляционных процессов, вызванных шоком предложения, утверждают, что одноразовый рост уровня цен — это наименьшее из зол, происходящее вследствие нарушения предложения. Однако противники этой точки зрения считают, что начавшаяся инфляция, разгоревшись, может выйти из-под контроля. В этом случае ФРС, рано или поздно придется устанавливать контроль за развитием инфляционных процессов, свержая экономическую систему в возможно более жесткий спад.

Защищаясь от этой возможности, ФРС теоретически может среагировать на шок предложения, сокращая количество денег, находящихся в обращении, а не расширяя его. В графической интерпретации это означает сдвиг кривой совокупного спроса в положение  $AD_3$ . На краткосрочных временных интервалах это приведет к спаду, по мере продвижения экономической системы из положения  $E_1$  в  $E_4$ . Снижение уровня реального объема производства на краткосрочных временных интервалах в этом варианте превысит потери, связанные с реализацией альтернативных программ, однако в данном случае средний уровень цен ни на йоту не поднимется выше фиксированного уровня. Даже на коротких временных интервалах цены на товары неэнергетического профиля значительно упадут, компенсируя относительный рост цен на энергоносители.

Такой исход не дает оснований для ожидания инфляции. Таким образом, кривая совокупного предложения быстрее вернется к своему исходному положению, а спад, — вероятнее всего резкий — по крайней мере будет весьма непродолжительным. Позднее, по мере того как произойдет адаптация ожиданий относительно уровня цен на привлекаемые факторы производства, и кривая совокупного предложения вернется назад в положение  $AS_1$ , можно либерализовать мероприятия, направленные на ограничение денежной массы. Это позволит экономической системе вернуться к долгосрочному положению равновесия (точка  $E_1$  на рис. 17.10). Однако, с точки зрения экономической политики, вариант, связанный с таким жестким спадом, делает его малопривлекательным.

**Иные примеры резких нарушений предложения.** Рост цен на нефть в семидесятые годы — наиболее известный пример шока предложения, но им далеко не исчерпывается ряд резких нарушений предложения, зарегистрированный в последние годы. Погодные условия и сопутствующий им неурожай в сельскохозяйственном производстве, сфера капитального строительства и транспорт также способны вызвать резкие нарушения предложения, хотя длительность их большей частью весьма непродолжительна. Изменения обменного курса доллара относительно других валют создают еще один важный источник шока предложения. Уменьшение стоимости доллара на международном валютном рынке увеличивает стоимость импортируемых в США товаров для американских покупателей. Это обстоятельство повышает производственные затраты для американских фирм, которые приобретают импортные товары в качестве привлекаемых в производство факторов. В свою очередь это повышает стоимость жизни рабочих, увеличивая затраты, связанные с оплатой их труда. Подробно события, разворачивающиеся на международных валютных рынках, и их влияние на развитие экономики внутри страны рассмотрены в главах 21 и 22.

Необходимо отметить, что резкие нарушения предложения могут оказать на уровень цен не только повышающее, но и понижающее воздействие. Понижение цен на импортируемую нефть или высокий урожай, снизивший цены на сельскохозяйственную продукцию, рост международного курса доллара, — все это изменяет положение кривой совокупного предложения, увлекая ее вниз. Такой сдвиг стимулирует рост реального объема производства и оказывает понижающее давление на абсолютный уровень цен.

Резкие нарушения предложения, протекающие в благоприятном режиме, способствовали спаду инфляции в экономике США в середине восьмидесятых годов. Антиинфляционные процессы, последовавшие за спадом 1980 года и 1981—1982 годов, были усилены за счет резкого роста международного курса доллара в эти годы. В середине восьмидесятых годов, когда курс доллара миновал свою максимальную отметку, падение мировых цен на нефть и нефтепродукты более чем компенсировало потенциальные инфляционные последствия роста цен на импортную продукцию. Денежно-кредитная политика в течение рассматриваемого периода времени была направлена на проведение ряда антиинфляционных мероприятий, однако произошедшие изменения в предложении со своей стороны сильно способствовали ее успеху.

## РАЦИОНАЛЬНЫЕ ОЖИДАНИЯ И НЕОКЛАССИЧЕСКАЯ ЭКОНОМИКА

В настоящей главе мы подчеркивали значение ожиданий в определении и прогнозировании положения кривой совокупного предложения. Исходя из упрощающих допущений, на которых основан весь предыдущий графический материал, а равно наши рассуждения, кривая совокупного предложения пересекает линию, характеризующую естественный уровень реального объема производства, в точке соответствующей уровню цен, эквивалентному уровню ожидаемых цен на привлекаемые факторы производства, на которые ориентируются хозяйственные агенты в своей производственной деятельности. Экономика может оставаться в состоянии равновесия на долгосрочном временном интервале тогда и только тогда, когда реальный уровень цен равен ожидаемому уровню цен.

Реальный объем производства превосходит свой естественный уровень только в периоды превышения уровня цен, ожидаемого хозяйственными агентами (в графической интерпретации это означает, что экономическая система находится в той точке на кривой совокупного предложения, которая лежит выше и правее точки пересечения кривой совокупного предложения и линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства.) Подобным образом реальный объем производства падает ниже естественного уровня только в периоды, когда реальный уровень цен находится ниже ожиданий хозяйственных агентов (в графической интерпретации это означает, что экономическая система находится в той точке на кривой совокупного предложения, которая лежит ниже и левее точки пересечения кривой совокупного предложения и линии, характеризующей естественный уровень реального объема производства). Таким образом, все периоды спада и усиления инфляции преподносят непредсказуемые сюрпризы, которые дезориентируют хозяйственных агентов и, соответственно, наводят на ошибочные предложения о вероятных изменениях уровня цен в обозримом будущем.

### Теория адаптивных ожиданий

До сего момента, несмотря на важность ожидания того или иного уровня цен для поведения экономической системы, мы уделяем мало внимания самому процессу формирования этих ожиданий. Наши взгляды развивались

в предположении, что хозяйственные агенты основывают свои ожидания определенного уровня цен на привлекаемые факторы производства в непосредственном будущем, отталкиваясь от его изменений в недалеком прошлом. В области экономики, которая рассматривает инфляцию и связанные с ней процессы, представления о том, что хозяйственные агенты формируют свои ожидания на основе экстраполяции тенденций этих изменений в прошлом, известны как **теория адаптивных ожиданий**. Наиболее упрощенный вариант этой теории гласит о том, что хозяйственные агенты формируют свои представления о затратах на следующий год путем экстраполяции темпов инфляции года прошедшего.

Уровень обобщения теории адаптивных ожиданий, изложенный как «люди учатся на основе предыдущего опыта», никто не станет отрицать. Но, конечно, подобный уровень развития этой теории вряд ли способен удовлетворить экономистов. В последние годы экономическая мысль выдвинула новый подход к интерполяции ожиданий. Это направление получило название «неоклассическая экономика». Далее мы рассмотрим ее приложения к различным аспектам денежно-кредитной политики.

### Теория рациональных ожиданий

Стержнем неоклассической школы экономической мысли является **теория рациональных ожиданий**. Эта теория утверждает, что люди заглядывают в будущее, равно как и оглядываются в прошлое — то есть они не только экстраполируют прошлые события, но и подвергают анализу будущее. Люди основывают свои ожидания о будущем экономики не только на основании прошлых событий, но и основываясь на ожиданиях относительно настоящей и будущей экономической политики и анализа ее вероятных влияний на состояние экономики. Рассмотрим характерный пример. В середине предвыборной президентской кампании, экономическая система претерпевала очень умеренную инфляцию — не более 3% в год. Зная, что американцы в массе своей не испытывают к инфляционным процессам нежные чувства, оба кандидата в Президенты, вечер за вечером появляясь на экране ТВ, старались перещеголять друг друга в своих обещаниях победить инфляцию. Однако, очень скоро выясняется, что эти обещания оказались праздно болтовней. Бывший претендент, а ныне уже Президент, использовал все свое влияние, стремясь оказать давление на вновь назначенных членов ФРС и надеясь подстегнуть рост количества денег, находящихся в обращении. Он рассчитывал, что это мероприятие снизит номинальные нормы процента и поможет завоевать ему голоса строительных рабочих, покупателей автомобилей и других групп населения, которым в данный момент времени низкие номинальные

**Теория адаптивных ожиданий** — теоретическая посылка, указывающая на то, что формирование ожиданий хозяйственных агентов происходит путем экстраполяции тенденций развития процесса в прошлом.

**Неоклассическая экономика** — школа экономической мысли, основанная на теории рациональных ожиданий.

**Теория рациональных ожиданий** — теоретическая посылка, указывающая на то, что формирование ожиданий хозяйственных агентов относительно будущего экономической системы происходит как на основе экстраполяции тенденции развития в прошлом, так и на основе анализа грядущих возможностей.

нормы процента оказываются на руку. Тем временем, его бывший конкурент налево и направо обещал выделить огромные суммы на финансовую поддержку наиболее популярный в каждом штате программ, а также обещал воздержаться от увеличения налогов. Какой же темп инфляции в этих условиях могут ожидать рядовые американцы?

С точки зрения теории адаптивных ожиданий — скорее всего как и раньше: где-то около 3% в год. Неоклассицисты считают такой подход безнадежно наивным. Рационально переработав полученную информацию, включая возможные последствия наиболее вероятного политического курса обоих кандидатов в Президенты, хозяйственные агенты решают, что темпы инфляции в будущем году увеличатся и соответственно этим обстоятельством будут строить свои экономические планы.

Скептики подвергают теорию рациональных ожиданий злобной и насмешливой критике. Они утверждают, что слишком наивно ожидать от каждого водопроводчика или владельца маленького дела знаний, присущих скорее доктору экономических наук<sup>1</sup>. Такая критика не имеет под собой почвы. Теория рациональных ожиданий не предполагает, что каждый индивид обладает всеобъемлющей суммой знаний и фактов, но лишь то, что хозяйственные агенты не отбрасывают интересующую информацию, попавшую в их распоряжение. Они принимают во внимание всю информацию, которой они располагают, включая сведения о вероятных последствиях настоящей и прошлой финансово-экономической политики. Чем большую роль в экономике играет принятие тех или иных решений, тем больше усилий прилагают хозяйственные агенты для сбора интересующей информации. На высшем уровне принятия решений — руководители корпораций, президенты компаний и промышленных объединений — эти обстоятельства подразумевают постоянное обращение к экспертным экономическим консультациям и оценкам.

### Рациональные ожидания и супернейтральность

Теория рациональных ожиданий имеет огромное значение для проведения эффективной экономической политики. На рисунке 17.11 представлена попытка проиллюстрировать этот тезис. Рассмотрение начинается от исходной точки равновесия экономической системы ( $E_1$ ) в предположении, что в недалеком прошлом инфляционные процессы не наблюдались. В этот момент не закрытое — как, впрочем, всегда — заседание собираются члены Федерального Комитета Открытого Рынка и принимают решение о резком повышении темпов роста количества денег, находящихся в обращении. Это неожиданное обстоятельство сдвигает кривую совокупного спроса вправо — из положения  $AD_1$  на  $AD_2$ . Не ожидая роста цен на привлекаемые факторы производства, фирмы и деловые предприятия реагируют на рост спроса увеличением объема выпускаемой продукции и повышением цен на свою продукцию (кривая совокупного предложения  $AS_1$ ). Как и в предыдущих примерах этой главы, экономическая система будет смещаться вдоль прогнозируемой стрелки, отмеченной на рисунке литерой А, создавая постоянное увеличение уровня цен (а также увеличивая объем производства и снижая уровень безработицы, что, как мы видели ранее, присуще такому переходному периоду).

Хотя конечный результат и не отличается от рассмотренных ранее процессов, наличествуют существенные различия в ходе событий, этот результат повлекших. В мире рациональных ожиданий экономическая система следует по траектории, отмеченной стрелкой А, только потому, что предпринятая Федеральной Резервной Системой акция явилась для хозяйственных агентов полной неожиданностью. Если бы хозяйственные агенты и отдельные индивиды ожидали нечто подобное, события развернулись бы совсем иным образом.

Предположим, что вместо неожиданно предпринятого ускорения темпов роста денежной массы, председатель ФРС проводит пресс-конференцию вслед за заседанием ФКОР и открыто объявляет об изменениях в проводимой денежно-кредитной политике. Председатель прямо заявляет, что новый курс усилит инфляционные процессы. Средства массовой информации широко освещают высказанную точку зрения, и она получает повсеместное распространение, в нее верят. Теперь, в процессе «верстки» своих перспективных производственных планов и планов найма рабочей силы на ближайшие месяцы, фирма и деловые предприятия принимают во внимание эффекты ожидаемой инфляции и ориентируются на ожидаемый уровень цен на привлекаемые факторы производства. Они, в соответствии с новыми условиями, корректируют свои прейскуранты и товарно-материальные запасы, чтобы получить прибыль, несмотря на ожидаемую инфляцию. Они охотно повышают заработную плату своим сотрудникам, зная, что в обозримом будущем стоимость жизни вырастет, и учитывая, что растущий номинальный спрос позволит им восполнить возросшие затраты на оплату рабочей силы за счет роста цен.

Взятые вместе и ориентированные на усиление инфляционных процессов перспективные планы хозяйственных агентов, сдвигают кривую совокупного предложения в положение  $AS_2$ , но произойдет это не после определенной временной задержки, а сразу после того, как информация о новом повороте в денежно-кредитной политике станет достоянием гласности. В результате этого, экономическая система переместится из точки  $E_1$  в  $E_3$  по пути, указанному на рисунке стрелкой В.

Таким образом, центральное место в практическом приложении этой теории занимает следующая точка зрения неоклассицистов: экспансионистская денежно-кредитная политика неэффективно повышает реальный объем производства и занятость лишь тогда, когда подобные мероприятия носят неожиданный и непредсказуемый характер. Изменения в денежно-кредитной политике, которые полностью прогнозированы, не смогут воздействовать на реальный объем производства или занятость. Даже на краткосрочных временных интервалах, такие действия повлияют только на уровень цен. Аналогичный результат будет наблюдаться, не только в случае широко декларируемых

<sup>1</sup> В оригинале «имеющему степень доктора философии в области экономики», что соответствует принятым в США стандартам. Мы позволили себе употребить руссифицированный термин.— прим. пер.

### Рациональные ожидания и супернейтральность

В экономическом мире, описываемом неоклассицистами, экономическая система будет следовать по траектории, указанной на рисунке стрелкой А, если рост количества денег, находящихся в обращении, происходит неожиданно и инспирирован внезапными изменениями в денежно-кредитной политике. Таким образом, наклонные кривые совокупного предложения ( $AS_1$  и  $AS_2$  на рисунке) — это, собственно, «кривые сюрпризов». Полностью ожидаемый рост количества денег, находящихся в обращении, немедленно сдвинет кривую совокупного предложения вверх, а экономическая система в своем развитии будет следовать по траектории, отмеченной на рисунке стрелкой В. В такой экономической модели принято считать, что деньги супернейтральны.

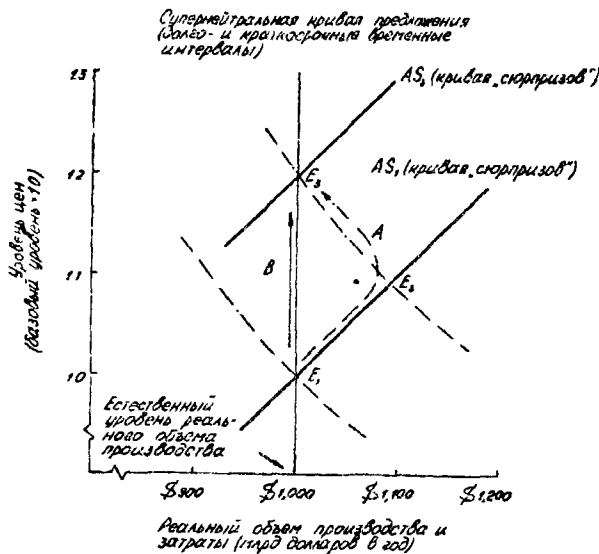


Рис. 17.11

предстоящих мероприятий, как это было рассмотрено в предыдущем примере. Этот результат с необходимостью возникнет и тогда, когда экспортеры и принимающие то или иное решение руководители смогут точно предсказать действия, которые будут предприняты в рамках проведения денежно-кредитной политики, даже если о предстоящих изменениях ничего не сообщается, или они специальным образом завуалированы с целью ввести в заблуждение.

**Супернейтральность денег** — предположение, что ожидаемые изменения в росте количества денег, находящихся в обращении, не влияют на реальный объем производства даже на краткосрочных временных интервалах.

Ранее мы рассмотрели понятие «нейтральность денег», которое подразумевало, что одноразовое изменение количества денег, находящихся в обращении, не будет иметь никакого воздействия на равновесный уровень реального объема производства на долгосрочных временных интервалах. Сторонники неоклассической школы выдвигают более общее и сильное предположение, а именно: действия, направленные на изменения в денежно-кредитной политике не принесут каких-либо изменений в экономической системе даже на краткосрочных временных интервалах, при условии, что хозяйственные агенты и индивиды их полностью ожидают.

Это положение применимо, по их мнению, не только к одноразовым изменениям количества денег, находящихся в обращении, но и к любому типу изменений траектории роста денежной массы во времени. Положение о том, что ожидаемые изменения в росте количества денег, находящихся в обращении, не влияют на реальный объем производства даже на краткосрочных временных интервалах, известно как **супернейтральность денег**.

В графической интерпретации супернейтральность предполагает, что наклонная кривая совокупного предложения — это своего рода «кривая сюрпризов». Кривая совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах при ожидаемых заранее мероприятиях в области денежно-кредитной политики эквивалентна кривой предложения на долгосрочных временных интервалах.



## Рациональные ожидания и супернейтральность: свидетельства и доказательства

Справедлив ли подход, предложенный сторонниками неоклассического направления в экономической мысли? Является ли денежно-кредитная политика эффективной только тогда, когда изменения ее ракурса происходят внезапно? Ввиду важности этого вопроса был предпринят ряд попыток с целью установления истины.

**Свидетельства из опыта экономики США.** Попытка проведения сравнительного анализа экономических последствий ожидаемых изменений денежно-кредитной политики и последствиями неожиданных изменений наталкивается на ряд сложностей. В их числе измерение ожидаемых темпов инфляции, роста денежной массы и ряда других ключевых параметров. Некоторые исследователи полагались на статистические оценки ожидаемых темпов инфляции и роста денежной массы. Например, Роберт Барроу, ведущий представитель неоклассической школы, использовал в своей работе следующие параметры — предшествовавший темп роста денежной массы, уровень безработицы и показатель федеральных расходов — для оценки рационально ожидаемых хозяйственными агентами темпов роста денежной массы. Он обнаружил положительную корреляцию между изменениями реального объема производства с отклонениями действительного темпа роста денежной массы от ожидаемого, полученной в результате проведенных оценок<sup>1</sup>. Однако, результаты Р. Барроу не нашли подтверждения в других работах, построенных на эмпирическом материале.

**Свидетельства из опыта дефляции.** Другой обширный источник материала по рассматриваемой проблеме — это экономический опыт стран, в которых возобладавшие инфляционные процессы были в конце концов поставлены под контроль. Модель совокупного спроса и совокупного предложения, сопряженная с теорией адаптивных ожиданий предсказывает, что период сокращения темпов инфляции будет сопровождаться снижением реального объема производства и высоким уровнем безработицы. Это происходит потому, что инерция инфляционных ожиданий увлекает кривую совокупного предложения все выше, даже после того, как также направленное вверх движение кривой совокупного спроса замедлилось или остановилось. В мире, построенном на рациональных ожиданиях, ожидаемая дефляционная политика не повлияла бы на реальный объем производства, поскольку все хозяйственные агенты приспособят свою деятельность с учетом ожидаемых изменений, связанных с проведением денежно-кредитных мероприятий, и таким образом, сдержат поступательный подъем кривой совокупного предложения.

Из вышеприведенного следует, что в экономическом развитии стран, испытавших дефляционные процессы и мероприятия, можно почерпнуть полезную информацию о теории рациональных ожиданий. Некоторые исследователи в своих поисках обратились к опыту стран, испытавших гиперинфляцию — очень быстрый инфляционный процесс, темпы роста которого составляют, к примеру, пятьсот и более процентов в год. В своей хорошо известной работе<sup>2</sup> известный сторонник неоклассического направления Томас Сарджент изучал гиперинфляцию, поразившую Германию в двадцатые годы — это наиболее сильный за всю историю гиперинфляционный процесс, поразивший Германию в двадцатые годы — это наиболее сильный за всю историю гиперинфляционный процесс, когда-либо поражавший экономику. В 1923 году уровень цен в Германии вырос в миллиард (!) раз, только в декабре этого года цены взлетели на 35 тысяч (!) процентов. В этот момент были приведены в действие крайне резкие меры административно-политического характера, которые включали в себя: установление пределов на рост цен, увеличение налогов и сокращение государственных расходов. Была выпущена новая денежная единица — новая марка, которая соответствовала 1 триллиону старых марок. Инфляция была остановлена практически за один день.

Сарджент в своей работе утверждал, что проведенная дефляция не имела значительного отрицательного воздействия на занятость и реальный объем производства и интерпретировал эти данные, как подтверждение справедливости теории рациональных ожиданий. Реальный объем производства не сократился с окончанием периода инфляции, так как хозяйственные агенты ясно представляли себе последствия проводимой денежно-кредитной политики и приспособили свои ожидания относительно цен и грядущих затрат должным образом. Однако, надо отметить, что ряд его выводов был поставлен под вопрос позднейшими исследователями<sup>3</sup>.

В середине восьмидесятых годов Аргентина и Бразилия попытались повторить германский успех двадцатых годов. При инфляции, составлявшей почти 100% в год, каждая из этих стран ввела новую денежную единицу, пределы роста цен и провела бюджетную реформу. Сначала подобные мероприятия, казалось бы, возымели желаемый результат; однако несколько позже инфляционные процессы в этих странах развернулись с новой силой. Повторные попытки дефляции потерпели неудачу. Трудно сказать, тому виной явились плохо разработанные антиинфляционные программы, или экономическое фиаско последовало из-за политической нестабильности в этих странах. Справедливости ради, необходимо отметить, что аналогичная программа весьма успешно была реализована в Боливии, где первоначальные темпы инфляции были даже выше, чем в Бразилии и Аргентине.

И, наконец, был проведен ряд исследований на материале дефляционных процессов в американской экономике

<sup>1</sup> Robert J. Barro «Unanticipated Money Growth and Economic Activity in the United States» in «Money Expectations and Business Cycles in Macroeconomics (New York: Academic Press, 1981), pp. 137—169

<sup>2</sup> T. Sargent «The Ends Of Four Big Inflation» Chicago Univer. Press, 1982, pp. 41—97.

<sup>3</sup> П. Гарбер (P. Garber) обнаружил значительное отрицательное влияние произошедших процессов на занятость. См. его работу «Transition from Inflation to Price Stability» Аналогичный эффект (на материале Польши и Венгрии) обнаружил Э. Виккер. (E. Wicker) «Terminating Hyperinflation in the Dismembered Hapsburg Monarchy». Однако необходимо отметить, что во всех случаях воздействие на объем производства оказалось существенно меньшим, чем предсказывала теория, основанная на простых адаптивных ожиданиях. Кроме того, в Австрии (четвертом случае гиперинфляции, рассмотренном Сарджендом). Э. Виккер не нашел сколь-нибудь неблагоприятных последствий на объем реального производства.— прим. автора.

восьмидесятых годов с целью подтверждения теории рациональных ожиданий. Предшествующая инфляция в экономике США была далека от своей гиперстадии, и поэтому ее последствия не были столь отчетливо выражены. Тем не менее, дефляция начала восьмидесятых годов снизила реальный объем производства в степени меньшей, чем это ожидалось исходя из теории адаптивных ожиданий.

Некоторые наблюдатели считают, что подобные позитивные изменения в экономике США произошли на основании кредита доверия, оказанного высшим политическим и финансовым кругам. Под этим они подразумевают, что кривая совокупного предложения американской экономической системы сдвинулась вниз во многом благодаря вере народа, что администрация президента Р. Рейгана и высшие руководители ФРС решили покончить с инфляционными процессами самым серьезным образом. Такой эффект в принципе совместим с теорией рациональных ожиданий. Однако несомненно и другое: быстрая и практически безболезненная дефляция тех лет во многом была обеспечена благоприятными для экономики США нарушениями предложения на валютных и энергетических рынках, о чем упоминалось в предыдущих разделах этой главы.

### **Аномалии рассмотренных процессов и эффективность денежно-кредитной политики**

Отчасти неоклассическая экономика привлекла к себе всеобщее внимание, так как предоставляла экономистам необычные и не всегда удобные в реализации рецепты проведения той или иной денежно-кредитной политики. С одной стороны, многие экономисты весьма неуютно себя чувствуют, сталкиваясь с провозглашенной неоклассической экономической доктриной супернейтральности (особенно в ее чистом виде). Они убеждены, что денежно-кредитная политика имеет важное значение в любом случае — неожиданно ли наступают ее изменения или нет; в этих предположениях они опираются на большое число статистических данных, не сопрягающихся с доктриной супернейтральности. Такая точка зрения общепризнана как среди тех, кто ориентируется на милосердное правительство, видя в нем источник экономической стабильности, так и среди тех, кто рассматривает ошибки в проведении денежно-кредитной политики в качестве основной причины экономических бедствий. С другой стороны, большинство экономистов равным образом не могут согласиться с тем, что хозяйственные агенты ведут себя иррационально, намекая перспективные планы своей деятельности и учитывая легкодоступную информацию.

Неудобства, связанные с существованием полярных точек зрения, в итоге привели к формированию эклектической теории на своеобразной «центральной» платформе, которая оставляет место как рациональным ожиданиям, так и на краткосрочных временных интервалах в своей сути предполагает, что хозяйственные агенты ожидают несколько замедленной реакции цен на привлекаемые факторы производства относительно произошедших изменений в спросе. Почему фирмы и деловые предприятия реагируют подобным образом? Почему они ожидают, что цены на привлекаемые ими факторы производства будут отставать от цен на их собственную продукцию, а не поднимутся сразу же за очередным изменением в денежно-кредитной политике?

**Долгосрочные контракты.** Сторонники «центристской» платформы полагают, что в основе реакции предложения на краткосрочных временных интервалах лежат некие аномалии рассмотренных процессов. Одна часто встречающаяся аномалия подобного рода связана с долгосрочными контрактами и другими институционными препонами на пути быстрой адаптации уровня цен. Например, многие фирмы, нанимающие рабочих и служащих, объединенных в профессиональные союзы, заключают и рассматривают трудовые соглашения только один раз в три года. Более того, предприниматели, использующие труд рабочих, не являющихся членами того или иного профсоюза, не пересматривают масштабы заработной платы при каждом небольшом повышении цен. Что справедливо для заработной платы, очевидно и истинно и для многих других привлекаемых факторов производства. Кроме того, необходимые для производства энергия, полуфабрикаты, сырье тоже предлагаются на основе долгосрочных контрактов, которые перезаключаются через значительные сроки; правительственные инструкции и регламентации, определяющие цены на некоторые товары и услуги, еще больше задерживают корректировку и адаптацию уровня цен к меняющимся обстоятельствам.

**Товарно-материальные запасы.** Другой причиной, по которой хозяйственные агенты не ожидают, что грядущие затраты мгновенно среагируют на изменение спроса, является смягчающий этот переход эффект, вызванный наличием товарно-материальных запасов. Рассмотрим простой пример: булочник работает на рынке конкурирующих продавцов. Когда рост спроса на рынке вызывает увеличение рыночной цены на хлеб, фирма увеличивает выпуск своей продукции, взяв для этого муку из своих запасов. Когда запасы будут исчерпаны, хлебопекарное предприятие закажет муку на мукомольном заводе. Завод выполнит заказ, взяв для этого пшеницу из своих собственных запасов.

Через некоторое время мукомольный завод будет вынужден закупать больший объем пшеницы. На рынке зерна цены станут более чувствительными к изменениям спроса, они начнут изменяться с каждым часом, так что к моменту нового заказа цена на пшеницу вырастет. Далее, в следующий раз булочник, заказывая муку, услышит ответ: «Извините, цена на пшеницу выросла, и нам придется поднять цены на муку». Супермаркет, заказывая хлеб, услышит ответ булочника: «Извините, цена на муку выросла, и мне придется поднять цены на хлеб». Но ведь этот процесс требует времени. Руководствуясь этими соображениями, фирмы не ожидают, что их затраты изменятся сразу же за изменением спроса на их продукцию.

**Дефицит информации.** Некоторые экономисты считают, что проблема дефицита информации хозяйственных агентов играет не последнюю роль в реакции величины предложения на краткосрочных временных интервалах. Поначалу фирмы могут принять широкие изменения в совокупном спросе за некое локальное изменение, в части касающейся лишь их собственной продукции. Например, предположим, что экспансионистская денежно-кредитная

политика вызывает рост спроса на все виды продукции, включая хлеб. Местный булочник видит, что продажа его изделий возрастет, но приписывает это обстоятельство удачному повороту дел или сезонному изменению на своем ограниченном местном рынке. Ничто пока не указывает ему, что цены на привлекаемые им факторы производства вырастут. Только позже станет ясно, что имеет место широкомасштабный сдвиг совокупного спроса, и лишь потом эта маленькая фирма станет ориентироваться в своих действиях на изменение заработной платы работникам и цен на другие привлекаемые факторы производства.

**Затраты на прејскуранты.** И, наконец, уровень цен реагирует на изменение спроса с некоторым отставанием вследствие своеобразного механизма, получившего название «затрат на меню». Ресторан не меняет цены каждый день хотя бы из-за того, что печатать новое меню каждый день очень накладно. Схожими соображениями руководствуются фирмы и деловые предприятия, когда печатают и рассылают каталоги и прејскуранты, доводя информацию до сведения своих служб сбыта, своих клиентов.

**Приложение эклектического подхода.** Взятые вместе — долгосрочные контакты, товарно-материальные запасы, дефицит информации и затраты на прејскуранты — приносят некую общую задержку между изменением в спросе на выпускаемую продукцию и соответствующей реакцией затратного механизма. На некоторых рынках эта задержка длится менее продолжительное время, чем на другом. Но в среднем она достаточно длительна и является причиной того, что хозяйственные агенты реагируют на изменения в спросе, как-будто ожидают, что уровень цен на привлекаемые факторы производства будет изменяться медленным темпом, если вообще не останется какое-то время на постоянном уровне (как было в некоторых ранее рассмотренных примерах). Этого достаточно, чтобы кривая предложения на краткосрочных временных интервалах представила бы собой кривую наклонной формы.

Сторонники эклектического подхода считают, что рассмотренные процессы являются причиной того, что экономическая система на краткосрочных временных интервалах будет двигаться вдоль наклонной кривой совокупного предложения, даже в случае ожиданий конкретных перемен в денежно-кредитной политике. И это будет иметь место даже в том случае, когда все хозяйственные агенты будут располагать наиболее подробнейшей информацией о грядущей экономической политике и ее последствиях. Тем не менее, оставаясь в рамках рассматриваемого подхода, разумно положить, что задержка между изменением спроса и уровнем цен будет короче, а отклонения менее заметны, если какому-либо решению об изменении экономического курса предшествует широкое обсуждение, нежели эти перетурбации происходят внезапно, являя собой полную неожиданность.

## Заглядывая вперед

В настоящей главе рассмотрена взаимная связь реального объема производства и уровня цен, обусловленная изменениями в денежно-кредитной политике и резкими нарушениями предложения. Выше был представлен обширный материал и проанализированы различные варианты изучаемых взаимных связей. Тем не менее, наш анализ был ограничен рядом серьезных упрощений.

Мы предполагали, что скорость обращения денег остается постоянной или, по крайней мере, систематически не изменяется в результате изменений денежно-кредитной политики или уровня цен. В следующих двух главах мы снимем это ограничение. Это позволит нам вновь ввести в рассмотрение норму процента (целенаправленно исключенную из анализа в этой главе) не надлежащее ей место.

Кроме того, была исключена из рассмотрения немонетаристская экономическая политика, — ведь изменения в структуре государственных закупок и федеральных налогов могут также иметь важные для экономики последствия. В последующих главах будет рассмотрена модель, интегрирующая эту политику с денежно-кредитной.

Однако, для проведения обобщения на более высоком уровне, придется опять следовать методу «шаг назад, два шага вперед». В основных разделах следующих двух глав мы рассмотрим мир, в котором уровень цен остается постоянным, а такие явления как инфляция и дефляция в нем неведомы. Материал, представленный ниже, — это фундамент знаний в области макроэкономики (подготовленный читатель может рассматривать его как повторение, неподготовленный — как нечто новое), который позволит собрать воедино все рассмотренные явления и представить некую законченную модель.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

**1. Кривая совокупного спроса** показывает изменение уровня суммарных реальных закупок всеми потребительскими единицами в зависимости от изменения уровня цен. В предположении, что количество денег, находящихся в обращении, постоянно, а скорость обращения денег не зависит от уровня цен, кривая совокупного спроса представляет собой наклонную вниз кривую единичной эластичности. Рост количества денег, находящихся в обращении, сдвинет кривую совокупного спроса вправо-вверх, а его уменьшение — влево-вниз.

**2. Кривая совокупного предложения** иллюстрирует изменение уровня суммарного реального объема производства в зависимости от существенного уровня цен. Кривая совокупного предложения имеет некоторый наклон вверх на краткосрочных временных интервалах, поскольку хозяйственные агенты реагируют на изменения в совокупном спросе, руководствуясь ожиданиями, что уровень цен на привлекаемые факторы производства отстанет от роста спроса. Облегчая анализ происходящих процессов, мы предполагаем, что хозяйственные агенты в своей предпринимательской деятельности ориентируются на постоянство уровня цен на привлекаемые факторы произ-

водства на краткосрочных временных интервалах. Ожидаемый рост уровня цен на привлекаемые факторы производства сдвигает кривую совокупного предложения вверх; уменьшение уровня цен на привлекаемые факторы производства сдвигает кривую совокупного предложения вниз.

3. Рост количества денег, находящихся в обращении, сдвигает кривую совокупного спроса вправо-вверх. При этом, на краткосрочных временных интервалах хозяйственные агенты в своей предпринимательской деятельности опираются на ожидания постоянства уровня цен на привлекаемые факторы производства; экономическая система движется вверх и вправо вдоль кривой совокупного предложения. Реальный объем производства и уровень цен растут. С течением времени набирающие силу инфляционные процессы начинают влиять на уровень цен на привлекаемые факторы производства. В связи с ожидаемым ростом уровня цен на привлекаемые факторы производства кривая совокупного предложения сдвигается вверх. Экономическая система движется к новому положению равновесия на долгосрочном временном интервале; при этом реальный объем производства возвращается к своему естественному уровню, а уровень цен становится выше, чем он был первоначально. Положение о том, что на долгосрочных временных интервалах изменение количества денег, находящихся в обращении, влияет только на уровень цен, а отнюдь не на уровень реального объема производства, известно в экономической науке как «нейтральность денег».

4. Уменьшение количества денег, находящихся в обращении, начиная с некоего положения равновесия экономической системы на долгосрочных временных интервалах, сдвинет кривую совокупного спроса влево-вниз. Экономическая система, по мере своего поступательного движения вниз и влево вдоль кривой совокупного предложения, претерпевает спад. Без каких бы то ни было дополнительных действий и мероприятий в области денежно-кредитной политики, кривая совокупного предложения в конечном итоге сдвинется вниз по мере того, как фирмы и деловые предприятия понизят уровень затрат на привлекаемые факторы производства. Экономическая система достигнет нового положения равновесия при сохранении реального объема производства на естественном уровне и уровне цен ниже первоначального, однако этот процесс в реальных условиях может растянуться на очень длительный период времени. Экспансионистская денежно-кредитная политика, сдвигающая кривую совокупного спроса в первоначальное положение (вправо-вверх), дает возможность выхода из спада в более короткие сроки.

5. **Инфляция, инспирированная спросом** происходит при сдвиге вправо-вверх кривой совокупного спроса и движении экономической системы вверх и вправо вдоль фиксированной (или очень медленно меняющейся) кривой совокупного предложения. Реальный объем производства растет во время инфляции, инспирированной спросом, а уровень безработицы падает. **Инфляция, инспирированная затратами**, имеет место, когда ожидаемый уровень цен на привлекаемые факторы производства растет, «подтягивая» экономическую систему вверх и влево вдоль фиксированной (или очень медленно меняющейся) кривой совокупного спроса. Реальный объем производства падает, а уровень безработицы растет во время инфляции, инспирированной затратами.

6. Согласно **теории ускорения инфляции**, реальный объем производства может остаться выше своего естественного уровня на длительный период времени лишь при условии постоянного роста темпа инфляции. Торможение процессов «галопирующей» инфляции методами и средствами денежно-кредитной политики ввергает экономическую систему в инфляцию, сопряженную со спадом. В этом случае инерция ожиданий инфляционных процессов продолжает увлекать вверх кривую совокупного предложения даже после того, как корректировка курса денежно-кредитной политики замедлила поступательное движение вверх кривой совокупного спроса.

7. **Резкие нарушения (шок) предложения** такие, как изменение мировых цен на нефть и нефтепродукты, изменение обменного курса доллара на международных валютных рынках, неурожай влияют на ожидаемый уровень цен на привлекаемые факторы производства и сдвигают кривую совокупного предложения. Неблагоприятные нарушения предложения повышают уровень цен и снижают реальный объем производства; благоприятный шок предложения, естественно, приводит к обратным результатам.

8. Согласно **теории рациональных ожиданий** хозяйственные агенты и индивиды формируют свои ожидания и представления о будущем развитии экономической системы, не только основываясь на предшествовавших событиях, но также принимая в расчет ожидания о грядущей экономической политике и вероятных ее последствиях. Согласно одному из выводов данной теории (далеко не бесспорному по мнению многих экономистов) — гипотезе супернейтральности денег — любые мероприятия денежно-кредитной политики не будут влиять на уровень реального объема производства даже на краткосрочных временных интервалах, если они не наступают в качестве внезапного и неожиданного фактора, своего рода сюрприза для участников рыночного процесса.

### Термины для повторения

Дефлятор ВВП  
Кривая совокупного спроса  
Кривая совокупного предложения  
Резкие нарушения (шок) предложения  
Кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах  
Неоклассическая экономика  
Нейтральность денег  
Инфляция, инспирированная спросом

Теория ускорения инфляции  
Инфляция, сопряженная со спадом  
Естественный уровень реального объема производства  
Теория адаптивных ожиданий

Теория рациональных ожиданий  
Супернейтральность денег  
Инфляция, инспирированная затратами

### Вопросы для повторения

1. Объясните, почему кривая совокупного спроса — это кривая единичной эластичности (предполагается, что количество денег, находящихся в обращении, постоянно, а скорость обращения денег не зависит от изменений в предложении денег и уровня цен?) Что может заставить сдвинуться кривую совокупного спроса при таких допущениях?
2. Какие предположения относительно ожиданий хозяйственных агентов о ценах на привлекаемые факторы производства лежат в основе наклонной кривой совокупного предложения? Покажите, как фирмы на рынке конкурирующих продавцов и монополистическом рынке реагируют на рост совокупного спроса, исходя из этих предположений.
3. Как, исходя из положения о нейтральности денег, реакция экономической системы на рост количества денег, находящихся в обращении, на долгосрочных временных интервалах отличается от соответствующей реакции на интервалах краткосрочных?
4. Что происходит с уровнем цен и реальным объемом производства, когда экономическая система входит в период спада? Когда экономическая система выходит из этого состояния (как со сдвигом вправо-вверх кривой совокупного спроса так и без него)?
5. Что происходит с уровнем цен и реальным объемом производства во время инфляции, инспирированной спросом? Во время инфляции, инспирированной затратами?
6. При каких условиях реальный объем производства может оставаться выше своего естественного уровня в течение длительного периода времени (вспомните о теории ускорения инфляции)?
7. Какие мероприятия денежно-кредитной политики помогают бороться с резкими нарушениями предложения? Перечислите их и обсудите преимущества и недостатки каждого из них.
8. Чем теория рациональных ожиданий отличается от теории адаптивных ожиданий? Каким образом ожидания хозяйственных агентов влияют на реакцию экономической системы относительно проводимой денежно-кредитной политики?

### Темы для обсуждения

1. Начертите кривую совокупного спроса экономической системы, полагая, что количество денег, находящихся в обращении, равно 600 миллиардам долларов, а скорость обращения денег равна 4. Покажите, как сдвинется эта кривая, если количество денег, находящихся в обращении, сократится до 500 миллиардов долларов, тогда как скорость обращения денег остается неизменной.
2. Начертите диаграмму совокупного спроса и предложения, чтобы проиллюстрировать следующий вариант развития экономической системы: начиная с положения стабильного уровня и существования равновесия на долгосрочном временном интервале, денежная масса сокращается из года в год в течение нескольких лет (что своего рода есть «зеркальное» отображение «галопирующей» инфляции, рассмотренной на рис. 17.8). Что должно произойти с уровнем цен, чтобы сохранить реальный объем производства ниже его естественного уровня в течение длительного времени?
3. Покажите с помощью диаграммы совокупного спроса и совокупного предложения последствия благоприятного шока предложения — например, понижения цен на импортируемые товары. Что случится с ценами и реальным объемом производства, если количество денег, находящихся в обращении, останется на неизменном уровне? Какая денежно-кредитная политика позволит сохранить уровень цен постоянным? Какая денежно-кредитная политика принесет, по вашему мнению, больше пользы экономической системе на краткосрочных временных интервалах? На долгосрочных временных интервалах?
4. Какие темпы инфляции вы ожидаете в текущем году? До какой степени ваши ожидания обусловлены опытом года предыдущего? Повлияли ли на ваши ожидания темпов будущей инфляции статьи с экономическими прогнозами или политическими обзорами? Обсудите происходящие процессы в рамках теории адаптивных ожиданий и теории рациональных ожиданий?



## КЕЙНСИАНСКАЯ МОДЕЛЬ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАВНОВЕСИЯ

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Обсудить взаимную связь таких экономических понятий как национальный доход и национальный продукт.**
- 2. Оперировать понятием равновесия применительно к целостной экономической системе; объяснить связь между равновесием и инвестициями в товарно-материальные запасы.**
- 3. Показать, каким образом государственный сектор в экономике интегрируется в кругооборот доходов и продуктов.**
- 4. Оперировать кейнсианской функцией потребления в ее аналитической и графической формах.**
- 5. Показать, как формируется график плановых затрат, исходя из структуры потребления, плановых инвестиций и государственных закупок.**
- 6. Использовать «кейнсианский крест» для определения уровня равновесия национального дохода.**
- 7. Дать соответствующую интерпретацию мультипликативному эффекту и обсудить факторы, влияющие на величину мультипликатора затрат.**

В главе 17 использовалась модель совокупного спроса и совокупного предложения как иллюстрация реакции уровня цен и реального объема производства на различные варианты проведения денежно-кредитной политики. В настоящей и следующей за ней главах мы расширим область нашего анализа, принимая во внимание ряд дополнительных факторов, воздействующих на экономическую систему. Эти факторы включают в себя поведение потребителей и инвесторов (вкладчиков) в различных экономических ситуациях, а также правительственные экономические программы в части, касающейся налогообложения и структуры государственных закупок, известные как **фиксальная (налогово-бюджетная) политика**.

**Фиксальная (налогово-бюджетная) политика** — меры, предпринимаемые со стороны правительственных органов по изменению налогообложения и структуры государственных закупок с целью воздействия на экономику.

Название настоящей главы свидетельствует о том, что в ней представлена на рассмотрение экономическая модель, разработанная Джоном Мейнардом Кейнсом в его основополагающей книге «Общая теория занятости, процента и денег». Прошло более чем полвека с тех пор, как его работа была опубликована, и за это время аппарат анализа и терминология, предложенные Дж. Кейнсом, стали частью универсального языка, на котором экономисты всех школ и направлений общаются друг с другом. М. Фридмен — последовательный в своих убеждениях монетарист — утверждал, что в этом смысле все экономисты сегодняшнего дня — кейн-

нсианцы. Несомненно, что многие из конкретных рецептов и рекомендаций Дж. Кейнса о выборе той или иной политики сегодня кажутся весьма спорными, а другие отвергаются даже яркими его сторонниками, его заслуги в развитии экономической мысли огромны. В последующих главах мы вернемся к спорам вокруг кейнсианского подхода, а сейчас обратим внимание на те его элементы, которые легли в основу развития современной экономики.

Хотя материал, изложенный в этой и следующей главах, представляет собой дальнейший шаг вперед в понимании процессов развития экономической системы, тем не менее — руководствуясь соображениями доступности, — вновь прибегнем к определенным упрощениям. В этих двух главах мы везде (кроме специально оговоренных случаев) будем считать, что уровень цен остается постоянным и неизменным. В конце главы 19 мы объединим кейнсианскую модель с фиксированными ценами с моделью совокупных спроса и предложения, подразумевающей гибкий уровень цен. В заключение заметим, что материал глав 18 и 19 подготовленным читателем, располагающим базовыми знаниями в области макроэкономической теории, может рассматриваться как повторение ее узловых моментов.

## РАВНОВЕСИЕ В МАКРОЭКОНОМИКЕ

### Кругооборот доходов и продуктов

Центральным положением кейнсианской экономической теории является понятие макроэкономического равновесия. В самом начале настоящего пособия мы уже сталкивались с этой экономической категорией применительно к отдельным рынкам, — таким как рынки товаров, услуг, денег и ценных бумаг. Далее мы сделаем попытку распространить это понятие на финансово-экономическую систему в ее совокупности.

Введенный в главе 1 кругооборот доходов и продуктов, рассматриваемый далее как один из инструментов макроэкономического анализа, облегчает нам этот переход. Для простоты и стройности изложения сначала рассмотрим модель кругооборота, представленную на рисунке 1.2, — то есть замкнутую экономическую систему без учета государственного сектора экономики. В такой экономической системе семейные хозяйства обращают часть своих доходов в сбережения. В дальнейшем сбережения через финансовые рынки движутся к фирмам и деловым предприятиям, которые инвестируют эти средства либо в основной капитал, либо в товарно-материальные запасы.

Расширим рассматриваемую модель кругового потока, сделав различия между запланированными и внеплановыми инвестициями в товарно-материальные запасы.

Предположим, что в текущем году был произведен 1 миллион персональных компьютеров. Потребители планируют приобрести для домашнего пользования 500.000 штук, фирмы планируют закупить еще 400.000 штук для использования в своей деятельности, торговая сеть готова увеличить свои товарно-материальные запасы еще на 50.000 штук, стремясь улучшить обслуживание своих клиентов. Суммируя потребление (использование компьютеров в домашнем пользовании), вложения в основной капитал (использование компьютеров в деятельности предприятий и фирм), вложения в товарно-материальные запасы (приобретение компьютеров торговой сетью), несложно посчитать, что запланированный уровень покупок персональных компьютеров составит 950.000 единиц.

Что же произойдет с 50.000 компьютеров, которые фирмы произвели сверх уровня плановых закупок? Разумеется, раствориться в воздухе они не смогут. Они попадут в инвентарные списки и реестры нереализованных товаров фирмы-производителя или торговой сети. Таким образом, при первоначальном плане добавить лишь 50.000 компьютеров в товарно-материальные запасы, общие инвестиции в товарно-материальные запасы окажутся равными 100.000 единиц.

Рассмотренные расхождения запланированных и внеплановых инвестиций могут иметь и обратный знак. Опять предложим, что выпуск компьютеров составляет 1 миллион штук, но сейчас на долю потребления приходится 600.000 единиц, вложения в основной капитал — 500.000 единиц и планируемые инвестиции в товарно-материальные запасы — еще 50.000 единиц. В таком случае уровень планируемых закупок компьютерной техники в этом году превышает уровень их производства. Хотя торговая сеть планирует добавить 50.000 компьютеров в свои товарно-



материальные запасы, фирмы и семейные хозяйства раскупают их быстрее, чем их делают производители. В результате материально-товарные запасы снижаются на 100.000 единиц, несмотря на первоначальные планы их увеличения.

Различия между запланированными и внеплановыми изменениями товарно-материальных запасов могут охватывать не только какой-либо определенный продукт, но и распространяться на экономическую систему в целом. Если суммарные планируемые расходы и затраты фирм и семейных хозяйств (то есть потребление плюс вложения в основной капитал плюс планируемые изменения товарно-материальных запасов) меньше национального продукта, то уровень внеплановых инвестиций в товарно-материальные запасы будет возрастать — то есть непроданные товары будут громоздиться в складских помещениях. И наоборот, если суммарные планируемые расходы и затраты превышают национальный продукт, будет иметь место внеплановое уменьшение товарно-материальных запасов, своего рода отрицательное вложение в товарно-материальные запасы.

Понятие внеплановых инвестиций концептуально тесно связано с макроэкономическим равновесием. Если планы абсолютно всех покупателей и продавцов совпадают, так что плановые затраты на потребление и инвестиции в основной капитал в точности равны реальному производству этих товаров, то в этом случае внеплановые накопления товарно-материальных запасов отсутствуют, а экономическая система находится в равновесии. Если плановые затраты превышают производство товаров и услуг, то наблюдается незапланированное сокращение товарно-материальных запасов. Если плановые затраты меньше производства товаров и услуг, то, соответственно, будет происходить незапланированное накопление товарно-материальных запасов.

Эта модель кругового потока может быть расширена путем интегрирования в нее государственного сектора экономики и перехода к открытой экономической системе. В этом случае общие плановые затраты состоят из потребления плюс плановые инвестиции плюс государственные закупки плюс чистый экспорт. Чтобы обеспечить равновесие экономической системе, сумма этих факторов должна равняться национальному продукту; при этом внеплановые накопления товарно-материальных запасов будут отсутствовать.

**Важность понятия равновесия.** Почему равновесию экономической системы мы придаем столь существенное значение? Нарушение равновесия способно поставить крест на достижении целей полной занятости, стабильности цен и экономического роста.

Например предположим, что общий уровень запланированных расходов и затрат меньше величины национального продукта, так что — вопреки желаниям производителей — происходит накопление товарно-материальных запасов. В ответ на этот незапланированный рост вероятнее всего фирмы среагируют следующим образом: уменьшат выпуск продукции, снизят цены или воспользуются обеими указанными возможностями. В терминах, принятых в предыдущей главе, это будет означать, что экономическая система сдвинется влево-вниз вдоль кривой совокупного предложения. Таким образом, экономика ввергается в спад, а уровень безработицы растет. С другой стороны, предположим, что общий уровень запланированных расходов превышает величину национального продукта, что создает внеплановое истощение товарно-материальных запасов. В этом случае фирмы скорее всего увеличат выпуск продукции и повысят на свою продукцию цены. Это будет соответствовать сдвигу экономической системы вправо-вверх вдоль кривой совокупного предложения. Такие процессы ведут к другому нежелательному явлению инфляции. Но не будем забегать вперед. Прежде чем вернуться к рассмотрению процессов инфляции и спада перейдем от кругооборота доходов и продуктов к экономической модели, предложенной Джоном Мейнардом Кейнсом.

## РАВНОВЕСИЕ И МУЛЬТИПЛИКАТОР

Дж. Кейнс рассматривал взаимную связь между запланированными расходами и национальным продуктом как центральный вопрос макроэкономического анализа. Создадут ли сепаратно сформированные планы расходов семейных хозяйств, фирм-производителей и правительственных органов достаточный спрос на все те товары и услуги, которые экономическая система в состоянии произвести в условиях полной занятости? Подобным вопросом задавался Дж. Кейнс, рассматривая экономическую систему на долгосрочных временных интервалах. Опыт Великой Депрессии с низким объемом производства и высоким уровнем безработицы (период, длившийся несколько лет подряд очевидно оправдал его опасения.

### Потребление

Личное потребление — самая значительная категория расходов — составляет около двух третей всех покупок товаров и услуг. Факторы, определяющие потребление, таким образом можно рассматривать в качестве отправной точки наших дальнейших рассуждений.

Кейнс рассматривал **располагаемый доход** — доход после всех налоговых выплат — как первостепенный фактор, определяющий структуру потребительских расходов. Каждый добавочный доллар располагаемого дохода повышает потребление, — однако на сумму меньшую, чем этот доллар. Кейнс называл долю из каждого добавочного доллара располагаемого дохода, используемую на потребление — **предельной склонностью к потреблению**.

**Располагаемый доход** — доход, остающийся в распоряжении потребителей после уплаты налогов.

**Предельная склонность к потреблению** — часть каждого добавочного доллара располагаемого дохода, затраченная на потребление.

**Функция потребления.** В аналитическом виде взаимная связь между располагаемым доходом и потреблением может быть выражена в виде функции потребления:

$$C = a + bY_d$$

В этом уравнении  $C$  — потребление;  $Y_d$  — располагаемый доход; коэффициент  $b$  (причем  $0 < b < 1$ ) — предельная склонность к потреблению; коэффициент  $a$  — некая константа, характеризующая величину потребления при располагаемом доходе равном нулю, обычно называемая **автономным потреблением**.

**Функция потребления** — связь между располагаемым доходом и величиной потребления, выраженная в аналитической форме.

**Автономное потребление** — величина потребления соответствующая нулевому располагаемому доходу.

На рисунке 18.1 функция потребления представлена в графической интерпретации. Вертикальный отрезок оси ординат, отсекаемый графиком функции потребления, соответствует автономному потреблению. Угол наклона графика (чтобы быть абсолютно точным — тангенс угла наклона — прим. пер.) к оси абсцисс характеризует предельную склонность к потреблению.

### Функция потребления

Согласно трудам Дж. Кейнса, расходы на потребление растут по мере увеличения располагаемого дохода. Однако величина их роста несколько меньше, чем абсолютное увеличение располагаемого дохода. График, приведенный на данном рисунке, демонстрирует взаимную связь потребления и располагаемого дохода, называемую (согласно общепринятой терминологии) «функцией потребления». Уровень потребления, ассоциируемый с располагаемым доходом, равным нулю, есть отрезок оси ординат, отсекаемый графиком функции потребления. Его величина обычно называется «автономным потреблением». Тангенс угла наклона графика функции потребления к оси абсцисс (характеризующий часть из каждого дополнительного доллара располагаемого дохода, идущую на потребление) определяет предельную склонность к потреблению. На представленном графике: автономное потребление = 1000 млрд. долларов в год; предельная склонность к потреблению = 0,75.

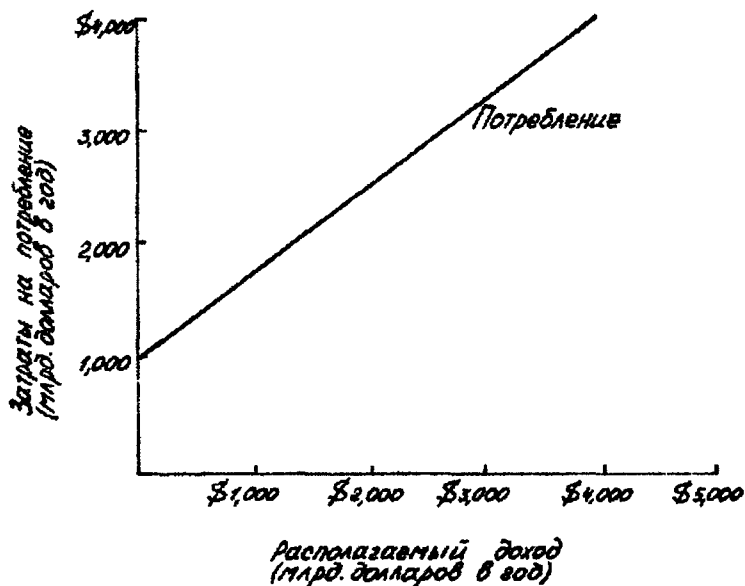


Рис. 18.1

**Сдвиги функции потребления.** При прочих равных условиях функция потребления характеризует уровень расходов на потребление, связанный с соответствующим уровнем располагаемого дохода. Здесь под прочими равными условиями понимается следующее: ожидания потребителя, богатство и уровень цен. Изменение хотя бы одного из этих факторов автоматически сдвигает функцию потребления, то есть изменяет величину автономного потребления.

Определяя для себя необходимые затраты на потребительские товары и услуги, семейные хозяйства учитывают не только их настоящие доходы, но и соответствующие ожидания относительно их будущего уровня. Уверенность в своем прочном положении в будущем сдвигает функцию потребления вверх (предполагая, что такие индивиды склонны тратить на потребление более значительные средства). Пессимизм, беспокойство, вызванное угрозой потери работы, обычно вынуждает затрачивать на потребление меньшие суммы. Несомненно и то, что изменения бо-

гатства также сказываются на уровне потребления. Например, бум на фондовой бирже вполне может подтолкнуть семейные хозяйства, владеющие акциями, резко повысившимися в цене, увеличить свой уровень потребления отчасти из-за осознания приумножения своего богатства.

Изменение уровня цен также влияет на расходы потребителей, воздействуя как на доходы, так и на богатство. В этой главе последняя причина, инспирирующая сдвиг функции потребления, сознательно не рассматривается. Материал, посвященный этой проблеме, изложен в главе 19.

### Другие автономные затраты

Аддитивная постоянная в функции потребления получила название «автономное потребление», так как она представляет собой компоненту общих плановых затрат, на которую изменения в доходах влияния не оказывают. В рассматриваемой в этой книге упрощенной модели Кейнса две другие компоненты затрат — также рассматриваются как часть автономных затрат.

**Автономные затраты** — расходы, не зависящие от изменений в доходе.

Руководители и менеджеры тысяч и тысяч фирм составляют инвестиционные планы. Перед каждым из них открывается широкое поле возможностей: увеличить выпуск продукции, уменьшить затраты или путем инвестиций улучшить качество предлагаемых товаров или услуг. Инвестиционные программы могут быть очень обширны, — так, например, корпорация «Дженерал Моторс» строит совершенно новое предприятие, рассчитанное на выпуск автомобиля «Сатурн». Эти программы могут быть и весьма скромны, — так небольшой магазинчик приобретает электронный кассовый аппарат. Инвестиционные возможности также включают в себя повышение производительности труда или улучшение обслуживания клиентов путем планового расширения товарно-материальных запасов полуфабрикатов и комплектующих деталей или готовой продукции, предназначенной к использованию.

Реализация того или иного проекта какой-либо фирмой в первую очередь зависит от соотношения вероятных прибылей, которые ожидаются по воплощении проекта в жизнь, и необходимыми затратами. Как будет показано в следующей главе, эти затраты очень критичны к норме процента на инвестируемый капитал. Затраты также зависят от такого тонкого понятия, как «деловая уверенность», — то есть ожиданий фирмы по поводу будущего спроса на товар; соотношения относительных цен на привлекаемые к производству факторы и готовую продукцию; общей экономической ситуации. Однако, здесь мы предположим, что систематические изменения национального дохода не влияют на принятие инвестиционных решений, и, таким образом, плановые инвестиционные затраты выступают как автономная компонента общих суммарных затрат.

Определение уровня и объема государственных закупок также требует усилий не одной тысячи людей. На федеральном уровне Президент представляет предлагаемый бюджет на рассмотрение Конгресса. Бюджет охватывает как государственные закупки на предстоящий год, так и налоговые поступления и трансфертные платежи. Конгресс обсуждает план, представленный Президентом, модифицирует и корректирует его, зачастую оказывая давление, столь привычное для демократической процедуры принятия решений, на те или иные его пункты.

Правительственные органы штатов и местные органы самоуправления определяют свои бюджеты схожим образом. Конечно, официальные лица в принятии решений руководствуются не только политическими мотивами, но и учитывают такие экономические факторы как норма процента, темп инфляции и состояние экономики. Однако связь и влияние экономических параметров в механизме государственных закупок столь неопределенна, что обычно на практике эти расходы также рассматриваются в качестве автономных затрат.

### Графическая интерпретация плановых затрат

Потребление, плановые инвестиции и государственные закупки в сумме составляют совокупные плановые затраты. Графическая зависимость, связывающая затраты с уровнем национального дохода, приведена на рисунке 18.2. График плановых затрат строится в три этапа. Первый этап представляет собой зависимость роста потребления ( $C$  — на рис. 18.2) по мере роста национального дохода (в степени, однако меньшей, чем его суммарный рост — вспомним о предельной склонности к потреблению). Как и график функции потребления (рис. 18.1), этот график отсекает вертикальный отрезок от оси ординат, а тангенс угла его наклона к оси абсцисс меньше единицы.

Второй этап построения графика плановых затрат состоит в учете плановых инвестиций. В принятом допущении мы считаем плановые инвестиции автономными затратами и, таким образом, постоянная величина плановых инвестиций ( $I$ ) добавляется к потреблению при всех уровнях дохода. График функции  $C+I$  (потребление плюс плановые инвестиции) параллельно сдвинут вверх относительно графика функции потребления. Расстояние между этими двумя линиями характеризует уровень плановых инвестиций. Третий этап построения графика плановых затрат состоит в учете государственных закупок ( $G$ ), которые добавляются аналогичным образом и на основании аналогичных рассуждений. В итоге общие плановые затраты при всех уровнях национального дохода представляются в виде графика  $C+I+G$  (рис. 18.2).

### Чистые налоги.

На этот момент в наши рассуждения не включалось понятие чистых налогов. Вспомним, что функция потребления (представленная на рис. 18.1 и аналитически выраженная уравнением 18.1) связывает потребление зависимостью от располагаемого дохода. И наоборот, функция потребления (представленная на рис. 18.2) связывает потребление зависимостью от национального дохода. Поскольку располагаемый доход есть доход национальный за вы-

### Графическая интерпретация плановых затрат

Плановые затраты составляют три основных части: потребление (С), плановые инвестиции (I) и государственные закупки (G). Поскольку в этом случае по оси абсцисс представлен национальный (а не располагаемый) доход, функция потребления представлена в виде, учитывающем чистые налоги. Если  $s$  — параметр, учитывающий автономные чистые налоги, а  $t$  — предельная налоговая ставка подоходного налога и налога с заработной платы, то уравнение, связывающее эти параметры с потреблением выглядит следующим образом  $C = a - bs + b(1-t)Y$ , а его графическая интерпретация приведена ниже.

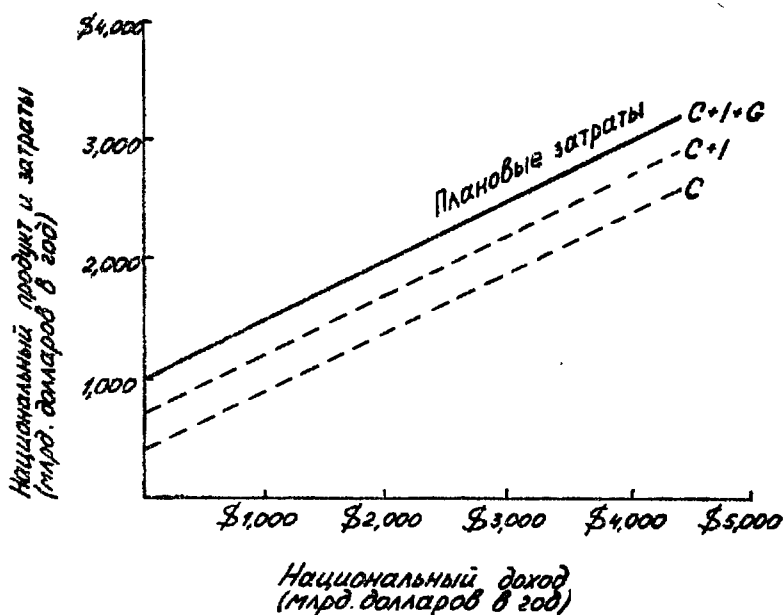


Рис. 18.2

четом чистых налогов, они в любом случае (кроме равенства чистых налогов нулю) не будут равны друг другу. Если чистые налоги нулю не равны — а в экономике США они очень от него далеки — то угол наклона функции потребления и вертикальный отрезок оси ординат ею отсекаемый изменяются при переходе значения оси абсцисс от располагаемого дохода к национальному.

В этом случае, чтобы увидеть изменение графика функции потребления, необходимо принять во внимание два вида налогов и трансфертные платежи. Некоторые налоги — например, имущественный налог — не изменяются при изменении дохода. Аналогично сохраняют неизменность и некоторые трансфертные платежи — например, пособия и пенсии по возрасту для федеральных служащих. Разность между налогами и трансфертными платежами, не зависящая от величины дохода, называется **автономными чистыми налогами**. Другие налоги с изменением уровня дохода претерпевают изменения. Характерные примеры — подоходный налог и налог на социальное страхование. Точно также некоторые виды трансфертных платежей меняются в зависимости от изменений национального дохода. Самый запоминающийся пример — пособие по безработице. Учитывая все виды налогов и трансфертных платежей, взаимная связь между чистыми налогами и национальным доходом выглядит так:

$$T = s + tY \quad (18.2)$$

**Автономные чистые налоги** — разность между налогами и трансфертными платежами, не зависящая от величины дохода.

**Предельная налоговая ставка** — доля каждого добавочного доллара национального дохода, изымаемая в виде чистых налогов.

В уравнении (18.2)  $T$  — величина общих чистых налогов,  $Y$  — национальный доход,  $s$  — автономные чистые налоги, а  $t$  — предельная налоговая ставка, то есть доля каждого добавочного доллара национального дохода, изымаемая в виде чистых налогов.

Поскольку располагаемый доход равняется национальному доходу минус чистые налоги, объединим уравнение 18.2 и уравнение 18.1, выражая функцию потребления в зависимости от национального дохода:

$$C = a + b[Y - (s + t)Y] \quad (18.3)$$

Упрощая, имеем:

$$C = a - bs + b(1-t)Y \quad (18.4)$$

Добавление в уравнение (18.4) плановых инвестиций и государственных закупок дает нам полное уравнение, связывающее плановые затраты с введенными параметрами:

$$E_p = (a - bs + I + G) + b(1 - t)Y \quad (18.5)$$

где  $E_p$  — уровень плановых затрат,  $I$  — плановые инвестиции, а  $G$  — государственные закупки.

Константы, сгруппированные в круглых скобках уравнения (18.5), — суть автономные факторы, влияющие на плановые затраты: автономное потребление, плановые инвестиции, государственные закупки и автономные чистые налоги. Заметим, что параметр  $s$  характеризующий уровень автономных чистых налогов, имеет отрицательный знак, так как его увеличение сокращает плановые затраты. Произведение автономных чистых налогов ( $s$ ) и предельной склонности к потреблению ( $b$ ) присутствует в уравнении (18.5), потому что увеличение автономных налогов на 1 доллар уменьшает располагаемый доход также на 1 доллар, но потребление уменьшается лишь на ту часть этого доллара, которая характеризуется предельной склонностью к потреблению.

Обозначая общие суммарные автономные расходы как  $A$  ( $A = a - bs + I + G$ ), перепишем уравнение плановых затрат в более компактной форме

$$E_p = A + b(1 - t)Y \quad (18.6)$$

Такая форма представления уравнения плановых затрат четче иллюстрирует то обстоятельство, что вертикальный отрезок оси ординат, отсекаемый графиком функции плановых затрат, сопоставляется с автономными затратами, а также тангенс угла наклона к оси абсцисс этого графика ( $b(1 - t)$ ) численно равен произведению предельной склонности к потреблению на ту часть каждого добавочного доллара национального дохода, которая осталась в распоряжении семейных хозяйств после вычета чистых налогов.

**Сдвиги плановых затрат (графическая интерпретация).** Уравнение 18.6 показывает изменение плановых затрат в зависимости от изменений национального дохода. То есть в графической интерпретации изменение национального дохода соответствует движению вдоль кривой плановых затрат (рис. 18.2). Если плановые затраты изменяются по причинам иным, нежели изменение национального дохода, это вызывает сдвиг графика этой функции.

Например, рост любой из компонент автономных затрат (будет то рост инвестиций, вызванный растущей уверенностью бизнесменов в прочности экономического положения, или государственных закупок, вызванных финансированием строительства новой железной дороги) сдвинет график функции плановых затрат, не изменяя угол ее наклона к оси абсцисс. Уменьшение любой из перечисленных компонент вызывает аналогичный сдвиг вниз.

К сдвигу графика функции плановых затрат без изменения угла ее наклона также приводит и изменение величины автономных чистых налогов. Таким образом, рост имущественных налогов или уменьшение автономных трансфертных платежей сдвинет график вниз, тогда как уменьшение имущественных налогов или увеличение автономных трансфертных платежей вызовут сдвиг в противоположном направлении. И, наконец, наклон рассматриваемого графика функции плановых затрат может измениться лишь при изменении величины предельной склонности к потреблению ( $b$ ) или предельной налоговой ставки ( $t$ ).

### Определение уровня равновесия национального дохода

Рассмотренный выше график функции плановых затрат связывает их уровень со всеми возможными уровнями национального дохода, однако ничего не сообщает нам о вероятном равновесии уровня национального дохода. Чтобы определить уровень равновесия национального дохода, необходимо объединить график функции плановых затрат с двумя, ранее встречавшимися нам, следствиями экономических законов. Первое из них: экономическая система находится в равновесии тогда и только тогда, когда плановые затраты равны национальному продукту (только в этом случае не происходит внеплановых изменений товарно-материальных запасов). Второе: так как кругооборот доходов и продуктов жестким образом связывает эти два экономических параметра, национальный доход всегда равен национальному продукту.

**Кейнсианский крест.** На рисунке 18.3 представлена целостная картина экономической системы. График функции плановых затрат полностью соответствует своему аналогу, приведенному на рисунке 18.2. Кроме того, второй график показывает взаимную зависимость уровня национального продукта для каждого конкретного уровня национального дохода. Так как национальный доход всегда равен национальному продукту, графически эта зависимость (в соответствующих координатных осях) представляет собой прямую линию, берущую начало в начале координат, и являющуюся биссектрисой первого координатного угла.

**«Кейнсианский крест»** — диаграмма, определяющая уровень равновесия экономической системы как точки пересечения графика функции плановых затрат и графика функции национального продукта.

Эти два пересекающихся графика образуют диаграмму, называемую «кейнсианским крестом». Точка пересечения этих графиков (на рисунке — 2000 млрд. долларов) фиксируют один-единственный уровень национального дохода, при котором плановые затраты равны национальному продукту. Эта точка и есть искомый уровень равновесия национального дохода.

### Кейнсианский крест

На данном рисунке к знакомому нам графику функции плановых затрат (рис. 18.2) добавлен еще один график, показывающий взаимную зависимость уровня национального продукта с каждым конкретным уровнем национального дохода. Второй график представляет собой прямую линию, берущую начало в начале координат и являющуюся биссектрисой первого координатного угла (ввиду равенства национального дохода и национального продукта). Фигура, образованная этими двумя графиками, обычно называется «кейнсианским крестом». Точка пересечения двух графиков определяет уровень равновесия национального дохода, то есть такой уровень национального дохода, при котором плановые затраты равны национальному продукту.

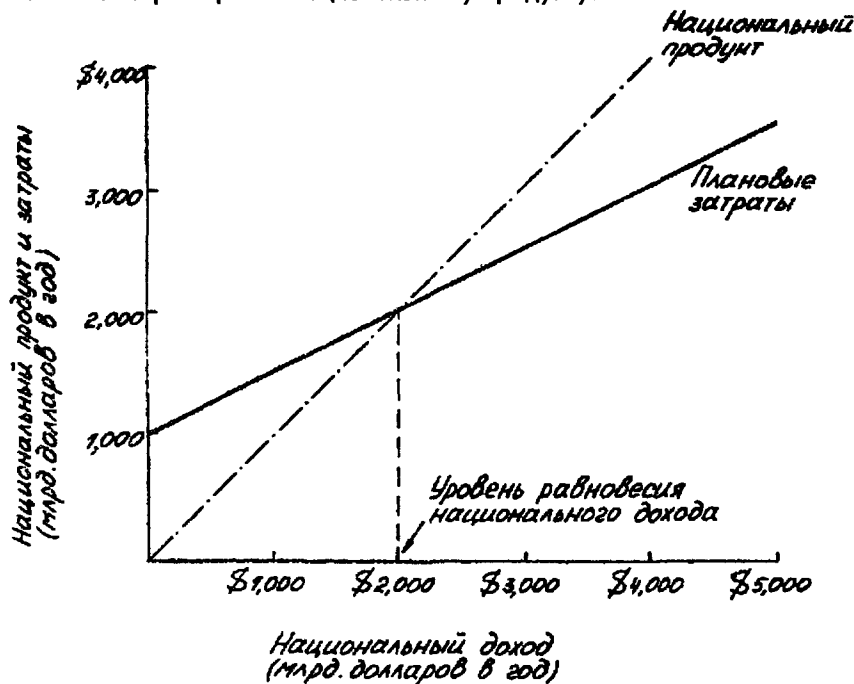


Рис. 18.3

**Отклонения от равновесия и внеплановые инвестиции.** Как показано ранее, экономическая система не сможет достичь равновесия при любом другом уровне национального дохода, так как в этом случае планы покупателей не будут сопрягаться с действиями производителей. Предположим (опираясь на рассмотренный нами пример), что национальный доход составляет 3000 млрд. долларов, а не 2000 млрд. долларов. Увеличение национального дохода на 1000 млрд. долларов не приведет к увеличению плановых затрат на ту же самую величину. Некоторая часть дополнительного дохода уйдет в сбережения, еще какая-то часть — правительству в виде подоходного налога. Опираясь на рисунок 18.3 и принимая во внимание как сбережения, так и налоги, видно, что при национальном доходе в 3000 млрд. долларов суммарные общие плановые затраты составят только 2500 млрд. долларов. Это будет означать, что фирмы и деловые предприятия произведут товаров и услуг на 500 миллиардов долларов больше, чем планируется закупить.

Что же произойдет с этими избыточными товарами? Они, естественно, не исчезнут и будут накапливаться как внеплановые добавки к товарно-материальным запасам фирм, которые производят или реализуют эти товары. Но как только фирмы обнаруживают ошибочность своих планов, они подвергают их корректировке. Пытаясь остановить нежелательное накопление товарно-материальных запасов, они сокращают выпуск продукции. Национальный продукт и, следовательно, национальный доход в этом случае упадут. Экономическая система начнет сдвигаться назад к уровню равновесия национального дохода, равному 2000 млрд. долларов, приводя в исходное положение суммарные плановые затраты и национальный продукт.

Предположим, что национальный доход не только не вырос, но, наоборот, упал на 500 млрд. долларов ниже своего уровня равновесия. Как и ранее, уменьшение национального дохода на указанную величину не вызовет адекватного уменьшения плановых затрат. Расходы, как это видно из рисунка 18.3, упадут лишь на 250 млрд. долларов. Другая часть потерянного дохода уменьшит сбережения и налоговые выплаты.

При уровне национального дохода, равного 1500 млрд. долларов, суммарные плановые затраты превысят национальный продукт на 250 миллиардов долларов. Покупатели будут покупать больше товаров, нежели фирмы будут их производить. Дополнительные товары для удовлетворения покупательского спроса взять будет неоткуда, кроме как из товарно-материальных запасов, хотя фирмы и не планировали уменьшить их количество. В ответ на нежелательное истощение товарно-материальных запасов, фирмы и деловые предприятия увеличат выпуск про-

дукции. Эти действия увеличат национальный доход и национальный продукт. Это будет «подтягивать» экономическую систему к прежнему равновесному уровню национального дохода равному 2000 млрд. долларов, прекращая тем самым неплановое истощение товарно-материальных запасов.

### Мультипликативный эффект.

«Кейнсианский крест» иллюстрирует воздействие любого фактора, изменяющего уровень плановых затрат, на уровень национального дохода. Предположим, что начиная с уровня, равного 2000 млрд. долларов, плановые инвестиции возрастают на 500 млрд. долларов. Это проиллюстрировано на рис. 18.4 как сдвиг вверх графика функции плановых затрат из положения  $PE_1$  в положение  $PE_2$ .

Сначала (до того момента, как фирмы и деловые предприятия корректируют выпуск своей продукции) рост запланированных инвестиций создает неплановое истощение товарно-материальных ресурсов. На рисунке абсолютная величина истощения запасов определяется как разрыв между новым графиком плановых затрат и графиком национального продукта в точке, соответствующей его уровню в 2000 млрд. долларов. Однако вскоре фирмы и деловые предприятия начинают реагировать на неплановые изменения товарно-материальных запасов. С ростом выпуска их продукции национальный доход начинает расти. Естественно, что часть каждого добавочного доллара дохода идет на потребление, но другая — на сбережения и налоги. В результате разрыв между графиком плановых затрат и графиком национального продукта сужается по мере роста национального дохода. Когда национальный доход достигнет уровня 3000 млрд. долларов, разрыв сокращается полностью, и экономическая система достигает нового положения равновесия.

**Мультипликатор затрат.** Изменение уровня равновесия национального дохода в степени большей, чем вызвавшее его изменение исходного уровня автономных затрат — ключевой момент кейнсианской модели макроэкономического равновесия. Это понятие в макроэкономической теории известно как **мультипликативный эффект**. Отношение абсолютных величин нового равновесия национального дохода к уровню автономных затрат, его вызвавших, в свою очередь известно как **мультипликатор затрат**. В примере, показанном на рисунке 18.4, национальный доход вырос на 1000 млрд. долларов в ответ на рост инвестиций, равный 500 млрд. долларов. Таким образом, в этом случае мультипликатор затрат равен 2,0

### Мультипликативный эффект

«Кейнсианский крест» также иллюстрирует влияние изменения автономных затрат на уровень равновесия национального дохода. В данном случае, считая график плановых затрат  $PE_1$  опорным, предполагаем далее, что плановые инвестиции возрастают на 500 млрд. долларов. Это сдвинет график плановых затрат вверх — на уровень  $PE_2$ . График плановых затрат  $PE_2$  пересекает график национального продукта на уровне, который на 1000 млрд. больше предыдущего уровня равновесия. Изменение уровня равновесия национального дохода в степени большей, чем вызвавшее его изменение исходного уровня автономных затрат известно как мультипликативный эффект. Мультипликатором затрат называется отношение абсолютных величин уровня нового равновесия национального дохода к уровню автономных затрат, его вызвавших. График, представленный на этом рисунке, построен исходя из величины мультипликатора затрат, равного 2,0.

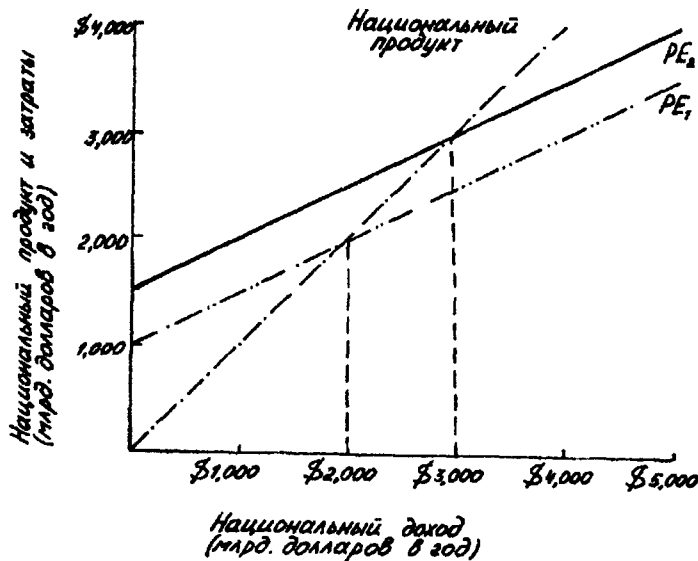


Рис. 18.4

**Мультипликативный эффект** — изменение уровня равновесия национального дохода в степени большей, чем вызвавшее его изменение исходного уровня автономных затрат.

**Мультипликатор затрат** — отношение абсолютных величин уровня нового равновесия национального дохода к уровню автономных затрат, его вызвавших.

Величина мультипликатора затрат зависит от угла наклона к оси абсцисс графика функции плановых затрат и, соответственно, от установленных ранее закономерностей, — предельной склонности к потреблению и предельной налоговой ставки. Чем больше угол наклона графика плановых затрат, тем больше абсолютная величина мультипликатора затрат. В аналитической форме, обозначая мультипликатор затрат  $M_e$ , можно записать:

$$M_e = 1 / [1 - b(1-t)] \quad (18.7)$$

Заметим, что выражение  $b(1-t)$  в знаменателе дроби в правой

части уравнения (18.7) — это тангенс угла наклона графика плановых затрат к оси абсцисс, что было установлено ранее в процессе исследования уравнения (18.6).

### Другие изменения автономного потребления.

Мультипликативный эффект действует в обоих направлениях изменений плановых инвестиций. Трансформируем наш предыдущий пример. Предположим, считая равновесный уровень национального дохода в 2000 млрд. долларов опорным, что плановые инвестиции не возросли на 500 млрд. долларов, а сократились на ту же сумму. В этом случае график плановых затрат сдвигается вниз. Сначала, до изменения планов выпуска продукции, недостаточный спрос окажется не в состоянии поглотить все произведенные на сумму 2000 млрд. долларов товары. Хотя и против первоначальных планов фирм и деловых предприятий, неизбежно произойдут внеплановые инвестиции в товарно-материальные запасы. Естественно, что в этих условиях фирмы начнут сокращать выпуск продукции, так что национальный доход и национальный продукт начнут падать. Новый уровень равновесия установится только тогда, когда национальный доход уменьшится на величину, равную производству мультипликатора затрат на автономное изменение в инвестициях, то есть на 1000 млрд. долларов.

Изменения в автономном потреблении могут также сдвинуть график функции плановых затрат, тем самым компенсируя в определенной степени последствия многочисленных расширений и сжатий экономической системы в ходе ее развития по фазам деловых циклов. Дело в том, что потребители не делят свой располагаемый доход на сбережения и затраты каждый месяц или год одинаковым образом. Этот весьма скользкий, трудно поддающийся оценке, фактор (в обиходе иногда называемый «потребительской уверенностью») способен в некоторых случаях резко сдвинуть вверх функцию потребления. Так как потребление занимает в структуре национального дохода почти две трети его общего объема и, учитывая мультипликативный эффект, увеличение потребления всего на один процент может вызвать скачок в темпах экономического роста в значительно большей степени. В экономической системе, темпы роста которой составляют около трех процентов в год, — вполне реальная средняя величина, — внезапное резкое увеличение потребления становится весьма существенным фактором ее функционирования. Равно, как возросшая «потребительская уверенность» способна вызвать бурный экономический рост, так и ее падение может затормозить темпы экономического развития.

### Практические приложения

Обсуждение проблем инфляции и спада, начатое в предыдущей главе, существенно расширяется ввиду установленной связи между изменениями уровня автономных затрат и изменениями уровня национального дохода. Сопоставление этих точек зрения позволяет предположить, что экономический спад может быть инспирирован не только ошибками в проведении денежно-кредитной политики, в частности, резким сокращением количества денег, находящихся в обращении, но и уменьшением потребления или инвестиционных затрат. Дж. Кейнс и его последователи вообще считали уменьшение уровня автономных инвестиций основной причиной разразившейся в тридцатые годы Великой Депрессии (см. раздел 18.1 «Из истории денег»). Такой взгляд на положение вещей предполагает также, что расширение деловой активности может быть вызвано ростом автономных затрат, равно как и ростом количества денег, находящихся в обращении.

В то же самое время кейнсианская модель указывает не только новые источники нестабильности экономических систем, но и новые механизмы стабилизационной политики, — так называемую фискальную политику, регулируемую величины чистых налогов и государственных закупок.

Дж. Кейнс и его эпигоны усматривали надежду «укротить» или хотя бы смягчить последствия делового цикла посредством планомерного проведения контрциклической фискальной политики. По их мнению, при угрозе экономического спада правительство может оказать этому явлению противодействие, сокращая налоги, увеличивая трансфертные платежи или повышая расходы на оборону, развитие инфраструктуры либо другие цели. Наоборот, при угрозе инфляции правительство может повысить налоги, уменьшить трансфертные платежи, либо отложить планировавшиеся государственные закупки. Если бы власть имущие творцы экономической политики в точности следовали предложенной стратегии, экономическая система стала бы независимой от того, что сам Кейнс называл «звериным чутьем», необходимо присущим деловой и потребительской уверенности.

За полвека со времени выхода в свет основных трудов Дж. Кейнса, экономика США успешно избежала глубочайших спадов, равных по воздействию Великой Депрессии, длившейся десятилетие. Вполне вероятно, что заслуга в этом отчасти принадлежит федеральному правительству, его все возрастающей силе и желанию использовать экономические рычаги, которыми оно располагает. Но деловой цикл с присущими ему особенностями вовсе не «укротен». Со Второй Мировой войны девять коротких, но далеко не безболезненных, спадов имели место в эконо-



## 18.1 Из истории денег

### ИНВЕСТИЦИИ, ЗАТРАТЫ И ВЕЛИКАЯ ДЕПРЕССИЯ

Начало Великой Депрессии ознаменовалось четырехлетним (с 1929 по 1933 гг.) экономическим спадом, в течение которого реальный ВВП уменьшился почти на 30 процентов. Экономическая система полностью восстановилась от потрясений только в 1939 году. Сторонники кейнсианского направления указывали в качестве причины подобного развития экономической системы резкое сокращение, граничащее с коллапсом, инвестиционных расходов, усиленное мультипликативным эффектом.

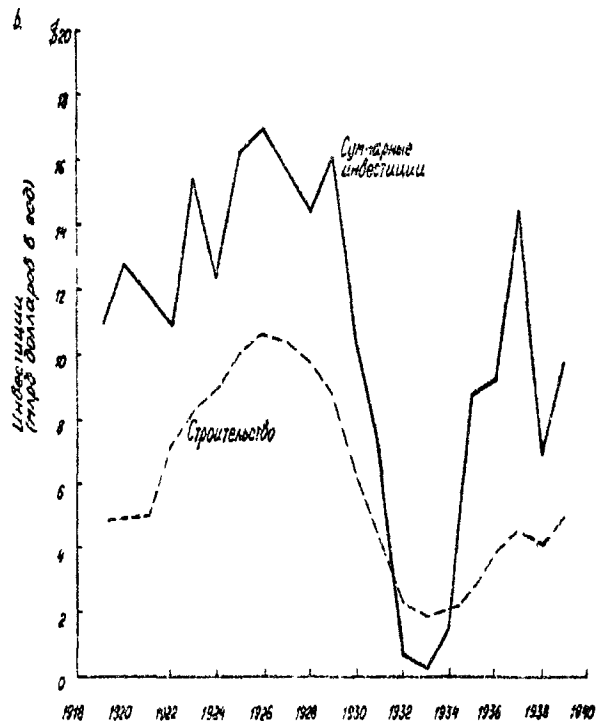
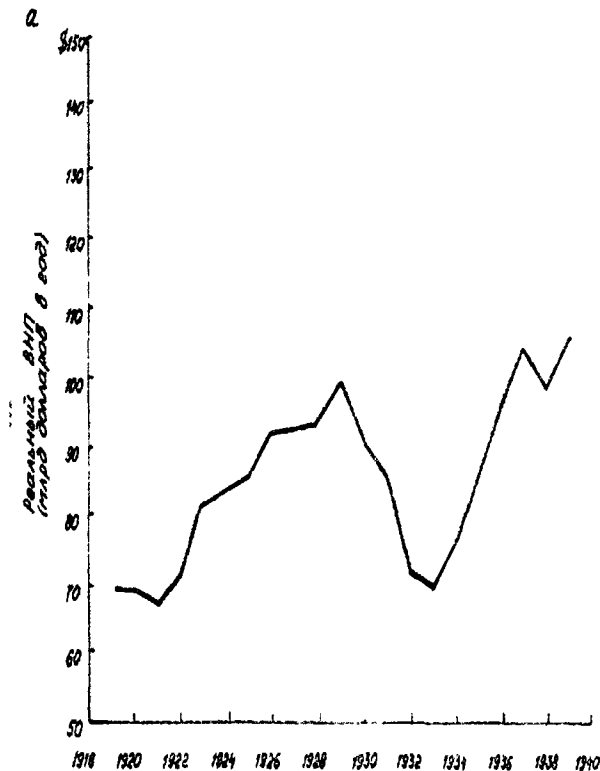
Наиболее значительным самостоятельным компонентом инвестиций является строительство и строительная индустрия. В сере-

дине двадцатых годов промышленное, а особенно жилищное, строительство расцветало. Однако далее этот рынок отошел на второй план, а инвестиции в эту область резко упали. В 1933 году они составляли одну пятую от уровня, соответствующего предыдущему пику делового цикла. Согласно ряду наблюдателей, инвестиции сократились и в других областях из-за чрезмерного развития таких отраслей, как автомобилестроение и сопутствующие ему производства. Как показывают представленные графики, уровень суммарных инвестиций в 1933 году упал практически до нуля. Мультипликативный эффект способствовал тому, что резкое

сокращение инвестиций сопровождалось еще большим уменьшением уровня ВВП.

На представленных ниже графиках приведен уровень ВВП и инвестиций в реальном долларовом исчислении, соответствующем 1929 году. Если бы эти графики были построены в номинальных единицах, рассматриваемые процессы 1929—1933 годов были бы еще разительней, так как уровень цен за это время также упал.

Источник: Peter Temin *Did Monetary Forces Cause the Great Depression?* (New York: W. W. Norton, 1976). Table 1.



мике США. В семидесятые годы американскую экономику охватил самый неприятный приступ инфляции, чем когда-либо ранее имевший место в экономике мирного времени. Подытожив, можно сказать, что давняя мечта Дж. Кейнса о стабилизации экономики посредством проведения целенаправленной налогово-бюджетной, — фискальной, — политики не стала реальностью наших дней.

Более подробное исследование этих вопросов требует дальнейшего расширения рассматривавшейся модели. Следующая глава добавит в наше исследование кейнсианской мультипликативной модели денежный фактор, а также снова введет в обиход норму процента, как параметр, воздействующий на скорость обращения денег в движении доходов. Эти процедуры дадут возможность полностью интегрировать кейнсианскую модель и модель совокупного предложения и спроса. Разработанная модель в свою очередь послужит основой изучения стратегий проведения стабилизационной политики, что представлено в главе 20.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. В самом общем случае национальный доход равен национальному продукту. Это равенство вытекает из того, что денежные поступления от продажи вновь произведенных товаров и услуг (включая стоимость всех товаров, присовокупленных к товарно-материальным запасам) выплачиваются обратно семейным хозяйствам в виде заработной платы, ренты, процентов и их доли прибыли в деятельности предприятий. Из-за некоторых условных моментов в бухгалтерской отчетности, а также сложности точного измерения этих всеобъемлющих параметров, национальный доход, представленный в официальных счетах национального дохода, в точности не равен как валовому, так и чистому национальному продукту. Однако, эти детали не препятствуют рассмотрению этих понятий как эквивалентных в контексте упрощенной макроэкономической модели, принятой в настоящей главе.

2. Можно утверждать, что экономическая система находится в состоянии равновесия тогда и только тогда, когда суммарные общие плановые затраты равняются национальному продукту. В этом случае планы покупателей и планы продавцов совпадают и, соответственно, не происходит незапланированных изменений товарно-материальных запасов. Если уровень плановых затрат меньше уровня национального продукта, то происходит внеплановое накопление товарно-материальных запасов. Фирмы вероятнее всего среагируют на это обстоятельство уменьшением выпуска продукции, что в свою очередь будет способствовать падению уровня национального дохода. Когда уровень плановых затрат превышает уровень национального продукта, происходит внеплановое истощение товарно-материальных запасов. Фирмы среагируют на это обстоятельство увеличением выпуска продукции, что будет способствовать росту национального дохода.

3. Государственный сектор, включая федеральные правительственные органы, правительства штатов и местные органы власти, интегрируется в экономику различными путями. Во-первых, это — государственные закупки товаров и услуг. Во-вторых, — трансфертные платежи семейным хозяйствам (такие как выплата пособий по безработице и социальному обеспечению). В-третьих, — поступления в правительственную казну в виде налогов. В-четвертых, — при превышении расходов и затрат правительственных органов суммы полученных налогов, правительство способно компенсировать разницу путем займов на финансовых рынках.

4. Согласно кейнсианской функции потребления увеличение на каждый доллар располагаемого дохода увеличивает затраты на потребление на сумму, однако меньшую, чем этот доллар. В графической интерпретации функция потребления может быть представлена прямой линией, тангенс угла наклона которой лежит в интервале значений  $(0,1)$ , а отрезок, отсекаемый этой линией от оси ординат, представляет собой величину автономного потребления. В аналитической форме функция потребления может быть выражена так:  $C = a + bY_d$ , где  $C$  — потребление, а — автономное потребление,  $b$  — предельная склонность к потреблению, а  $Y_d$  — располагаемый доход.

5. График функции плановых затрат может быть построен с коррективами, учитывающими воздействие налоговой политики, автономных налоговых инвестиций и государственных закупок. В аналитической форме функция плановых затрат представляется в следующем виде:  $E_p = A + b(1-t)Y$ ,  $E_p$  — плановые затраты,  $b$  — предельная склонность к потреблению,  $t$  — предельная налоговая ставка, а  $Y$  — национальный доход. Величина  $A$  равна сумме автономного потребления, плановых инвестиций и государственных закупок минус произведение предельной склонности к потреблению на автономные чистые налоги.

6. На диаграмме, известной в экономической науке как «кейнсианский крест», график функции плановых затрат пересекает график функции национального продукта, соотношенного с каждым конкретным уровнем национального дохода. Так как национальный доход и национальный продукт — понятия эквивалентные, то такой график представляет собой биссектрису первого координатного угла (оси координат соответственно — национальный доход и национальный продукт). Уровень равновесия экономической системы соответствует положению точки пересечения этих двух графиков. При любом другом уровне национального дохода расхождение по вертикали между этими двумя графиками характеризует величину внеплановых изменений товарно-материальных запасов.

7. Изменение на один доллар любой из компонент, составляющих автономные затраты, вызывает изменение в уровне равновесия национального дохода в степени большей, чем этот доллар. Отношение абсолютной величины изменения уровня национального дохода к уровню изменений автономных затрат известно как «мультипликатор затрат». Мультипликатор затрат  $M_o$  описывается формулой:  $M_o = 1/[1 - b(1-t)]$ .

### Термины для повторения

Фискальная политика  
 Располагаемый доход  
 Автономное потребление  
 Автономные затраты  
 Автономные чистые налоги  
 Предельная налоговая ставка

"Кейнсианский крест"  
 Мультипликативный эффект  
 Мультипликатор затрат  
 Предельная склонность к потреблению  
 Функция потребления

### Вопросы для повторения

1. Почему национальный продукт равен национальному доходу в рамках модели кругооборота доходов и продуктов? Какая взаимная связь существует между национальным продуктом, чистым национальным продуктом и национальным доходом в официальных счетах национального дохода?
2. Каким образом понятие макроэкономического равновесия связано с незапланированными изменениями товарно-материальных запасов?
3. Перечислите пути интеграции государственного сектора экономики в общую экономическую систему в рамках модели кругооборота доходов и продуктов.
4. Что определяет угол наклона графика функции потребления? Что определяет вертикальный отрезок оси ординат, отсекаемый этим графиком?
5. Что определяет угол наклона графика функции плановых затрат? Что определяет вертикальный отрезок оси ординат, отсекаемый этим графиком?
6. Графики каких функций составляют диаграмму, известную как «кейнсианский крест»? Каким образом по этой диаграмме вычисляется уровень равновесия национального дохода?
7. На какую величину изменится уровень равновесия национального дохода в ответ на изменение в 1 доллар плановых инвестиций, автономного потребления или государственных закупок?

### Темы для обсуждения

1. Предположим, что национальный продукт составляет 1000 млрд. долларов, а фирмы и деловые предприятия выплачивают 700 млрд. долларов в виде заработной платы рабочим и служащим, 1500 млрд. долларов в виде ренты, 2000 млрд. долларов в виде процентов. Может ли при этих условиях существовать равенство национального дохода и национального продукта? Поясните свою мысль.
2. Начертите систему координат с координатными осями, соответствующие представленным на рисунке 18.2. Положим, что автономное потребление составляет 1.400 млрд. долларов, предельная склонность к потреблению равна 0,8, а чистые налоги равны 0. Начертите соответствующую этим условиям функцию потребления, обозначив ее  $C_1$ . Теперь положим, что автономные чистые налоги составляют 500 млрд. долларов. Как это изменит график функции потребления? Обозначьте новый график функции потребления  $C_2$ . И наконец добавим в рассмотрение подоходный налог с предельной налоговой ставкой 25 процентов, распространяющийся на все полученные доходы. Постройте график новой функции потребления и обозначьте его  $C_3$ . Премияльный вопрос: подсчитайте мультипликатор затрат для каждой из построенных функций потребления.
3. Используя уравнение (18.6) в качестве опорного, вычислите уровень равновесия национального дохода при  $A=2.000$  млрд. долларов;  $b=0,8$ ;  $f=0,375$ . (Вспомните, что национальный продукт эквивалентен национальному доходу, а в состоянии равновесия плановые затраты равны национальному продукту. Замена национального дохода ( $Y$ ) плановых затрат в уравнении (18.6) дает следующее выражение  $Y=A+b(1-f)Y$ . Решая это уравнение относительно  $Y$ , мы получаем формулу для определения уровня равновесия национального дохода по заданным  $A$ ,  $b$  и  $f$ ).
4. Используя решение задачи, изложенной в п. 3, как исходную точку, определите насколько возрастет уровень равновесия национального дохода, если государственные закупки вырастут на 250 млрд. долларов? Проверьте, совпадает ли ваше решение с мультипликатором затрат, приведенным в уравнение 18.7.
5. Снова, используя решение задачи, изложенной в п. 3, покажите, что рост государственных закупок на 250 млрд. долларов сдвигает уровень равновесия национального дохода в большей степени, нежели уменьшение на ту же величину автономных чистых налогов. Объясните это обстоятельство.



---

# ДЕНЬГИ И ДОХОД В КЕЙНСИАНСКОЙ МОДЕЛИ

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Объяснить, как нормы процента влияют на плановые инвестиции и, в свою очередь, на уровень равновесия номинального национального дохода.**
- 2. Показать, каким образом происходит взаимодействие предложения и спроса на деньги, определяющее соотношение между номинальным национальным доходом и нормами процента.**
- 3. Обсудить точку зрения сторонников и противников кейнсианской теории относительно эффективности денежно-кредитной политики как регулятора экономики.**
- 4. Обсудить влияние фискальной (налогово-бюджетной) политики и «эффекта вытеснения».**
- 5. Использовать IS-LM модель для выведения кривой совокупного спроса.**
- 6. Показать влияние фискальной политики в IS-LM модели с гибкими ценами.**
- 7. Показать влияние денежно-кредитной политики в IS-LM модели с гибкими ценами.**

В настоящей главе, после краткого отсутствия, деньги вновь возвращаются в орбиту наших интересов. Глава начинается толкованием роли денег в кейнсианской макроэкономической модели. После соответствующих обсуждений на страницах этой главы, мы обратимся к вопросам, связанным с денежно-кредитной и фискальной политикой, и их координации. Далее, мы расширим рассматриваемую базовую модель рядом положений, представленных сторонниками монетаристского направления и другими экономистами, чьи взгляды лежат в стороне от кейнсианской традиции.

В начале главы мы будем придерживаться допущения о постоянстве уровня цен. Это означает, что все изменения в национальном пододе и национальном продукте исчисляются в реальных единицах, а номинальная норма процента равна реальной норме. Затем мы опять обратимся к взаимной связи кейнсианской модели и модели совокупного спроса и предложения с гибкими ценами.

## НОРМЫ ПРОЦЕНТА, ИНВЕСТИЦИИ И НАЦИОНАЛЬНЫЙ ДОХОД

Глава 18 рассматривала плановые инвестиции как автономную компоненту общих затрат, то есть такую компоненту, на которую изменения в национальном доходе непосредственного влияния не оказывают. Мы лишь отметили, что решения об инвестициях требуют взвешенного подхода, учитывающего выгоды от каждого инвестиционно-проекта (его воздействие на продажу продукции, качества товаров и эксплуатационных расходов) в сравнении с затратами на его финансирование и реализацию. Теперь мы более подробно остановимся на этом этапе инвестиционных решений.

### Инвестиционные решения

Рассмотрим прим. Фирма-производитель бытовой техники задумывает приобрести роботизированный комплекс, окрашивающий поверхность изделий, ценой в 1 миллион долларов. Принимая во внимание заработную плату оператора, обслуживающего комплекс, и жалование рабочих, которых заменит это автоматическое устройство, а также расходы на эксплуатацию комплекса, его амортизацию и, учитывая повышение качества производимых товаров, фирма оценивает экономию от внедрения этой машины в 120 тыс долларов в год. Стоит ли тратить 1 миллион сегодня, чтобы каждый год экономить 120 тысяч в будущем?

**Альтернативная стоимость инвестиций.** Ответ на поставленный вопрос зависит от альтернативной стоимости получения 1 миллиона долларов этой фирмой. Если фирме для этого приобретения придется брать ссуду, альтернативная стоимость будет отражать норму процента, взимаемого кредитором. Если фирма планирует истратить свои собственные денежные средства, альтернативная стоимость определяется доходом, который это предприятие могло бы получить, используя 1 миллион долларов на альтернативные, возможно более прибыльные, цели. Например, если бы фирма приобрела облигации федерального правительства США, то альтернативная стоимость вложения капитала в приобретение нового комплекса, была бы равна рыночной норме процента прибыли на эти ценные бумаги. Обобщая, можно сказать, что независимо от характера средств (взяты в заем или собственные средства инвестора) их альтернативная стоимость соответствует преобладающей на рынке норме процента<sup>1</sup>.

Предположим, что в рассматриваемом нами случае норма процента составляет 10% годовых. Это означает, что каким-либо способом фирма сможет получить 10 тысяч долларов в год, связав свои средства в размере 1 миллиона долларов, предназначавшиеся на покупку роботизированного комплекса. Так, как эта сумма меньше 120 тысяч долларов, которые фирма сможет ежегодно экономить, внедрив новинку, то безусловно этот инвестиционный план заслуживает претворения в жизнь.

Внедрив этот комплекс, фирма задумывает дальнейшие инвестиционные мероприятия. Возможно следует автоматизировать производственное помещение, где готовые изделия упаковываются в коробки для транспортировки? Изучение вопроса показывает, что автоматическая линия для упаковки будет стоить фирме 500 тысяч долларов, а прибыль, которую она может принести, составляет 40 тысяч в год. Видно, что прибыль полученная в этом случае, меньше чем альтернативная стоимость, составляющая 50 тысяч в год. При норме процента, равной 10%, автоматическая упаковочная линия не выгодна для ее приобретения, но при более низкой процентной ставке это мероприятие может принести барыши. Например, при норме процента, равной 7 процентов годовых, займ в 500 тысяч долларов будет стоить только 35 тысяч долларов в год, и эта инвестиция окажется выгодным помещением средств для фирмы.

<sup>1</sup> Вспомним, что в практической жизни не существует единой нормы процента, а наоборот — целое семейство различных процентных ставок по краткосрочным и долгосрочным ссудам: облигациям, коммерческим ценным бумагам и т. д. Финансисты и управляющие фирм в силу своих служебных обязанностей выбирают наиболее выгодный источник вложения денежных средств, ориентируясь на существующие процентные ставки. Когда конкретная норма процента интегрируется в экономическую модель в качестве переменной величины, ее следует рассматривать как некий символ, сопоставляемый с характерной нормой процента из всего ее многообразия, существующего на финансовых рынках.— прим. автора.

**График плановых инвестиций.** Из рассмотренного примера следуют два вывода. Во-первых, экономическая система представляет для инвестиций много различных возможностей, причем один из них более выгодны, чем другие. Во-вторых, чем ниже норма процента (при прочих равных условиях), тем выше уровень инвестиционных расходов, которые будут выгодны инвестору. Эти выводы в графической форме представлены на рисунке 19.1. Представленный на этом рисунке **график плановых инвестиций** демонстрирует, что в экономической системе при прочих равных условиях уменьшение процентных ставок ведет к повышению уровня плановых инвестиций.

**График плановых инвестиций** — графическое изображение взаимной связи нормы процента и инвестиций.

### График плановых инвестиций

Экономическая система предоставляет массу возможных вариантов для осуществления инвестиционных проектов, которые различаются по степени выгоды. При прочих равных условиях снижение нормы процента уменьшает альтернативную стоимость инвестиции, повышая тем самым их планируемый уровень, который, по мнению инвесторов, признается выгодным. График плановых инвестиций, приведенный на данном рисунке, иллюстрирует эту тенденцию, согласно которой плановые инвестиции растут по мере уменьшения нормы процента.

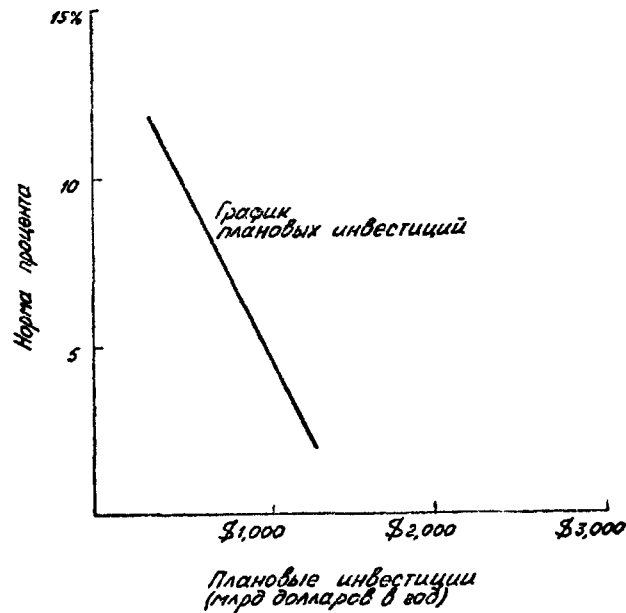


Рис. 19.1

**Смещения графика плановых инвестиций.** График плановых инвестиций, представленный на рисунке 19.1, смещается в том случае, когда факторы, скрытые в предыдущем разделе под общей и неконкретной формулировкой «при прочих равных условиях», изменяются. Ожидания относительно будущих условий на рынке представляют собой один из важнейших факторов, который может вызвать смещение графика плановых инвестиций. Например, если «деловая уверенность» усиливается, а фирмы и деловые предприятия ожидают, что спрос на их продукцию возрастет, инвестиционные проекты расширения производственных мощностей становятся все более привлекательными и заманчивыми. Приведем другой пример: фирмы ожидают, что цены на жидкое топливо возрастут относительно цен на уголь. В этом случае самого пристального внимания заслуживают инвестиции на переоборудование соответствующих систем с жидкого топлива на твердое. Резюмируя, можно сказать, что оптимистический прогноз на будущее смещает график плановых инвестиций право, пессимистический — влево.

### Кривая IS

График плановых инвестиций показывает влияние нормы процента на уровень плановых инвестиций. В предыдущей главе мы видели, что изменение уровня плановых инвестиций влияет на уровень равновесия национального

дохода. Объединение этих закономерностей устанавливает взаимную связь между нормой процента и национальным доходом. На рисунке 19.2 представлена графическая зависимость этих параметров. В части (а) рисунка 19.2 представлен график плановых затрат, часть (в) — «кейнсианский крест», а в части (с) представлена новая, ранее не встречавшаяся диаграмма, связывающая уровень национального дохода (ось абсцисс) с нормой процента (ось ординат).

### Кривая IS

График плановых инвестиций, представленный в части (а) данного рисунка, показывает, что низкие нормы процента соответствуют высокому уровню плановых инвестиций. Когда инвестиции возрастают с уровня  $I_1$  и  $I_2$ , график плановых затрат смещается вверх (часть (в) рисунка). Это, в свою очередь, повышает уровень равновесия национального дохода с  $Y_1$  до  $Y_2$  (часть (с) рисунка). Таким образом, низкая норма процента соответствует высокому уровню национального дохода и наоборот, — что иллюстрирует наклонная кривая IS. Кривая IS — это геометрическое место точек равновесия на рынках товаров (то есть все точки этой кривой — это точки равновесия на рынках товаров).

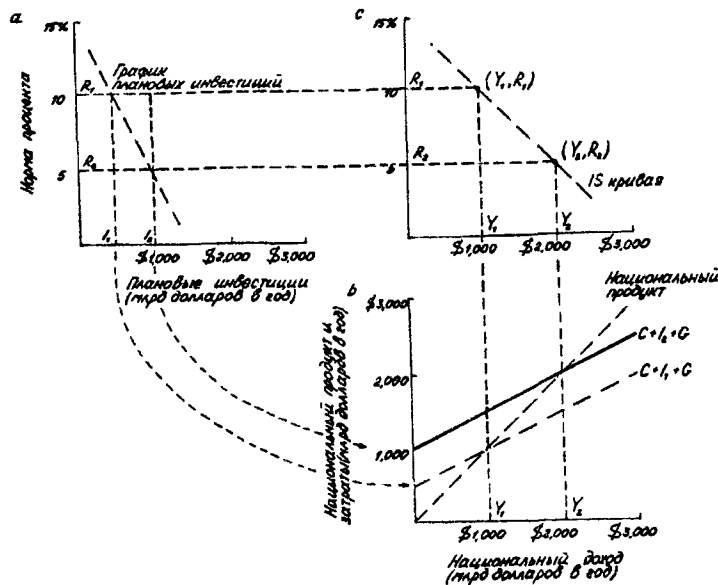


Рис. 19.2

График, представленный в части (а) — график плановых инвестиций — показывает соответствие каждой конкретной норме процента определенного уровня плановых инвестиций (как и ранее, считаем все прочие условия равными). Норма процента = 10% ( $R_1$ ) соответствует уровню плановых инвестиций в 500 млрд. долларов ( $I_1$ ), 5% ( $R_2$ ) — 1000 млрд. долларов ( $I_2$ ), и так далее. Переходя от части (а) к части (б) по пунктирным линиям, устанавливаем, что каждый конкретный уровень плановых инвестиций соответствует определенному уровню национального дохода (считая неизменными уровни автономного потребления и государственных закупок). При уровне плановых инвестиций  $I_1$ , график функции плановых затрат отмечен на рисунке  $C+I_1+G$ , а соответствующий ему равновесный национальный доход составляет 1000 млрд. долларов ( $Y_1$ ); при уровне плановых инвестиций  $I_2$ , график функции плановых затрат смещается вверх (отмечен на рисунке  $C+I_2+G$ ), а соответствующий ему равновесный национальный доход возрастает до 2000 млрд. долларов ( $Y_2$ ). Далее переносим каждую норму процента из части (а) в часть (с) рассматриваемого рисунка, и, соответственно, каждый конкретный равновесный уровень национального дохода из части (б) в часть (с). В части (с) таким образом строится прямая линия, проходящая через точки  $(Y_1, R_1)$  и  $(Y_2, R_2)$ .

**Кривая IS** — графическая интерпретация взаимной связи между нормой процента и национальным доходом при равновесии на рынках товаров.

Каждая точка, принадлежащая прямой линии, построенной в части (с), является возможной точкой равновесия экономической системы на рынках товаров. (То есть эта линия есть геометрическое место точек равновесия экономической системы на рынках товаров — прим. пер.). Эта линия вполне могла бы быть названа кривой равновесия рынка товаров, но согласно устоявшейся традиции ее называют **кривой IS**. (В аббревиатуре IS, I означает инвестиции, а S — сбережения, то есть в названии отражены ис-



точники денежных средств, из которых фирмы и деловые предприятия осуществляют инвестиционные мероприятия. Точка  $(Y_1, R_1)$  на кривой IS показывает, что при процентной ставке равной 10%, уровень равновесия национального дохода составит 1000 млрд. долларов  $(Y_1)$ . Более низкая норма процента повышает плановые инвестиции и смещает график плановых затрат вверх, повышая тем самым равновесный уровень национального дохода. Таким образом оказывается, что точка  $(Y_2, R_2)$  лежит на рассматриваемом графике ниже и правее точки  $(Y_1, R_1)$ .

Естественно, что использование иных процентных ставок в качестве исходных даст другие точки равновесия, принадлежащие кривой IS. Отметим, однако, что равновесие на рынках товаров не может наступить в любой точке вне построенной кривой IS (при заданных уровнях автономного потребления и государственных закупок). Например, экономическая система не могла бы находиться в равновесии при национальном доходе  $Y_2$ , а норме процента выше чем  $R_2$ , поскольку более высокая процентная ставка сократила бы уровень плановых инвестиций. Уменьшение плановых инвестиций привело бы к незапланированному накоплению товарно-материальных запасов, и, соответственно, национальный доход начал бы снижаться относительно своего уровня  $Y_2$ . Подробным же образом экономическая система не может находиться в положении равновесия при национальном доходе равном  $Y_1$ , а процентной ставке ниже чем  $R_1$ . Более низкая процентная ставка стимулировала бы инвестиционные процессы, что привело бы к незапланированному истощению товарно-материальных запасов, и соответствующая реакция фирм и деловых предприятий повисила бы национальный доход выше отметки  $Y_1$ .

**Сдвиг кривой IS.** На рисунке 19.2 кривая IS построена исходя из ряда предпосылок и допущений об уровнях автономного потребления, государственных закупок, чистых налогах и форме графика функции плановых инвестиций. Изменение какого-либо из этих факторов приводит к смещению кривой IS. Положим, что повышение уверенности в прочности будущего экономического положения смещает график функции плановых инвестиций вправо. Это означает, что при любой заданной процентной ставке уровень плановых инвестиций будет больше прежнего уровня, что соответственно повысит уровень плановых затрат и приведет в итоге национальный доход к новому, более высокому, уровню равновесия. Таким образом, смещение графика функции плановых инвестиций вправо в ту же сторону сдвигает кривую IS. Нетрудно видеть, что потеря уверенности в будущем экономической системы приведет к обратному результату (смещению этих графиков влево).

Изменения в государственных закупках также отражаются на положении кривой IS. Положим, что государственные закупки возросли. При прочих равных условиях это сдвинет кривую плановых затрат вверх, даже если норма процента и плановые инвестиции останутся на неизменном уровне. Результатом этого процесса явится более высокий равновесный уровень национального дохода (для любой заданной нормы процента). В графической интерпретации рост государственных закупок сдвинет кривую IS вправо, равно как их уменьшение — влево.

И, наконец, изменение в потреблении также способно переместить кривую IS. Рост «потребительской уверенности» влияет на автономное потребление и сдвигает кривую IS вправо, аналогично повышению «деловой уверенности»; уменьшение автономного потребления при потере уверенности приведет к обратным результатам. Кроме того, в главе 18 мы установили, что потребление зависит от величины налогообложения. При росте чистых налогов падает располагаемый доход, а с его уменьшением сокращается и потребление, — кривая сместится влево. Если чистые налоги сократятся, располагаемый доход и потребление возрастут, и кривая IS сдвинется вправо.

### Кривая LM

Кривая IS устанавливает взаимную связь между нормами процента и национальным доходом, выведенную на основании кейнсианской макроэкономической модели равновесия на рынках товаров (глава 18). Далее мы обратимся ко второму важному соотношению нормы процента и национального дохода, которое основывается на модели равновесия на рынках денег (глава 16). На рисунке 19.3 приведена графическая интерпретация процессов, происходящих на рынках денег.

Часть (а) рисунка 19.3 — знакомая нам диаграмма, представляющая условия функционирования рынка денег. На ней приведены вертикальная кривая предложения денег (MS) и две кривые спроса на деньги, соответствующие некоторому определенному уровню национального дохода. Кривая MD ( $Y_1$ ) соответствует национальному доходу равному 1000 млрд. долларов. Рост национального дохода до 2000 млрд. долларов смещает кривую спроса на деньги вправо-вверх в положение MD ( $Y_2$ ). Здесь, с целью упрощения графической интерпретации происходящих процессов, знакомые нам кривые спроса на деньги заменяются отрезками прямых линий.

По мере изменения национального дохода, которое смещает кривую спроса на деньги, происходит изменение равновесной нормы процента. При положении кривой спроса на деньги MD ( $Y_1$ ) равновесная норма процента составляет 5% ( $R_2$ ). При увеличении уровня национального дохода и соответствующем переходе кривой спроса на деньги в положение MD ( $Y_2$ ), равновесная норма процента поднимается до 10% ( $R_1$ ).

Теперь мы установили, что для данной кривой предложения денег соответственный уровень национального дохода сопряжен с определенной кривой спроса на деньги и опосредствовано через нее — с определенной равновесной процентной ставкой. Эти связанные пары точек на рисунке 19.3 ( $Y_1, R_2$ ) и ( $Y_2, R_1$ ), характеризующие современные значения нормы процента и национального дохода, определяют прямую линию, которую принято называет **кривой LM**. (В аббревиатуре LM, L — обозначает предпочтение ликвидности — как мы помним, кейнсианский термин для обозначения спроса на деньги, а M — обозначает просто деньги, напоминая нам, что кривая LM является геометрическим местом точек равновесия нормы процента и национального дохода именно на рынке денег).

**Кривая LM** — графическая интерпретация взаимной связи между нормой процента и национальным доходом при равновесии на рынках денег

## Кривая LM

Как показано в части (а) данного рисунка, рост национального дохода смещает кривую спроса на деньги вправо-вверх. Такой сдвиг кривой спроса на деньги поднимает норму процента с  $R_2$  до  $R_1$ . Таким образом, более высокие процентные ставки соответствуют более высокому уровню национального дохода. Это проиллюстрировано в части (б) рисунка и может рассматриваться как движение вверх по кривой LM. Кривая LM — это геометрическое место точек равновесия на рынке денег.

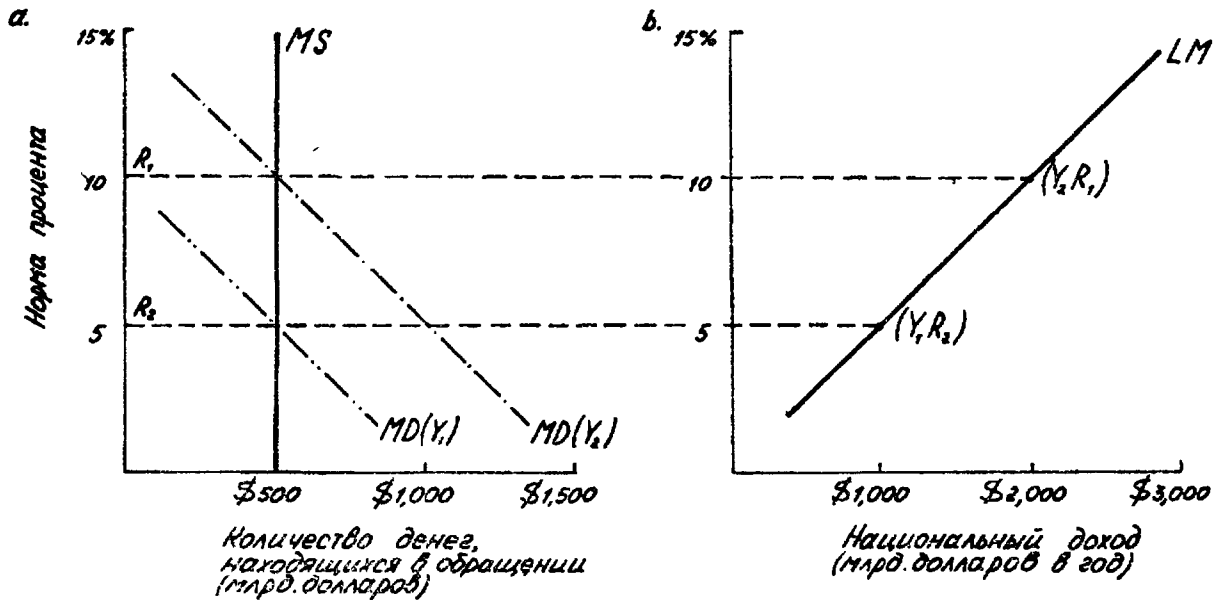


Рис. 19.3

При иных, нежели  $Y_1$  или  $Y_2$ , значениях национального дохода, спрос на деньги смещается, тем самым определяя совокупность точек, принадлежащих кривой LM. Необходимо также заметить, что рынок денег не может находиться в положении равновесия в какой-либо точке, не принадлежащей к кривой LM. Например, при норме процента, равной 10% ( $R_1$ ), рынок денег не может находиться в равновесии при любом ином уровне национального дохода, нежели 2000 млрд. долларов ( $Y_2$ ). Более низкий уровень национального дохода уменьшит количество денег, которое индивиды пожелают иметь в своих портфелях активов, смещая при этом кривую спроса на деньги влево-вниз. При более низком спросе на деньги равновесие на рынке денег установится при более низкой норме процента. Аналогично, рынок не может находиться в равновесии при норме процента, равной 5% ( $R_2$ ), и любом ином уровне национального дохода, нежели 1000 млрд. долларов ( $Y_1$ ). При более высоком уровне национального дохода количество денег, которое пожелают хранить в своих портфелях активов индивиды, возрастет, и, соответственно, кривая спроса на деньги сдвинется вправо-вверх, подтягивая вверх процентную ставку.

**Сдвиги кривой LM.** Кривая LM построена, опираясь на заданную кривую предложения денег. Предположим, что происходит смещение кривой предложения денег вправо. При любой заданной норме процента более высокий (по сравнению с предыдущим) уровень национального дохода должен сдвинуть кривую спроса на деньги также вправо (что отражает в этом случае стремление индивидов держать в своих портфелях активов большее количество денег). Значит, кривая LM также сдвинется вправо. Если кривая предложения денег сдвигается влево, то справедливыми становятся утверждения обратные. При любой заданной норме процента более низкий (по сравнению с предыдущим) уровень национального дохода смещает кривую спроса на деньги влево и аналогичным образом передвигает кривую LM.

### Равновесие на рынках товаров и денег

Теперь в нашем распоряжении оказывается два вида отношений между национальным доходом и нормой процента. Во-первых, кривая IS с отрицательным наклоном (у автора — «наклонная вниз» — прим. пер.) показывает возможный набор сочетаний национального дохода и норм процента, обеспечивающий равновесие на рынке товаров, при котором плановые затраты равняются национальному продукту. Во-вторых, кривая LM с положительным наклоном (у автора — «наклонная вверх» — прим. пер.) показывает возможный набор сочетаний национального дохода и норм процента, обеспечивающий равновесие на рынке денег, при котором количество денег, которое индивиды желают держать в своих портфелях активов, совпадает с количеством денег, предлагаемым банковской системой. На рисунке 19.4 обе эти кривые совмещены на одном графике. Их точка пересечения отмечает только одну-единственную комбинацию национального дохода и нормы процента, при которой рынок денег, равно как и рынок товаров, находится в равновесии.

### Кривые IS — LM (полная модель)

Пересечения кривых IS и LM дает единственную точку, в которой рынок денег и рынок товаров совместно находятся в положении равновесия. Для точек A и D на кривой IS рынки товаров находятся в равновесии, а рынки денег — нет. И наоборот, в точках C и B на кривой LM в равновесии находятся рынки денег, а рынки товаров — нет.

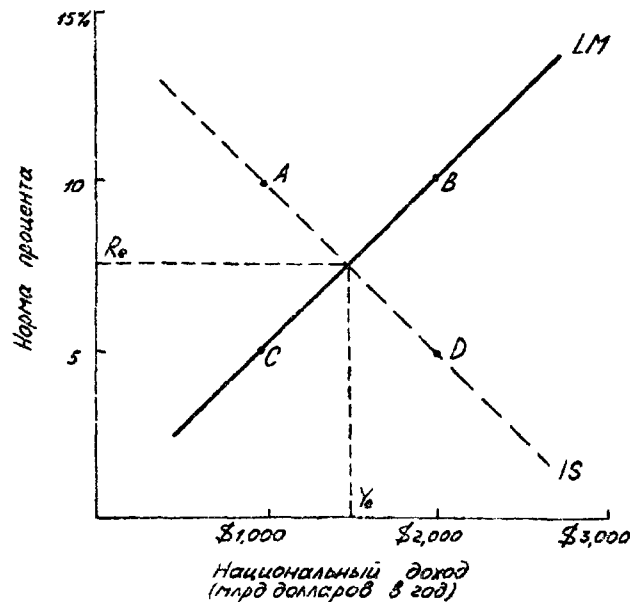


Рис. 19.4

На рисунке 19.4 уровень равновесия национального дохода составляет 1500 миллиардов долларов ( $Y_e$ ), а равновесная процентная ставка равна 7,5% ( $R_e$ ). Как видно из рисунка, ни в одной другой точке невозможно достичь одновременного равновесия на обеих группах рынков. Например, в точке A, рынки товаров находятся в равновесии, но для рынков денег норма процента, равная 10%, оказывается слишком высока для национального дохода в 1000 млрд. долларов. Вернувшись к рисунку 19.3 (часть (а)), нетрудно уточнить, что такая комбинация национального дохода и нормы процента приведет к избыточному предложению денег. Подобным образом в точке D рынки товаров опять будут в равновесии, но норма процента будет слишком низка для данного уровня национального дохода. Это порождает избыточный спрос на деньги.

Напротив, для всех точек, лежащих на кривой LM, рынок денег будет находиться в равновесии, но рынок товаров от положения равновесия будет далек (кроме точки их пересечения). Например, в точке B норма процента слишком высока для того, чтобы обеспечить достаточный объем инвестиций, поддерживающий национальный доход на уровне, равном 2000 млрд. долларов. Вернувшись к рисунку 19.2, нетрудно уточнить, что при таких условиях уровень плановых затрат окажется недостаточным, и приведет к незапланированной аккумуляции товарно-материальных запасов. Подобным образом в точке C низкая процентная ставка вызовет избыточное стимулирование плановых инвестиций. В этом случае такие условия приведут к внеплановому истощению товарно-материальных запасов. Подобный анализ показывает, что для точек вне кривых IS и LM ни рынки товаров, ни рынки денег не достигают равновесия

Совместный анализ кривых IS и LM составляет в своей сути полную кейнсианскую модель, рассматривающую рынки товаров и рынки денег. Такие кривые впервые были представлены Дж. Р. Хиксом, одним из ближайших последователей Дж. Кейнса в статье, увидевшей свет в 1937 году<sup>1</sup>. С тех пор они стали частью необходимого и обязательного экономического образования и базовой основой для претворения тех или иных экономических решений, предлагаемых как сторонникам кейнсианского направления в экономике, так и их противниками. В следующих разделах этой главы мы рассмотрим эту модель в ее практических приложениях.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ И ФИСКАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА В IS — LM МОДЕЛИ С ФИКСИРОВАННЫМИ ЦЕНАМИ

В главе 18 было установлено, что изменение каких-либо компонент автономных расходов — автономного потребления, плановых инвестиций, государственных закупок — влияют на уровень равновесия национального дохода через мультипликативный эффект. Далее мы разовьем эту мысль и покажем, каким образом автономные затраты и равновесный уровень национального подвержены воздействию денежно-кредитной и фискальной политики в кейнсианской модели с фиксированными ценами. Начнем обсуждение с изучения передаточного механизма (Transmission mechanism), посредством которого денежно-кредитная политика осуществляет свое влияние на уровень плановых затрат.

**Передаточный механизм** — процесс, посредством которого денежно-кредитная политика осуществляет влияние на уровень плановых затрат.

### Кейнсианский передаточный механизм

Кейнсианский передаточный механизм встроен в IS — LM модель. Его функционирование проиллюстрировано на рисунке 19.5. Первоначально экономика находится в состоянии равновесия  $E_1$ , при этом норма процента составляет 7,5%; а национальный доход равен 1500 млрд. долларов. Затем ФРС проводит ряд покупок на открытом рынке ценных бумаг, увеличивая тем самым резервы банковской системы. Банки покупают ценные бумаги и расширяют собственные ссудные портфели, преобразуя вновь приобретенные резервы в приносящие доход активы. Эти действия приводят к расширению предложения денег. Однако, при любом существующем уровне национального дохода фирмы и семейные хозяйства захотят сохранить вновь приобретенные деньги в своих портфелях активов только при более низкой процентной ставке. Рисунок 19.5 демонстрирует описанное выше смещение кривой LM. По сравнению с исходной кривой  $LM_1$ , новая кривая  $LM_2$  сопрягается с более низкой нормой процента, связанной с каждым конкретным уровнем национального дохода.

Далее рассмотрим события, происходящие на рынках товаров. Понижение норм процента, вызванное ростом предложения денег, снижает альтернативную стоимость инвестиции. По мере снижения норм процента, фирмы и деловые предприятия увеличивают плановые инвестиции. Рост плановых инвестиций добавляется к общим плановым затратам и первоначально приводит к незапланированному истощению товарно-материальных запасов. Фирмы реагируют на это повышением выпуска продукции, что увеличивает уровень национального дохода. На рисунке 19.5 падение норм процента при одновременном росте плановых инвестиций и национального дохода, интерпретируются как движение вправо-вниз вдоль кривой IS. Сама кривая IS остается на первоначальном уровне, поскольку ни один из факторов, определяющих ее положение и наклон, не изменился — ни уровень плановых инвестиций, ни автономное потребление, ни государственные закупки, ни чистые налоги. Движение вниз и вправо вдоль кривой IS продолжается до точки пересечения с новой кривой  $LM_2$  —  $E_2$ . Здесь снова и рынок денег, и рынок товаров возвращаются в положение равновесия. Резюмируя, можно сказать следующее: ступени кейнсианского передаточного механизма таковы, — от предложения денег к норме процента, далее к инвестициям и затем к национальному доходу. В итоге своего осуществления экспансионистская денежно-кредитная политика приводит к новому уровню процентных ставок, меньшему, нежели существовавший ранее, и более высокому уровню равновесия национального дохода.

Если же ФРС предпринимает какие-либо мероприятия, направленные на сокращение количества денег, находящихся в обращении, то передаточный механизм начинает действовать в противоположном направлении. В ответ на уменьшение своих резервов банки увеличивают норму процента, сдвигая тем самым кривую LM влево-вверх. Рост процентных ставок приводит к тому, что фирмы и деловые предприятия начинают сокращать плановые инвестиции (то есть в графической интерпретации движутся влево-вверх вдоль графика плановых инвестиций). Уменьшение инвестиций как компоненты плановых затрат снижает уровень национального дохода, и экономическая система движется влево-вверх вдоль кривой IS до пересечения с новой кривой LM. Таким образом, денежно-кредитная политика, преследующая цель сокращения денежной массы, находящейся в обращении, повышает равновесную норму процента и понижает уровень национального дохода.

<sup>1</sup> J. R. Hicks «Mr. Keynes and the Classics». *Econometrica* 5, may 1937, pp. 147—159.

### Влияние денежно-кредитной политики в рамках IS — LM модели с фиксированными ценами

В своих работах Дж. Кейнс полагал, что воздействие процентных ставок на плановые инвестиции — основное звено передаточного механизма мероприятий денежно-кредитной политики. Например, рост количества денег, находящихся в обращении, сместит — как это показано на рисунке — кривую LM вправо-вниз. По мере уменьшения нормы процента экономическая система сдвигается вдоль кривой IS также вправо-вниз до момента установления нового положения равновесия, характеризующегося более низкой нормой процента и более высоким уровнем национального дохода.

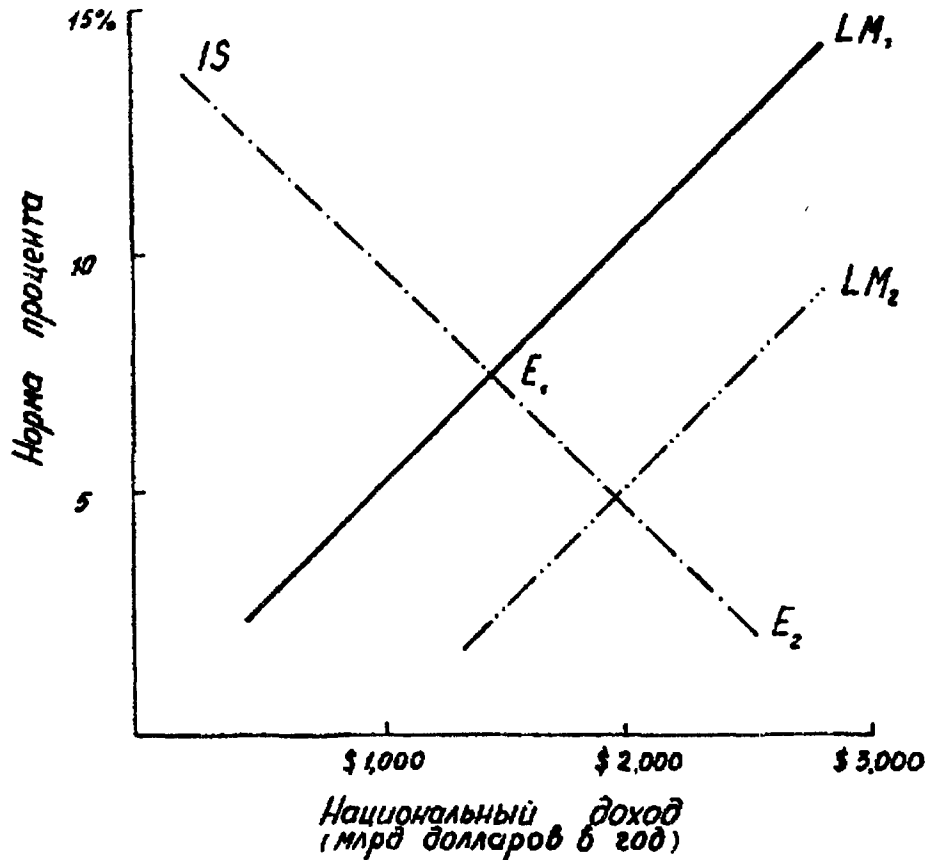


Рис. 19.5

### Первые последователи Дж. Кейнса: сомнения относительно функционирования передаточного механизма

В IS — LM модели Дж. Кейнса изменения в предложении денег влияют на уровень равновесия национального дохода, однако даже ближайшие последователи его учения считали, что рассмотренный эффект в реальной экономической жизни оказывает очень слабое воздействие. На скептический лад настроили два вида соображений относительно силы воздействия передаточного механизма.

Во-первых, они полагали, что нормы процента не будут претерпевать значительных изменений при изменениях в предложении денег, по крайней мере, в те периоды времени, когда существующие нормы процента и так достаточно низки. Например, во время Великой Депрессии нормы процента на гарантированные краткосрочные ценные бумаги, как например казначейские векселя федерального правительства, упали ниже 1%. При таких низких процентных ставках хозяйственные агенты и индивиды тесаврировали деньги в спекулятивных целях, усматривая значительную вероятность того, что нормы процента вернуться на более высокий «нормальный уровень» приводя к

катастрофическим потерям капитала обладателей этих ценных бумаг и облигаций<sup>1</sup>. Поэтому кривая спроса на деньги в рассматриваемом случае при низких нормах процента имела бы почти плоский «хвост», и даже значительное предложение денег имело бы очень незначительное воздействие на процентные ставки. Такое вероятное обстоятельство получило название «ликвидной ловушки»<sup>2</sup>.

Во-вторых, последователи Дж. Кейнса подвергли сомнению тезис о высокой чувствительности инвестиций к изменениям процентных ставок. Ряд статистических данных указывал на то, что существенное уменьшение норм процента приводило лишь к незначительному увеличению уровня плановых инвестиций. В графической интерпретации это характеризует кривую плановых инвестиций как линию с очень крутым наклоном к оси абсцисс (угол ее наклона стремится к прямому — прим. пер.).

**Ликвидная ловушка** — условия на рынке денег, при которых норма процента реагирует на изменения в предложении денег в весьма незначительной степени (особенно при низких нормах процента).

Подробно эти вопросы рассмотрены в разделе «19.1 Из истории денег», там же приведена IS кривая более крутой формы, нежели ранее нами рассмотренные. Эта кривая, как отмечалось в предыдущем абзаце, характеризует меньшую чувствительность уровня плановых инвестиций к изменению процентных ставок. Кроме того, при низких нормах процента кривые LM имеют плоские «хвосты», что в рассматриваемых условиях соответствует аналогичной форме кривых спроса на деньги. Таким

образом, рост количества денег, находящихся в обращении, все же смещает кривую LM вправо, но ввиду своеобразия форм кривых IS и LM в этом случае, этот сдвиг очень незначительно влияет на равновесную норму процента, и в еще меньшей степени — на уровень равновесия национального дохода.

### Расширенный взгляд на передаточный механизм

Как мы упоминали в главе 14, в пятидесятые — шестидесятые годы набравшая силу монетаристская школа экономической мысли яростно оспаривала приснопамятный тезис «деньги не имеют значения», впервые выдвинутый ближайшими последователями Дж. Кейнса. Опыт Великой Депрессии, который их противники выдвигали в пику монетаристам, стараясь доказать, что денежно-кредитная политика в этом случае доказала свою несостоятельность, они попытались обратить в свою пользу. Точка зрения сторонников монетаристского направления на Великую Депрессию была такова: не малая эффективность, но неправильное использование всех инструментов монетаристской политики явилось той силой, которая в огромной степени способствовала жесткости и глубине постигшего экономикой кризиса 1929—1933 годов (см. «19.2 Из истории денег»).

Кроме новой интерпретации исторических событий, предположенной монетаристами, они стали рассматривать передаточный механизм в более широком аспекте. Кейнсианская причинная связь явлений — от денежной массы к нормам процента, затем к инвестициям и национальному доходу — в их трактовке стала лишь одним из нескольких возможных способов воздействия денежной массы на состояние экономической системы в целом. Вероятную слабость воздействия кейнсианского передаточного механизма в своем анализе монетаристы компенсировали иными способами воздействия денежной массы на состояние экономической системы в целом. Вероятную слабость воздействия кейнсианского передаточного механизма в своем анализе монетаристы компенсировали иными способами воздействия денежно-кредитной политики на уровень национального дохода. Представители иных направлений в экономической мысли, например, Франко Модильяни (Массачусетский технологический институт) и Джеймс Тобин (Йельский университет)<sup>3</sup> также изучали в своих работах функционирование передаточного механизма.

Во-первых, рассматривая функционирование передаточного механизма в более широком аспекте, можно утверждать, что изменение норм процента может повлиять не только на плановые инвестиции фирм и деловых предприятий, но и другие компоненты затрат. Инвестиции в жилищное строительство очень сильно реагируют на изменения процентных ставок. Кроме того, нормы процента оказывают существенное влияние на другие компоненты затрат, не считающихся инвестициями в официальных счетах национального дохода. Потребительские товары длительного пользования, такие как автомобили и сложная бытовая техника, часто приобретаемые в кредит, представляют собой одну из этих компонент. Такие приобретения, в отличие от покупок новых домов, рассматриваются как потребление, а не как инвестиции, в счетах национального дохода. Капитальные вложения федерального правительства и органов местного самоуправления — строительство школ, дорог и пр. — составляют другую неинвестиционную компоненту плановых затрат, на которую изменения в денежно-кредитной политике также способны повлиять. Поскольку правительство финансирует эти затраты, продавая облигации, более низкие нормы процента делают их более доступными.

Во-вторых, было установлено, что экспансионистская денежно-кредитная политика, кроме понижения доходов от облигаций и повышения цен на них, также увеличивает цены на акции. Более высокие цены на акции промышленных

<sup>1</sup> Вспомним, что казначейские векселя — обязательства, реализуемые с дисконтом; инвестор реализует в этом случае процентные доходы, уплачивая цену, которая ниже номинала векселя, и получая в момент погашения его полную стоимость. — прим. пер.

<sup>2</sup> Можно дать и более изящное определение «ликвидной ловушки» — установление такой нормы процента, при которой эластичность спроса на деньги по проценту не имеет ограничений, — хотя в некоторых работах представителей «немецкой школы» его правомерность оспаривается. — прим. ред.

<sup>3</sup> Лауреаты Нобелевской премии. — прим. пер.

## 19.1. Из истории денег

### ЛИКВИДНАЯ ЛОВУШКА

Кейнсианцы «первого поколения» в своих трудах полагали, что денежно-кредитная политика теряет свою эффективность в периоды спадов деловых циклов. На рисунке, приведенном в настоящем разделе, проиллюстрированы их рассуждения, основанные на опыте Великой Депрессии.

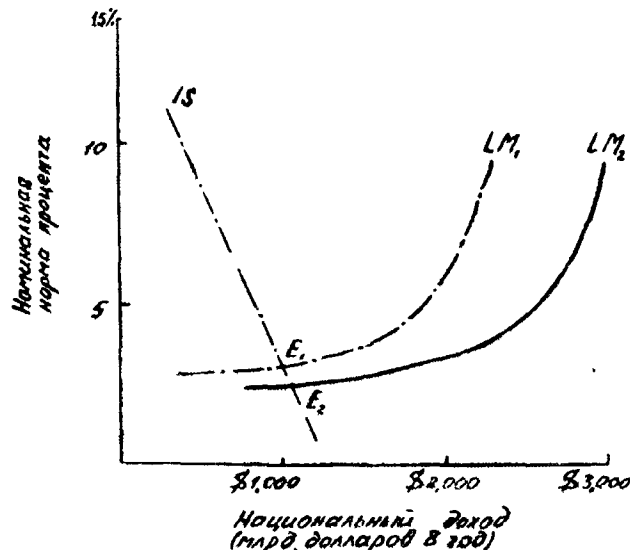
В начале тридцатых годов процентные ставки по краткосрочным ценным бумагам упали до рекордно низких уровней — в некоторых случаях ниже 1 процента. Сторонники кейнсианской теории, анализируя этот случай, рассуждали примерно так: при таких низких нормах процента спекулятивный мотив заставляет индивидов избегать держать в своих портфелях активов облигации, — ведь любое вероятное повышение норм процента приведет к потере значительной части капитала, хранящегося в виде облигаций. Нежелание приобретать облигации и ценные бумаги означало, что индивиды поглощали любое количество денег, которое могла предложить банковская система, без дальнейшего снижения нормы процента. Такие обстоятельства в графической интерпретации выглядели следующим образом:

кривая спроса на деньги при низких процентных ставках была практически параллельна оси абсцисс, и, следовательно, кривая LM также имела пологий, почти горизонтальный «хвост». Как показано на рисунке, экспансионистская денежно-кредитная политика сдвигала кривую LM, как обычно, вправо, но такое смещение в этих условиях не дает сколь-нибудь значительного эффекта, изменяющего процентные ставки.

Кроме того, кейнсианцы считали, что в этом случае уровень инвестиций весьма слабо зависит от изменения норм процента, что в графической интерпретации представляет собой лишь очень крутой наклон кривой IS. Таким образом, любое не очень существенное изменение нормы процента не окажет заметного воздействия на национальный доход. Такое сочетание экономических обстоятельств и получило название «ликвидной ловушки».

Сам Дж. Кейнс был далеко не уверен, что экономика США в тридцатые годы попала в «ликвидную ловушку», да и мало кто из экономистов считает, что такие события когда-либо встречались на практике, либо вообще вероят-

ны. Это предположение основано на позднейших исследованиях, показавших, что эластичность спроса на деньги по проценту фактически имела некоторые ограничения даже в пропасти Великой Депрессии. Кроме того, ныне полагают, что инвестиции реагируют на изменения процентных ставок более живо, чем ранее считалось. Подчеркивается, что принимая во внимание темпы падения уровня цен, реальные краткосрочные нормы процента во время Великой Депрессии оставались на весьма высоком уровне. Долгосрочные процентные ставки, которые в этот период не падали столь сильно, как краткосрочные, в пересчете от номинальных единиц к реальным (учитывая падение уровня цен) оказываются чуть ли не самыми высокими в истории американской экономики. Таким образом, низкий уровень инвестиций в период Великой Депрессии вероятнее всего вызван высокими реальными нормами процента. Представления экономистов середины нашего столетия, что уровень инвестиций был низок вследствие низких номинальных процентных ставок, явно ошибочно.



## 19.2 Из истории денег

### РОЛЬ ДЕНЕГ В ПЕРИОД ВЕЛИКОЙ ДЕПРЕССИИ: ВЗГЛЯД МОНЕТАРИСТА

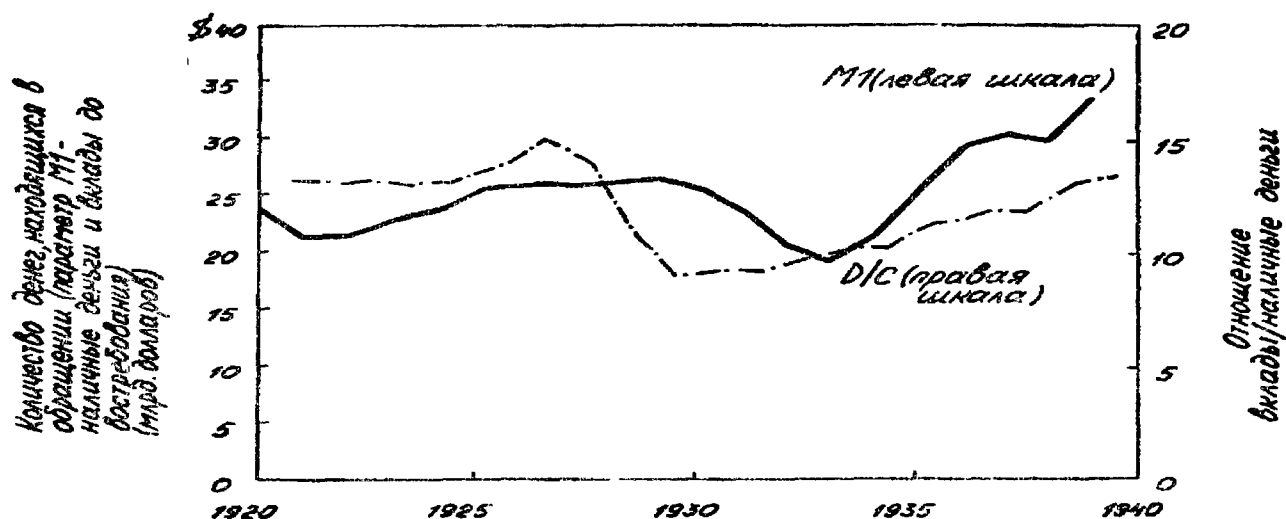
Некоторые сторонники кейнсианского направления в экономической мысли утверждали, что экспансионистская денежно-кредитная политика в период Великой Депрессии оказалась не состоятельной из-за наличия «ликвидной ловушки». Монетаристы не разделяют подобную точку зрения и настаивают на том, что ликвидной ловушки в общепринятом смысле этого понятия быть просто не могло. По их мнению, как раз денежно-кредитная политика, расширяющая денежную массу могла бы принести ощутимые положительные результаты, но увы, ее даже не пытались провести в жизнь. Наоборот, деятельность ФРС привела к резкому сокращению количества денег, находящихся в обращении, в первые годы Депрессии, превратив, по их мнению, небольшой спад в национальную катастрофу.

Схема, представленная ниже, представляет очень важные данные по тому периоду. С 1929 по 1930 год умеренный спад количества денег, находящихся в обращении (рассматривается параметр M1) возник вследствие уменьшения банковских резервов. В этот момент экономический

спад (хотя еще и не очень резкий) вызвал волну банкротств, особенно среди специализированных банков на Среднем Западе — традиционном районе производства сельскохозяйственной продукции. В те дни, когда страхование банковских вкладов было еще не столь распространено, общество реагировало на банкротства банков, забирая свои вклады из них и предпочитая хранить свои ликвидные остатки в форме наличных денег.

Уменьшение отношения величины вкладов населения к наличным средствам уменьшило денежный мультипликатор, что вызвало дальнейшее падение количества денег, находящихся в обращении, которое продолжалось вплоть до 1933 года. Банкротства банков лавинообразно нарастали, и отношение величины вкладов к наличным деньгам продолжало уменьшаться. С точки зрения сторонников монетаристской школы такое сжатие денежной массы, граничащее с коллапсом, привело к коллапсу национального дохода, что снизило реальный объем производства, уровень цен и резко повысило безработицу.

Согласно их анализу, в 1930—1933 годах основной ущерб экономике нанесли не какие-либо действия ФРС, а скорее бездействие этой организации. С точки зрения монетаристов ФРС — в ответ на наметившееся падение денежного мультипликатора — должна была провести ряд операций на открытом рынке ценных бумаг, чтобы активно поддержать банковские резервы. Это могло бы способствовать стабилизации количества денег, находившихся в обращении, несмотря на активное предпочтение, оказываемое индивидами, наличных денег банковским вкладам. Однако подобные мероприятия проведены в жизнь не были. Это привело к тому, что рост денежной массы был столь незначительным, что не смог оказать стабилизирующего воздействия на экономику США. В результате количества денег, находящихся в обращении, начало расти лишь после появления утраченной уверенности в прочности банковской системы, что характеризует увеличение отношения вкладов к наличным деньгам, которое началось приблизительно с 1934 года.





предприятий упрощают для фирм процессы финансирования новых инвестиционных проектов, так как продажа акций по более высоким ценам рассматривается в качестве конкурирующей альтернативы получения займов. Так в передаточный механизм, наряду с нормой процента, интегрируются и цены на акции.

В-третьих, новейшие представления о функционировании передаточного механизма указывают, что экспансионистская денежно-кредитная политика приводит как к увеличению богатства отдельных индивидов, так и богатства хозяйственных агентов, отчасти потому, что вновь выпущенные деньги присовокупляются к общему богатству. Еще важнее то обстоятельство, что рост цен на акции и облигации повышает стоимость ценных бумаг, находящихся на руках у владельцев. Как отмечалось в предыдущей главе, при прочих равных условиях рост общего суммарного богатства увеличивает автономное потребление и, тем самым, сдвигает график функции потребления вверх.

Резюмируя, можно отметить, что современная наука рассматривает широкий диапазон воздействия денежно-кредитной политики на функционирование передаточного механизма. Ныне принято полагать, что изменение количества денег, находящихся в обращении, влияет на общую структуру портфелей активов, включая акции корпораций, недвижимость, потребительские товары длительного пользования, а также ценные бумаги, приносящие фиксированный доход. Считается, что распространение влияния этих изменений происходит как посредством изменения процентных ставок, так и воздействием на богатство; кроме того, оценивается влияние изменения денежной массы на все компоненты плановых затрат, равным образом включая как потребление и государственные закупки, так и плановые инвестиции.

Такой расширенный подход к исследованию функционирования передаточного механизма, подкрепленный современной интерпретацией экономических ситуаций прошлых лет, привел к достижению согласия относительно влияния денежно-кредитной политики на экономическую систему в целом. Сегодня практически все экономисты, как монетаристы, так и кейнсианцы, равным образом и не принадлежащие к этим двум основным направлениям экономической мысли, согласны с тем тезисом, что деньги оказывают существенное воздействие на уровень плановых затрат, расходясь в своих оценках лишь в деталях этого процесса.

### Влияние фискальной политики

В конце главы 18 мы сделали попытку оценить влияние фискальной (налогово-бюджетной) политики, имеющей дело с государственными закупками и чистыми налогами, на равновесие экономической системы в целом. Там было установлено, что рост государственных закупок или уменьшение чистых налогов сдвигает график функции плановых затрат вверх, тогда как обратные изменения в государственных закупках или чистых налогах сдвинут его вниз. В каждом из этих случаев изменение плановых автономных затрат, характеризующее сдвигом графика функции плановых затрат, по мере перехода к национальному доходу будет усилено за счет мультипликативного эффекта. Национальный доход соответственно изменению плановых автономных затрат либо вырастет, либо уменьшится. В следующем разделе мы подробнее рассмотрим фискальную политику в рамках IS—LM модели с фиксированными ценами. По обыкновению, в начале обсуждения рассмотрим стандартный пример, характерный для кейнсианского подхода. Затем обратимся к некоторым сомнениям относительно эффективности фискальной политики, высказанным представителями монетаристского направления, а также проблемам координации усилий денежно-кредитной и фискальной политики. Принятое допущение о постоянстве уровня цен мы распространяем и на следующий раздел.

### Фискальная политика в модели IS—LM

Рисунок 19.6 иллюстрирует влияние фискальной политики в рамках модели IS—LM. Положим, что первоначально экономическая система находится в положении равновесия в точке  $E_0$ . Норма процента составляет 7,5%, а национальный доход равен 1500 млрд. долларов. Начиная с этого положения, считаем, что государственные закупки возросли на 500 млрд. долларов. Это сдвинет график функции плановых затрат (на этом рисунке не показан) вверх и вызовет внеплановое истощение товарно-материальных запасов. Фирмы и деловые предприятия в ответ на внеплановое истощение товарно-материальных запасов реагируют повышением выпуска продукции или увеличением цены на нее, или избирая некий совместный вариант. Национальный доход в этом случае растет. Положим, что мультипликатор затрат равен 2,0, как в наших предыдущих примерах. При таком мультипликаторе затрат уровень равновесия национального дохода повысится на 1000 млрд. долларов, если считать, что норма процента остается на прежнем уровне, и нет никаких изменений в других компонентах автономных затрат.

На рисунке 19.6 изменения, вызванные ростом государственных закупок (учитывая мультипликативный эффект), представлены как сдвиг кривой IS из положения  $IS_1$  в положение  $IS_2$ . Этот сдвиг указывает величину, на которую возрастет национальный доход, если норма процента останется неизменной (в рассматриваемом случае на уровне 7,5%). Однако, изучение совместной диаграммы IS—LM кривых с очевидностью показывает, что норма процента остаться на фиксированном уровне в течение длительного периода времени не сможет. По мере движения экономической системы от точки  $E_0$  к точке  $E_1$  растущий национальный доход также заставляет кривую спроса на деньги смещаться вправо (этот сдвиг на этом рисунке не показан, но сравните аналогичный, приведенный на рис. 19.3). Таким образом, при существующей норме процента равной 7,5% создается избыточный спрос на деньги. На рисунке 19.6 избыточный спрос на деньги сдвигает экономическую систему с кривой LM вправо от нее

### Влияние фискальной политики в IS—LM модели с фиксированными ценами

На данном рисунке продемонстрировано влияние фискальной политики в рамках модели IS—LM с фиксированными ценами. Рост государственных закупок сдвигает кривую IS вправо из положения  $IS_1$  в  $IS_2$ . Рост плановых затрат «подтягивает» уровень национального дохода вверх. Без повышения процентных ставок экономическая система сдвинется к положению  $E_1$ . Однако, рост национального дохода повышает спрос на деньги, что в свою очередь способствует увеличению норм процента. Повышение норм процента снижает уровень плановых инвестиций (что известно в экономике как «эффект вытеснения»). Таким образом, вместо того, чтобы двигаться к положению  $E_1$ , экономическая система движется вверх и вправо от положения  $E_0$  вдоль кривой LM к положению  $E_2$ .

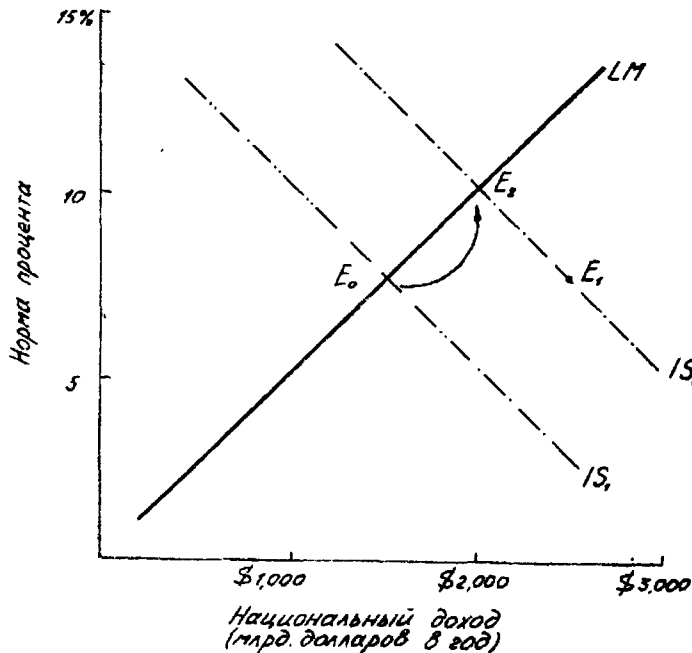


Рис. 19.6

По мере приспособления финансовых рынков к новым условиям, порожденным избыточным спросом на деньги, норма процента начинает расти. Прежде чем экономическая система достигнет точки  $E_1$ , она начнет сдвигаться как вправо, так и вверх (как это показано на рисунке стрелкой). При росте процентных ставок фирмы и деловые предприятия движутся обратно вверх и назад по их графикам функций плановых инвестиций (см. рис. 19.2). Уменьшение плановых инвестиций частично компенсирует рост государственных закупок, смягчая рост плановых затрат и увеличение национального дохода. И, наконец экономическая система достигает нового положения равновесия  $E_2$ . Здесь норма процента достигает величины 10%, а национальный доход — 2000 млрд. долларов. В положении  $E_2$  как рынки товаров, так и рынки денег находятся в равновесии, что иллюстрируется пересечением кривых LM и IS.

**Эффект вытеснения** — уменьшение плановых инвестиций, вызванное ростом норм процента и частично компенсирующее влияние фискальной политики.

Резюмируя, можно утверждать следующее: модель IS—LM показывает, что рост государственных закупок вызывает как рост равновесного уровня национального дохода, так и равновесной нормы процента. Однако равновесный национальный доход растет в степени меньшей, чем это соответствует применению мультипликатора затрат к росту государственных закупок, поскольку наблюдающийся в этом случае рост норм процента уменьшает плановые инвестиции, частично компенсируя результаты экспансионистской фискальной политики. Такая тенденция в экономической науке получила название «**эффект вытеснения**». Рассматривая это понятие в чисто кейнсианском приложении, видим, что рост государственных закупок вытесняет инвестиции частного сектора посредством передаточного механизма «норма процента — инвестиции».

В модели, рассматривающей расширенную версию передаточного механизма «норма процента — инвестиции», рассматривающей расширенную версию передаточного

механизма, затраты на потребительские товары длительного пользования, недвижимость, и государственные закупки, финансируемые правительствами штатов и местными органами самоуправления также будут подвержены вытеснению<sup>1</sup>.

Другие примеры воздействия фискальной политики также могут быть проанализированы в рамках модели IS—LM. Уменьшение чистых налогов сдвигает кривую IS вправо и во многом производит эффект, аналогичный росту государственных закупок. Сокращение государственных закупок или рост чистых налогов сдвигает кривую IS влево. В этом случае уровень равновесия национального дохода и равновесная норма процента уменьшается. Более низкая процентная ставка будет активно стимулировать плановые инвестиции, в какой-то степени компенсируя последствия проведения фискальной политики, направленной на сокращение денежной массы.

## МОДЕЛЬ IS—LM С ГИБКИМИ ЦЕНАМИ

До сего момента мы рассматривали кейнсианскую модель в предположении существования фиксированного уровня цен. В этом разделе мы снимаем это ограничение, дабы интегрировать IS—LM модель с моделью совокупного спроса и совокупного предложения, представленную в главе 17. Сначала мы используем модель IS—LM, чтобы получить кривую совокупного спроса иным образом, а затем рассмотрим влияние фискальной и денежно-кредитной политики в рамках интегрированной модели.

### Кривая совокупного спроса: сопряжение с IS—LM моделью

На рисунке 19.7 показано, каким образом возможно получить кривую совокупного спроса из IS—LM модели. Решение этой задачи основано на рассмотрении трех хорошо нам знакомых диаграмм. Часть (а) представляет рынок денег (по горизонтальной оси отложено номинальное количество денег, находящихся в обращении; по вертикальной — норма процента). В настоящий момент (хотя мы допускаем изменение уровня цен) при переходе экономической системы от одного состояния равновесия к другому, мы считаем, что при достижении какого-либо положения равновесия инфляционные процессы именно в равновесном состоянии экономической системы приостанавливаются. Тогда в состоянии равновесия реальные и номинальные нормы процента оказываются равными, а влияние инфляции на формирование равновесных рыночных процентных ставок обсуждается в этой главе в дальнейшем. Часть (b) — IS—LM — диаграмма (по горизонтальной оси реальный национальный доход и выпуск продукции, по вертикальной оси — норма процента). Часть (c) — диаграмма совокупного спроса и совокупного предложения (по горизонтальной оси — реальный национальный доход и выпуск продукции, по вертикальной — уровень цен).

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия при уровне цен равным 1,0, реальном выпуске продукции равном 2000 млрд. долларов в год, и норме процента, равной 5%. Такое положение равновесия экономической системы соответствует точке  $E_1$  в части (b) рисунка 19.7 и точке  $e_1$  в части (c) этого рисунка. Начиная с этого положения экономической системы, рассмотрим процессы, происходящие при удвоении уровня цен до отметки 2,0.

**Влияние на рынок денег.** Сначала рассмотрим каким образом изменения уровня цен воздействуют на рынок денег. Как было установлено в главе 15, положение кривой номинального спроса на деньги зависит от уровня номинального национального дохода. Если уровень цен удваивается, а реальный национальный доход остается на неизменном уровне равном 2000 млрд. долларов, то номинальный национальный доход растет от 2000 млрд. долларов до 4000 млрд. долларов, что смещает кривую спроса на деньги из положения  $MD_1$  в положение  $MD'$ . По мере этих изменений норма процента растет с 5% до 10%.

Теперь обратимся к кривой LM. Первоначально она находится в положении  $LM_1$ , отражая существующий уровень цен равный 1,0. При этом уровне цен каждая определенная норма процента была связана с определенным уровнем реального дохода. Изменение уровня цен нарушает сложившиеся отношения. Хотя реальный доход остается на уровне равном 2000 млрд. долларов, рост цен поднимает норму процента до 10%. Сочетание этой новой нормы процента и оставшегося неизменным реального дохода ( $E'$ ) и определяет новое положение кривой LM— $LM_2$ , которой принадлежит точка  $E'$ .

<sup>1</sup> В IS—LM модели с фиксированными ценами изменение в равновесии национального дохода равняется произведению мультипликатора затрат на изменение автономных затрат. Но в данном случае мультипликатор затрат сопрягается с чистым изменением автономных затрат. Это чистое изменение складывается следующим образом: рост государственных закупок минус величина вытесненных плановых инвестиций частного сектора потребления и государственных закупок всех правительственных органов, не считая федеральных.— прим. авт.

### Построение кривой совокупного спроса

Кривая совокупного спроса может быть построена на базе IS—LM модели. Ниже указан этот путь. Первоначально экономическая система находится в положении равновесия, причем норма процента равна 5%, реальный выпуск продукции равен 2000 млрд. долларов, а уровень цен равен 1,0. Этой совокупности параметров удовлетворяют точки  $E_1$  в части (b) и  $e_1$  в части (c) настоящего рисунка. Если происходит увеличение уровня цен в два раза без изменения в реальном выпуске продукции (объеме производства), то произойдет удвоение номинального дохода, и кривая спроса на деньги  $MD_1$  (часть (a)) сдвинется в положение  $MD'$ . Смещение кривой спроса на деньги вызовет перемещение вверх кривой  $LM$  из положения  $LM_1$  в положение  $LM_2$ . Однако, по мере происходящих изменений, экономическая система в целом движется к положению  $E_2$ , а не  $E'$  (часть (b)), так как норма процента и уровень плановых инвестиций остаются неизменными. Реальный доход падает до 1500 млрд. долларов, так как номинальный доход при новом уровне цен, равном 2,0, достигает лишь 3000 млрд. долларов. Когда номинальный доход установится на этом уровне, кривая спроса на деньги вновь сместится, на этот раз, к своему конечному положению  $MD_2$ . Новый равновесный уровень реального выпуска продукции, равный 1500 млрд. долларов, совместно с новым уровнем цен, равным 2,0, определяет новое положение равновесия (часть (c)). Кривая  $AD$ , соединяющая точки  $e_1$  и  $e_2$  (включая все промежуточные точки), и есть искомая кривая совокупного спроса. Она отличается от кривой совокупного спроса единичной эластичности  $AD'$ , приведенной в главе 17. Это отличие обусловлено тем, что кривая совокупного спроса единичной эластичности строится исходя из предположения о постоянстве скорости обращения денег в движении доходов. Здесь же по мере роста нормы процента от 5% в положении  $E_1$  до 7,5% в положение  $E_2$ , скорость обращения денег возрастет.

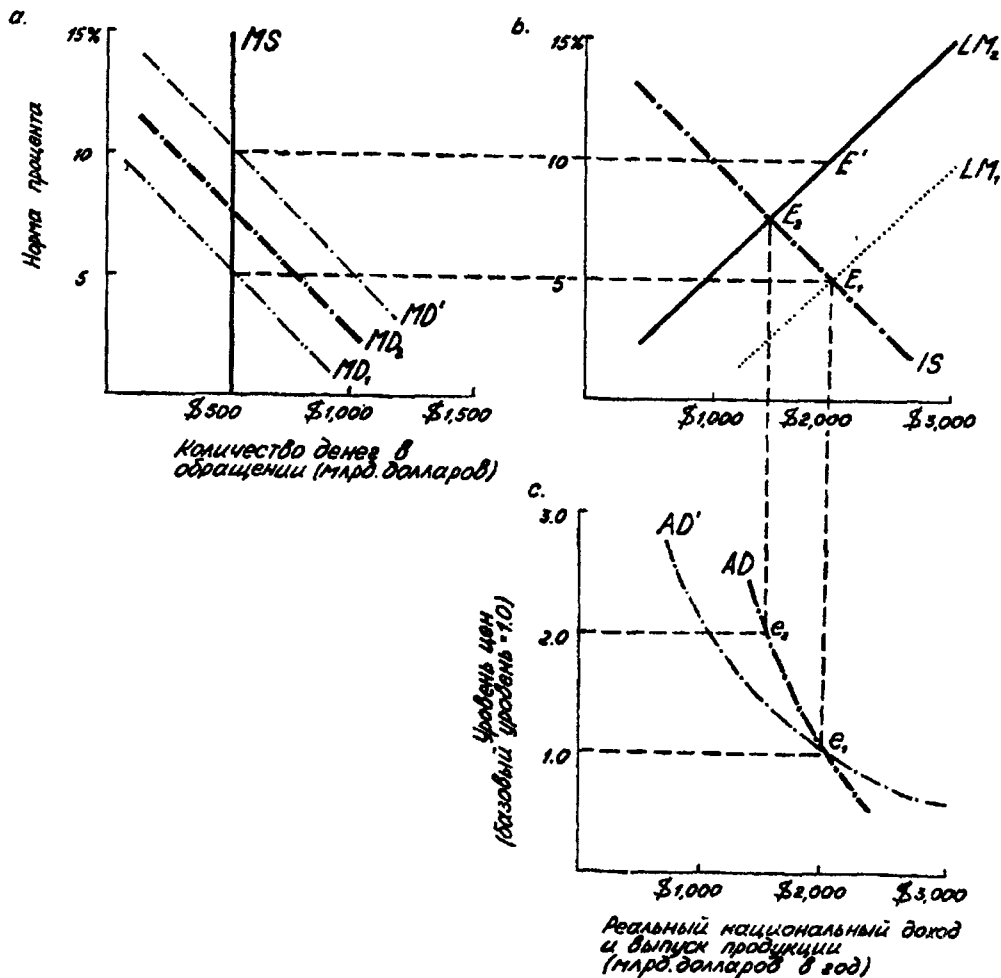


Рис 19.7

**Влияние на реальный выпуск продукции.** Когда рост уровня цен смещает кривую LM вверх, на самом деле экономическая система не переходит из состояния  $E_1$  в  $E'$ . Вместо этого она движется вдоль кривой IS к новому положению равновесия  $E_2$ . Движение экономической системы вдоль кривой IS отражает отрицательное влияние растущих процентных ставок на уровень плановых инвестиций. По мере сокращения плановых инвестиций, реальный доход падает до уровня, равного 1500 млрд. долларов.

В новом положении равновесия экономической системы  $E_2$  норма процента не равна 10%, а составляет только 7,5%. Чтобы в этом убедиться, необходимо еще раз рассмотреть часть (а) настоящего рисунка. Из него следует, что уменьшение реального дохода смещает кривую спроса на деньги вниз — до положения  $MD_2$ . Это положение соответствует номинальному национальному доходу, равному 3000 млрд. долларов (реальный доход в 1500 млрд. долларов умноженный на новый уровень цен равный 2,0). Кривая спроса на деньги  $MD_2$  пересекает кривую предложения денег  $MS$  в точке, соответствующей новой равновесной норме процента равной 7,5%.

**Кривая совокупного спроса.** Используя выше модель IS—LM, мы показали, что рост уровня цен (при прочих равных условиях) вызывает рост норм процента, падение плановых инвестиций и понижает уровень равновесия реального национального дохода и выпуска продукции. Графическая интерпретация происходящих процессов дана на рисунке 19.7, часть (с). Первоначально экономическая система находится в положении равновесия (при уровне цен равном 1,0 и реальном выпуске продукции равном 2000 млрд. долларов), обозначенном на рисунке как  $e_1$ . Новое положение равновесия (при уровне цен равном 2,0 и реальном выпуске продукции равном 1500 млрд. долларов) обозначено на рисунке как  $e_2$ . Другие точки кривой совокупного спроса определяются исходя из предположения об ином уровне цен. Соединение этих точек и являет собой кривую совокупного спроса AD.

### Скорость обращения денег и эластичность совокупного спроса

Кривая совокупного спроса AD, приведенная на рис. 19.7, отличается от аналогичных кривых, приведенных в главе 17, в одном очень важном аспекте. Рассматривавшиеся нами ранее кривые совокупного спроса обладали единичной эластичностью, отражая этим принятое допущение о независимости скорости обращения денег от уровня цен. Для сравнения подобная кривая ( $AD'$ ) приведена в части (с) рисунка 19.7. Заметим, что обе кривые совокупного спроса (как единичной эластичности, так и нет) проходят через исходное положение равновесия  $e_1$ . При более высоких уровнях цен новая кривая совокупного спроса принимает положение AD, — что отражает в этом случае рост совокупного спроса при каждом конкретном уровне цен выше базового. При уровнях цен, меньших чем базовый, положение кривой AD отражает уменьшение совокупного спроса.

Разница в положении этих двух кривых характеризует тот факт, что скорость обращения денег не остается постоянной для новой кривой совокупного спроса AD. Рассчитаем скорость обращения денег в движении доходов для различных точек кривых совокупного спроса (часть (с), рисунок 19.7). При исходном равновесии количество денег, находящихся в обращении, равно 500 млрд. долларов, номинальный национальный доход равен 2000 млрд. долларов и, следовательно, скорость обращения денег равна 4. При конечном положении равновесия (номинальный национальный доход равен 3000 млрд. долларов, количество денег в обращении прежнее: 500 млрд. долларов) скорость обращения денег составляет уже 6.

Как указывалось в главах 14 и 15, концептуальное понятие скорости обращения денег в движении доходов как переменной величины присуще не только кейнсианской традиции в экономической мысли. Современная количественная монетаристская теория также рассматривает скорость обращения денег как переменную величину. Кривая совокупного спроса в монетаристском подходе может быть получена, исходя из рассмотрения следующего уравнения:

$$AD = MV(R)/P \quad (19.1)$$

Это уравнение представляет собой трансформацию уравнения (17.1), в которое введена норма процента  $R$ , как переменная величина, определяющая скорость обращения денег (аргумент функции  $V$  — прим. пер)..

Процессы, представленные на рисунке 19.7, могут быть истолкованы в рамках уравнения (19.1). По мере движения экономической системы из положения  $e_1$  в положение  $e_2$  вдоль кривой совокупного спроса роста уровня цен увеличивает спрос на деньги. Растущий спрос на деньги, в свою очередь, «подтягивает» вверх норму процента до достижения его нового равновесного значения равного 7,5%. По мере того как растущая норма процента повышает альтернативную стоимость хранения денег, у хозяйственных агентов появляются дополнительные стимулы увеличивать немонетарную (государственные облигации, акции корпораций, физический капитал) часть своих портфелей активов и экономить на денежных остатках при проведении сделок. Такие действия повышают скорость обращения денег в движении доходов. По мере роста скорости обращения денег (при сохранении неизменного количества денег, находящихся в обращении) совокупный спрос растет в номинальном исчислении. Рост совокупного номинального спроса означает, что уменьшение совокупного реального спроса пропорционально меньше, чем соответствующий рост уровня цен. Отсюда следует вывод, что кривая совокупного спроса обладает эластичностью, меньшей единицы, если допустить, что скорость обращения денег — это функция нормы процента.

Резюмируя, можно сказать следующее: сторонники кейнсианских традиций в экономической мысли, выводя в своих рассуждениях кривую совокупного спроса, отмечают, что рост норм процента снижает уровень плановых инвестиций и, следовательно, оказывает аналогичное воздействие на реальный выпуск продукции (объем производства). Если с ростом уровня цен реальный объем производства не уменьшается, то в этом случае кривая совокупного спроса вырождается в вертикальную прямую линию. Сторонники современной количественной теории вместо этого заостряют внимание на влиянии роста процентных ставок на увеличение скорости обращения денег в движении доходов и, следовательно, росте номинального выпуска продукции. Если бы с ростом процентных ставок скорость обращения денег оставалась бы постоянной, кривая совокупного спроса имела бы единичную эластичность. Фактически, это два разных подхода к одной и той же проблеме. Экономические процессы, рассмотренные в обеих этих версиях, едины в своей подоплеке, что подтверждает идентичная форма кривой совокупного спроса, полученная при помощи двух различных методологий.

### Эффект реального богатства<sup>1</sup>

Полное рассмотрение процесса построения кривой совокупного спроса должно включать в себя еще один существенный момент, который ранее мы оставляли без внимания. Этот момент касается влияния изменений в уровне цен на потребительские расходы. В главе 18, мы — мимоходом в процессе изложения — упомянули, что уровень потребительских затрат зависит не только от располагаемого дохода семейных хозяйств, но также от их богатства. При прочих равных условиях, уменьшение реального богатства при постоянстве уровня реального дохода, вызывает уменьшение автономного потребления. На диаграмме «кейнсианского креста» это вызовет смещение вниз графика функции плановых затрат.

Деньги (наличные суммы и вклады до востребования), облигации, акции взаимных фондов денежного рынка некоторые другие активы, находящиеся в портфелях активов семейных хозяйств, имеют постоянную номинальную стоимость. При росте цен, реальная стоимость этих активов снижается и вместе с ними уменьшается суммарное реальное богатство семейных хозяйств. Это обстоятельство приводит к снижению потребления, как и в любом другом случае (возможно вызванным иными причинами) снижения реального богатства. Тенденцию уменьшения автономного потребления при росте уровня цен принято называть **эффектом реального богатства**.

Эффект реального богатства и его воздействие на кривую совокупного спроса представлен на рисунке 19.8. Первоначально экономическая система находится в состоянии равновесия — точка  $E_1$  в части (a) и точка  $e_1$  в части (b) рисунка 19.8 — причем реальный выпуск продукции составляет 2000 млрд. долларов в год, а уровень цен равен 1,0. Положим, что теперь уровень цен повышается в два раза. В предыдущем разделе этот процесс характеризовался, как движение экономической системы вдоль кривой IS из положения  $E_1$  и  $E_2$ . Это соотносится с движением экономической системы вдоль кривой совокупного спроса в положение  $e_2$ . Теперь мы примем во внимание эффект реального богатства. Когда рост

**Эффект реального богатства** — уменьшение богатства, вызванное ростом уровня цен, приводящее к уменьшению автономного потребления.

уровня цен уменьшает реальную стоимость номинального богатства, снижается автономное потребление, что характеризуется сдвигом влево-вниз кривой IS из положения  $IS_1$  в положение  $IS_2$ . В результате экономическая система переходит в новое положение равновесия  $E_3$  (часть (a), рисунок 19.8), а не в положение  $E_2$ . Реальный выпуск продукции падает до уровня в 1200 млрд. долларов, — даже ниже, чем 1500 млрд. долларов.

В части (b) рисунка 19.8 более существенное уменьшение реального выпуска продукции вызовет движение экономической системы из положения  $e_1$  в положение  $e_3$ , а не в положение  $e_2$ . Таким образом, истинная форма кривой совокупного спроса (с учетом эффекта реального богатства) есть  $AD_2$ , а не  $AD_1$ . Построенная модифицированная кривая совокупного спроса более эластична, нежели ее предшественница (построенная без учета эффекта реального богатства). Однако, поскольку норма процента и, следовательно, скорость обращения денег все же увеличиваются по мере движения экономической системы из положения  $e_1$  в положение  $e_3$ , кривая совокупного спроса  $AD_1$  все же обладает эластичностью меньшей, чем единица.

В практической экономической жизни однако считается, что эффект реального богатства относительно невелик. В дальнейшем нашем изложении он во внимание не принимается.

### Влияние фискальной политики при гибком ценообразовании

До сего момента мы рассматривали влияние фискальной политики на экономическую систему, постулируя существование фиксированных цен. На рисунке 19.9 представлен модифицированный анализ происходящих в экономической системе процессов применительно к гибким ценам.

<sup>1</sup> Этот раздел, без нарушения общности и целостности изложения, менее подготовленный читатель может безболезненно опустить. — прим. автора.

### Эффект реального богатства

Построение кривой совокупного спроса, предпринятое на рисунке 19.7, предполагает, что изменение уровня цен воздействует лишь на кривую LM. Более детальное рассмотрение должно учитывать, что рост уровня цен уменьшает реальную стоимость активов в номинальном исчислении, включая наличные деньги, вклады до востребования и облигации. Это уменьшение суммарного реального богатства в свою очередь уменьшает автономное потребление. Такая тенденция в экономике известна как **эффект реального богатства**. В части (а) настоящего рисунка представлен эффект реального богатства, обусловленный удвоением уровня цен, что характеризуется сдвигом кривой IS из положения  $IS_1$  в положение  $IS_2$ . Опуская из рассмотрения эффект реального богатства, очевидно, что увеличение уровня цен в два раза сдвигает только кривую LM, перемещая тем самым экономическую систему из положения  $E_1$  в положение  $E_2$  (часть (а)) и из положения  $e_1$  в положение  $e_2$  (часть (b)). Кривая совокупного спроса таким образом принимает форму  $AD_1$ . При учете эффекта реального богатства аналогичное увеличение уровня цен переместит экономическую систему из положения  $E_1$  в положение  $E_3$  (часть (а)) и из положения  $e_1$  в положение  $e_3$  (часть (b)).

Таким образом, кривая совокупного спроса принимает более эластичную форму —  $AD_2$  (часть (b) рисунка). Для наглядности на приведенном рисунке степень воздействия эффекта реального богатства на экономическую систему несколько преувеличена.

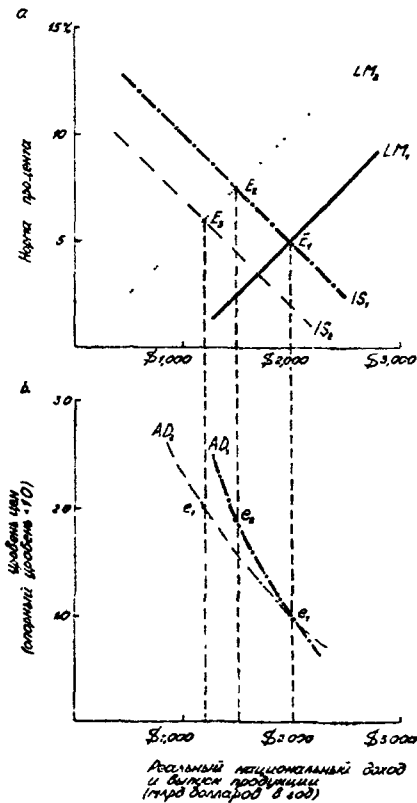


Рис. 19.8

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия ( $E_1$  — в части (а) рисунка,  $e_1$  — в части (b)). Реальный выпуск продукции составляет 1000 млрд. долларов в год, а уровень цен равен 1,0. Положим, что рост государственных закупок на 1000 млрд. долларов смещает кривую IS вправо из положения  $IS_1$  до положения  $IS_2$ .

При сохранении нормы процента на прежнем уровне равном 5%, уровень равновесия реального объема производства (выпуска продукции) в этом случае увеличится на величину произведения полного прироста государственных закупок на мультипликатор затрат. Этот процесс должен переместить экономическую систему из положения  $E_1$  в положение  $E_2$ . Однако необходимо учитывать, что действует ряд экономических факторов, которые уменьшают влияние подобной налогово-бюджетной манипуляции.

Один из них — эффект вытеснения — ранее обсуждался в настоящей главе в контексте модели, предусматривавшей существование фиксированных цен. При фиксированных ценах сдвиг кривой IS перемещает экономическую систему в новое положение равновесия  $E_3$ , что увеличивает норму процента. Более высокая норма процента вытеснила бы в этом случае некоторые плановые инвестиции, тем самым частично компенсируя рост государственных закупок как экспансионистской меры в проведении фискальной политики.

В части (b) рисунка 19.9 представлено влияние экспансионистской фискальной политики (при учете эффекта вытеснения), которое сдвигает кривую совокупного спроса из положения  $AD_1$  в положение AD. Если бы кривая совокупного предложения являлась собой горизонтальную линию, параллельную оси абсцисс, как это было в случае фиксированных цен, экономическая система переместилась бы в положение равновесия  $e_3$ , соответствующее  $E_3$  в части (а) рассматриваемого рисунка.

Так как далее мы не считаем уровень цен фиксированным и абстрагируемся от этого допущения, вступает в действие второй фактор, видоизменяющий воздействие, оказываемое фискальной политикой на экономическую систему. При переходе экономической системы вправо-вверх вдоль кривой совокупного предложения  $AS_1$ , вызванном изменением совокупного спроса (перемещение кривой совокупного спроса из положения  $AD_1$  в положение  $AD_2$ ), экономическая система достигает нового положения равновесия на краткосрочном временном интервале ( $e_4$  в части (b) рисунка 19.9). Уровень цен в этом положении экономической системы составит приблизительно 1,25. Эти изменения, — рост уровня цен — инициируют смещение кривой LM вверх до положения  $LM_2$  (часть (а) рисунка

### Влияние фискальной политики при гибком ценообразовании

На этом рисунке представлено воздействие экспансионистской фискальной политики на экономическую систему в рамках IS—LM модели с гибкими ценами. Первоначально экономическая система находится в положении равновесия  $E_1$ . Затем рост государственных закупок смещает кривую IS из положения  $IS_1$  в  $IS_2$ . Расстояние между  $E_1$  и  $E_2$  (часть (а) настоящего рисунка) есть абсолютный уровень изменения государственных закупок умноженный на мультипликатор затрат. Однако «эффект вытеснения» приводит к тому, что экономическая система перемещается от  $E_3$  до  $E_1$  на ось абсцисс есть смещение кривой совокупного спроса (расстояние  $e_3—e_1$  в части (b) рисунка). Однако в действительности реальный объем производства не возрастает на эту величину даже на краткосрочных временных интервалах, а вместо этого экономическая система движется вверх вдоль кривой совокупного предложения в положение  $e_4$ . Рост уровня цен смещает кривую LM в положение  $LM_2$ . Таким образом  $E_4$  является положением равновесия экономической системы на краткосрочных временных интервалах. По мере того, как ожидания хозяйственных агентов корректируются, кривая совокупного предложения сдвигается вверх в положение  $AS_2$ , а экономическая система перемещается в положение  $e_5$  (часть (b) настоящего рисунка). Непрекращающийся рост уровня цен сдвигает кривую LM в положение  $LM_3$ , и, таким образом, возникает новое положение равновесия на долгосрочных временных интервалах, отмеченное в части (а) как  $E_5$ . В этом положении реальный объем производства не вырос, а остался на прежнем уровне. Однако экспансионистские мероприятия фискальной политики permanently поднимают норму процента и изменяют соотношение между долей частных инвестиций и государственных закупок, уменьшая первые и увеличивая последние (при сохранении неизменным общего реального объема производства).

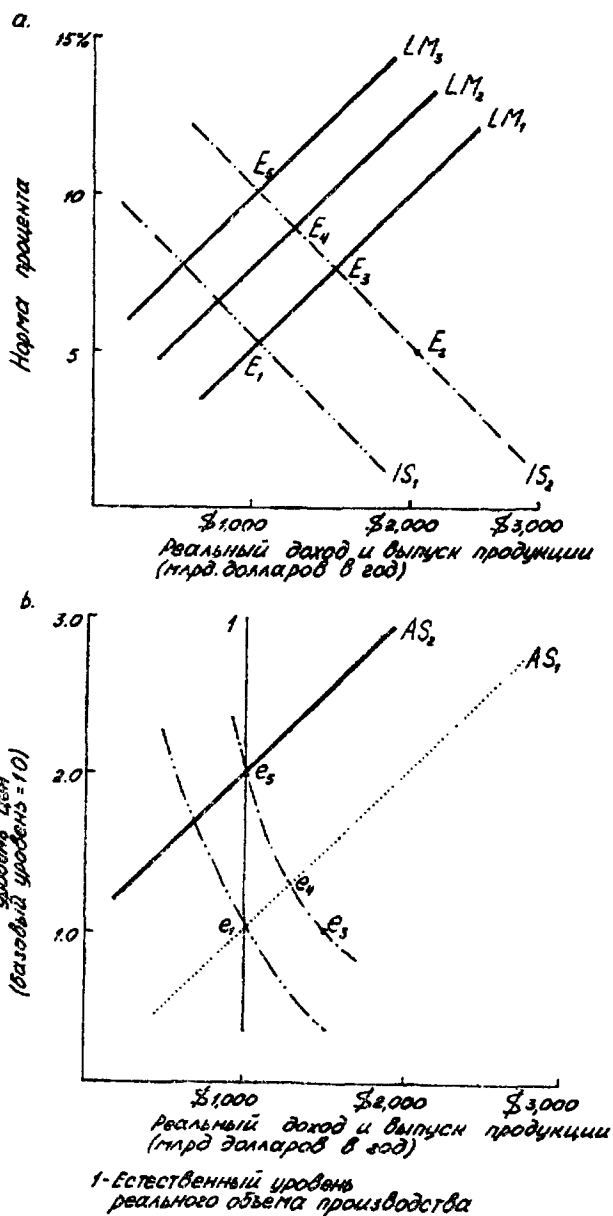


Рис. 19.9

19.9), и таким образом  $E_4$  (часть (а)) соответствует  $e_4$  (часть (b)). Ввиду роста уровня цен реальный объем производства возрастет лишь только на 1250 млрд. долларов.

Но это еще далеко не все. Как мы установили в главе 17, экономическая система может оставаться в положении  $e_4$ , характеризующемся реальным объемом производства выше своего естественного уровня, лишь очень ограниченный период времени. На долгосрочных временных интервалах фирмы и деловые предприятия скорректируют уровень цен на привлекаемые ими факторы производства в соответствии с их инфляционными ожиданиями. По мере того, как произойдут подобные события, кривая совокупного предложения сдвинется вверх от положения  $AS_1$  в положение  $AS_2$ , а экономическая система, подхлестываемая инфляцией, инспирированной затратами, начнет пере-



мещаться вверх и влево вдоль кривой  $AD_2$ . Реальный объем производства упадет до своего естественного уровня, а экономическая система достигнет нового положения равновесия ( $e_5$ ) на долгосрочных временных интервалах<sup>1</sup>.

По мере того как экономическая система перемещается из положения  $e_4$  в положение  $e_5$  (часть (b) рисунка 19.9), дальнейшие изменения происходят и в части (a) рассматриваемого рисунка. Уровень цен растет, тем самым смещая кривую  $LM$  все выше и выше, пока она не примет положение  $LM_3$ , а экономическая система не достигнет состояния равновесия  $E_5$ , соответствующего  $e_5$  в части (b). В этом положении реальный объем производства возвращается к своему естественному уровню.

Так какое же рациональное зерно сохранилось в кейнсианском мультипликативном эффекте, который, как ранее считалось, обеспечивает фискальной политике все ее влияние? Вынуждены констатировать, что весьма незначительная его доля, особенно, когда дело касается рассмотрения поведения экономической системы на долгосрочных временных интервалах. Часть мультипликативного эффекта компенсируется эффектом вытеснения, действующим на инвестиции частного сектора. Другая его часть диссипирует по мере повышения уровня цен (при движении экономической системы на краткосрочных временных интервалах вдоль и вверх по кривой совокупного предложения). Оставшаяся часть мультипликативного эффекта сводится практически к нулю на долгосрочных временных интервалах, что в графической интерпретации выглядит как сдвиг вверх кривой совокупного предложения по мере корректировки ожиданий хозяйственными агентами.

Подобный результат несколько напоминает обсуждавшийся в главе 17 вопрос о нейтральности денег. Однако в данном случае как фискальная, так и денежно-кредитная политика не являются полностью нейтральными, хотя и не имеют длительного воздействия на реальный объем производства. В новом положении равновесия на долгосрочных временных интервалах норма процента всегда выше своего уровня, предшествовавшего росту государственных закупок. Это обстоятельство отражает структурный сдвиг в составе национального продукта. Государственный сектор в этом случае увеличивает свою часть в нем по сравнению с предшествующим соотношением, а частный сектор, наоборот, уменьшает.

### Влияние денежно-кредитной политики при гибком ценообразовании

На рисунке 19.10 представлено воздействие денежно-кредитной политики на экономическую систему в рамках IS—LM модели с гибкими ценами. Первоначально экономическая система находится в положении равновесия, реальный объем производства находится на своем естественном уровне и равен 1000 млрд. долларов; уровень цен равен 1,0; количество денег, находящихся в обращении, составляет 500 млрд. долларов, а норма процента равна 10%. Это состояние отмечено как  $E_1$  и  $e_1$  (соответственно части (b) и (c) рисунка 19.10). Рынок денег (часть (a)) находится в равновесии в точке пересечения кривых предложения ( $MS_1$ ) и спроса ( $MD_1$ ) денег.

Положим теперь, что Федеральная Резервная Система проводит ряд операций на открытом рынке ценных бумаг, которые увеличивают количество денег, находящихся в обращении, до 1000 млрд. долларов, а также предпринимает все усилия, дабы сохранить количество денег в обращении на новом уровне. Такая денежно-кредитная политика непосредственно смещает положение равновесия рынка денег в точку пересечения новой кривой предложения денег  $MS_2$  и спроса на деньги  $MD_1$  (часть (a) рисунка). Одновременно с этим происходит понижение нормы процента, и кривая  $LM$  сдвигается из положения  $LM_1$  в положение  $LM_2$  (часть (b) рисунка).

В модели с фиксированными ценами, как мы уже видели ранее, экономическая система в этом случае достигла бы нового положения равновесия  $E_2$  (часть (b) рисунка). Однако при гибком ценообразовании события развиваются не совсем так. По мере сдвига кривой совокупного спроса, экономическая система движется вверх вдоль кривой совокупного предложения  $AS_1$  до положения  $e_3$ , при этом происходит рост как реального объема производства, так и уровня цен. Возросший номинальный доход подкрепляет спрос на деньги, смещая кривую спроса на деньги в положение  $MD_2$ . В то же самое время рост уровня цен сдвигает кривую  $LM$  вверх в положение  $LM_3$  (подобное развитие процесса подробно изложено при анализе рисунка 19.7). В результате этих событий, экономическая система на краткосрочных временных интервалах достигает положения равновесия  $E_3$  (часть (b) рисунка) и соответствующего ему положения равновесия  $e_3$  (часть (c) рисунка).

До сих пор наши выводы относительно эффективности денежно-кредитной политики сводились к следующему, — рост количества денег, находящихся в обращении, на краткосрочных временных интервалах обеспечивает понижение нормы процента, повышение реального объема производства и повышение уровня цен.

Однако, экономическая система не может оставаться в этом положении неопределенно долго. Скоро начинается пересмотр ожиданий определенного уровня цен на привлекаемые факторы производства, и кривая совокупного предложения начинает смещаться вверх. При этом неизбежно дальнейшее повышение уровня цен. При движении экономической системы вверх вдоль кривой совокупного спроса  $AD_2$  (которая, заметим, отнюдь не абсо-

<sup>1</sup> Сторонники неоклассической школы в этом случае отметили бы следующее: если предстоящие мероприятия фискальной политики ожидаются и полностью предсказуемы, то кривая совокупного предложения сместится вверх одновременно с какой-либо налогово-бюджетной новацией, а экономическая система передвинется из положения  $e_1$  в положение  $e_5$ , минуя все промежуточные этапы. Как и в рассматриваемом ранее случае полностью ожидаемых мероприятий в области денежно-кредитной политики, в этом варианте даже промежуточный эффект влияния на реальный объем производства не будет иметь место. — прим. авт.

### Влияние денежно-кредитной политики при гибком ценообразовании.

На данном рисунке представлено воздействие денежно-кредитной политики, выражающееся в удвоении количества денег, находящегося в обращении, на экономическую систему в рамках модели IS—LM с гибкими ценами. Смещение кривой предложения денег из положения  $MS_1$  в положение  $MS_2$  (без изменения уровня цен) сдвигает кривую LM из положения  $LM_1$  в положение  $LM_2$ , и экономическая система перейдет в новое состояние равновесия  $E_2$  (часть (b) рисунка). Проекция расстояния от  $E_1$  до  $E_2$  на ось абсцисс эквивалентна смещению кривой совокупного спроса  $e_2—e_1$  (часть (c) рисунка). Однако в действительности реальный объем производства не возрастает на эту величину даже на краткосрочных временных интервалах, а вместо этого экономическая система движется вверх вдоль кривой совокупного предложения в положение  $e_3$ . Рост уровня цен ограничивает сдвиг кривой LM до положения  $LM_3$ , а не  $LM_2$ . Таким образом, истинное положение равновесия на краткосрочных временных интервалах устанавливается в  $E_3$  (часть (b) рисунка). В этом положении рост номинального дохода (частично рост реальный, а частично обусловленный ростом цен) смещает кривую спроса на деньги в положение  $MD_2$ . По мере корректировки ожиданий хозяйственных агентов на долгосрочных временных интервалах кривая совокупного предложения сдвигается в положение  $AS_2$ . Экономическая система перемещается к положению равновесия на долгосрочных временных интервалах  $e_4$  (часть (c) рисунка). По мере достижения этого положения дальнейший рост уровня цен заставляет кривую LM сдвигаться обратно к  $LM_1$ . Таким образом, новое положение равновесия на долгосрочных временных интервалах устанавливается в  $E_1$  (то есть именно в исходной точке наших выкладок). К этому периоду времени постоянный рост номинального дохода сдвигает кривую спроса на деньги в положение  $MD_3$ . При новом положении равновесия на долгосрочных временных интервалах реальный объем производства и норма процента вернулись к своим исходным уровням, что соответствует принципу нейтральности денег.

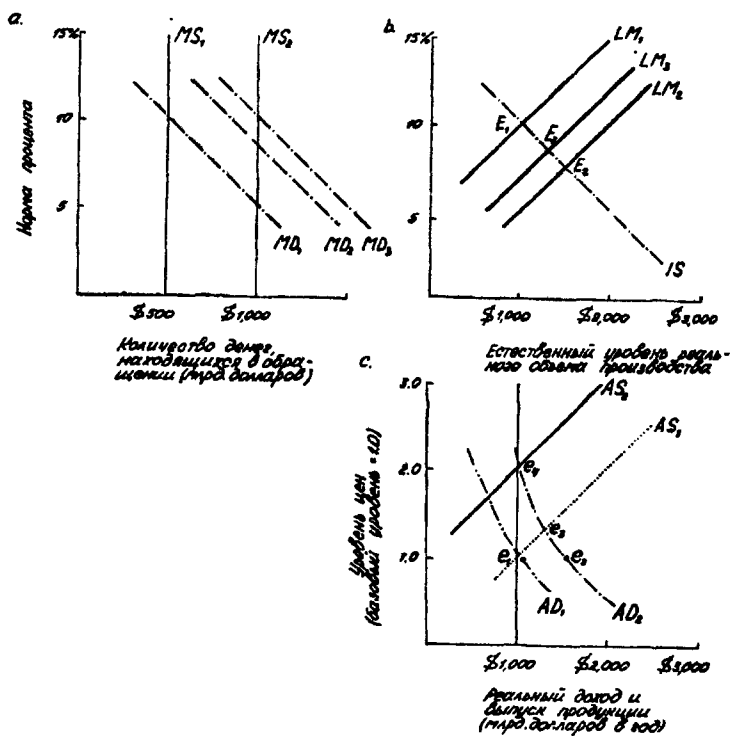


Рис. 19.10

лютно эластична) номинальный доход растет. Это вызывает дальнейшее смещение кривой спроса на деньги, которая занимает положение  $MD_3$ .

В это время продолжающийся рост уровня цен сдвигает кривую LM далее вверх, минуя положение  $LM_3$ . К этому времени, как экономическая система достигает положения равновесия на долгосрочных временных интервалах  $e_4$  (часть (c) рисунка), кривая LM сместится обратно к своему исходному положению  $LM_1$ . Таким образом, на диаграм-

ме  $E_1$ — $L_1$  (часть (b) рисунка) конечное положение равновесия на долгосрочных временных интервалах установится в  $E_1$ , то есть именно в исходной точке, откуда начались все рассмотренные изменения.

Изучение полной модели подтверждает, в силу вышеизложенного, нейтральность денег. Как мы установили в главе 17, однократное необратимое изменение количество денег, находящихся в обращении, вызывает пропорциональное изменение уровня цен и не имеет сколь-нибудь ощутимого влияния на реальный объем производства, в особенности на долгосрочных временных интервалах. Приведенный анализ дает возможность сделать еще один, причем далеко не очевидный, вывод (ср. с результатами главы 17), вытекающий из концептуального понятия нейтральности денег, а именно — однократное необратимое изменение количества денег, находящихся в обращении, также оставляет неизменной существующую норму процента.

### Денежно-кредитная политика, нормы процента и инфляция

До сего момента мы рассматривали только однократные и единовременные изменения количества денег, находящихся в обращении, и уровня цен. Это существенно упрощало наши рассуждения, позволив игнорировать разницу в понятиях реальной и номинальной норм процента. В реальной экономической жизни инфляция — это непрерывный продолжающийся процесс, а не случайное временное состояние между положениями равновесия экономической системы. Тем не менее, вопрос о соответствии, либо противопоставлении реальных и номинальных норм процента заслуживает внимания.

В рассмотренной нами модели однократное увеличение количества денег, находящихся в обращении, снижает как реальные, так номинальные процентные ставки на краткосрочных временных интервалах, но не оказывает на них сколь-нибудь существенного влияния на долгосрочных временных интервалах. Однако, если мы рассматриваем влияние денежно-кредитной политики, учитывая длительные изменения темпов роста количества денег, находящихся в обращении, а не однократные изменения, складывается несколько другая картина. Такая тенденция, то есть длительное увеличение темпов роста количества денег в обращении, повышает номинальную норму.

В качестве примера сравним экономику США в начале шестидесятых и в конце семидесятых годов. С 1960 по 1964 год ежегодный рост такого параметра как  $M_1$  достиг в среднем 2,8%, а номинальный доход от облигаций промышленных корпораций высшей категории (aaa-rated) в среднем составлял 4,4%. Далее, с 1975 по 1979 год темп роста параметра  $M_1$  составлял в среднем 7% в год, но, несмотря на экспансионистские мероприятия в области денежно-кредитной политики, номинальный доход от наиболее высоко котирующихся облигаций промышленных корпораций возрос до 8,7%.

Суть взаимной связи между изменениями в денежно-кредитной политике и соответствующими нормами процента и состоит в воздействии проводимых экспансионистских мероприятий на темпы инфляции. Мы уже знаем, что экспансионистская денежно-кредитная политика способна увеличить темпы роста национального дохода и продукта, однако этот рост, — в любом желаемом пределе — может быть обеспечен лишь в номинальных, а отнюдь не реальных единицах. Такое обстоятельство объясняется рядом ограничений, обусловленных состоянием рынка рабочей силы, занятостью в производстве, ростом производительности труда, изменениями структуры акционерного капитала и рядом других факторов. Предел реального экономического роста в истории США на долгосрочных временных интервалах, то есть темпы роста естественного уровня реального объема производства составлял около 3 процентов в год.

Если экспансионистская денежно-кредитная политика вызывает рост номинального объема производства выше указанного предела на долгосрочном временном интервале, эти мероприятия приведут к развитию инфляционных процессов в экономической системе. Темпы инфляции в этом случае будут равны величине, на которую темпы роста номинального выпуска продукции превышают темпы роста реального объема производства. Нечто подобное и происходило в экономике США в начале шестидесятых и в конце семидесятых годов. В эти периоды среднегодовой темп инфляции рос от 1,2% до 8%.

При длительном периоде роста цен хозяйственные агенты и индивиды корректируют свои планы, принимая во внимание инфляционные процессы. Рассмотрим хозяйственного агента — обладателя долгосрочных облигаций в своем портфеле активов. Он отдаст себе отчет, что в этом случае при любой существующей номинальной норме процента рост темпов инфляции понижает реальную норму прибыли на облигации. Естественно, что наш хозяйственный агент, вкупе с другими держателями облигаций, стремится уменьшить количество облигаций в своем портфеле активов. Таким образом, цены на облигации снижаются, а номинальная норма доходности по ним растет. Хозяйственные агенты и индивиды вновь предпочтут владеть облигациями в своем портфеле лишь когда значительный рост номинальной нормы процента компенсирует темпы, с которыми инфляция подрывает реальную покупательную способность, обеспеченную этим видом активов.

Что верно для номинальных норм прибыли на облигации, то также справедливо относительно номинальных норм процента, существующих во всей экономической системе. Отсюда следует, что ожидаемый рост темпа инфляции подтягивает вверх всю «семью» номинальных норм процента.

Повышение номинальных норм процента на долгосрочных временных интервалах, связанное с ростом количества денег, находящихся в обращении, не исключает, однако, возможности понижения номинальных процентных ставок на краткосрочных временных интервалах, вследствие протекционистских мероприятий денежно-кредитной политики.

Взаимная связь между изменениями темпа роста денежной массы и реальной нормой процента менее опреде-

лена, нежели аналогичные соотношения с номинальными нормами. Сторонники кейнсианского направления в экономической мысли склонны считать, что скачок в экспансионистской денежно-кредитной политике способен вызвать уменьшение реальных норм процента на достаточно долгий срок. С другой стороны, неоклассическая теория, вооруженная излюбленным тезисом о супернейтральности денег, предполагает, что ожидаемые изменения роста денежной массы не окажут на величину реальных норм процента сколь-нибудь заметного воздействия. По их мнению ожидаемые изменения роста денежной массы способны вызвать лишь синхронное идентичное изменение номинальных норм процента совместно с ожидаемым темпом инфляции. Неоклассики считают, что только неожиданное увеличение роста количества денег, находящихся в обращении, способно вызвать падение реальных норм процента на весьма ограниченный период времени.

### Заглядывая вперед

В трех предыдущих главах разработан упрощенный вариант совокупной макроэкономической модели, которая позволяет исследовать суть воздействия денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики на состояние экономической системы. Самые общие подходы к этой модели (хотя, разумеется, далеко не все конкретные детали и вопросы) признаются практически всеми школами экономической мысли: кейнсианцами, монетаристами, неоклассиками и сторонниками эклектических теорий.

При построении рассмотренной макроэкономической модели мы незаслуженно обошли вниманием вопросы конкретного проведения в жизнь той или иной экономической политики. Этот момент вызывает наибольшие разногласия, даже при выработке общих точек зрения на саму структуру макроэкономической модели. В следующей главе будет рассмотрен ряд вопросов, касающихся выбора определенной стратегии проведения денежно-кредитной политики, включая аспекты координации денежно-кредитной политики и налогово-бюджетных мероприятий, а также некоторых общих правил и законов, которых стоит придерживаться творцам экономической политики.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. При прочих равных условиях уменьшение уровня нормы процента вызывает увеличение инвестиционных затрат, которые хозяйственные агенты считают выгодным произвести. Из этого следует, что уменьшение норм процента вызывает увеличение плановых затрат в экономической системе, что в графической интерпретации соответствует смещению графика плановых затрат вверх и, следовательно, приводит экономику к более высокому уровню национального дохода. Связь между нормами процента, инвестициями и национальным доходом представляется графиком функции IS. Заметим, что этот график имеет отрицательный наклон.

2. При прочих равных условиях рост национального дохода смещает кривую спроса на деньги вправо и повышает равновесную норму процента. Эта связь между национальным доходом, равновесием рынка денег и нормой процента представляется графиком функции LM. Заметим, что этот график имеет положительный наклон. Экономическая система достигает положения равновесия (как на рынках денег, так и на рынках товаров) при пересечении графиков функций IS и LM.

3. В кейнсианской IS—LM модели с фиксированными ценами рост количества денег, находящихся в обращении, понижает норму процента, повышает уровень плановых инвестиций и уровень равновесия национального дохода. Связь между денежной массой и доходом, опосредствованная через нормы процента и плановые инвестиции, известна как кейнсианский передаточный механизм. Ранние последователи Дж. Кейнса считали, что передаточный механизм не обладает должным воздействием на экономическую систему, а денежно-кредитная политика малоэффективна, — особенно в периоды депрессии. Сегодня экономисты рассматривают передаточный механизм в более широком его аспекте, при котором влияние денежно-кредитной политики на доход распространяется также посредством приобретения потребительских товаров длительного пользования, изменений в реальном богатстве хозяйственных агентов и индивидов, изменений в ценах на акции и даже посредством изменений в объеме государственных закупок. Теперь мало кто из экономистов сомневается, что текущая денежно-кредитная политика оказывает на экономику сильнейшее влияние.

4. В кейнсианской модели с фиксированными ценами экспансионистская фискальная политика смещает кривую IS вправо, повышая тем самым уровень национального дохода. По мере этого роста кривая спроса на деньги также смещается вправо, происходит рост норм процента, а экономическая система движется вправо-вверх вдоль графика функции LM. Более высокий уровень норм процента уменьшает плановые инвестиции, частично компенсируя первоначальное воздействие экспансионистских мероприятий фискальной политики. Это обстоятельство известно в экономической науке как эффект вытеснения.

5. Анализируя модель IS—LM, возможно вывести из нее кривую совокупного спроса. При прочих равных условиях рост уровня цен сдвигает кривую LM влево. При этом норма процента повышается, а реальный объем производства падает по мере смещения экономической системы вверх-влево вдоль кривой IS. Исследование взаимной связи между уровнем цен и реальным объемом производства дает в результате анализа кривую совокупного спроса с эластичностью, меньшей единицы. При движении влево-вверх вдоль такой кривой совокупного спроса рост нормы процента вызывает рост скорости обращения денег в движении доходов. В свою очередь это обстоятельство позволяет расти номинальному национальному доходу и выпуску продукции, несмотря на неизменный уровень денежной массы, находящейся в обращении.

6. В IS—LM модели, учитывающей гибкое ценообразование, экспансионистская фискальная политика вызывает сдвиг кривой совокупного спроса влево. При этом на краткосрочных временных интервалах реальный объем производства и уровень цен возрастают по мере движения экономической системы вверх вдоль кривой совокупного предложения. На долгосрочных временных интервалах происходит сдвиг кривой совокупного предложения, уровень цен продолжает расти, а реальный объем производства возвращается к своему естественному уровню. Подобные процессы, вызванные экспансионистскими мероприятиями фискальной политики, имеют существенное влияние на структуру и состав реального выпуска продукции; при этом происходит постоянный рост нормы процента, а доля инвестиций в национальный продукт падает.

7. В IS—LM модели, учитывающий гибкое ценообразование, экспансионистская денежно-кредитная политика также смещает кривую совокупного спроса вправо. При этом на краткосрочных временных интервалах возобладают следующие процессы: уменьшение норм процента, рост реального объема производства и умеренный рост уровня цен. На долгосрочных временных интервалах кривая совокупного предложения сдвигается вверх, а реальный объем производства возвращается к своему естественному уровню. Уровень цен изменяется пропорционально изменению количества денег, находящихся в обращении. Таким образом, подтверждается тезис о нейтральности денег, причем не только по отношению к уровню реального объема производства, но также и к норме процента, которая возвращается к своему первоначальному уровню по достижении экономической системой нового положения равновесия.

### Термины для повторения

График плановых инвестиций  
IS кривая  
LM кривая  
Передаточный механизм

Ликвидная ловушка  
Эффект вытеснения  
Эффект реального богатства

### Вопросы для повторения.

1. Каким образом норма процента влияет на уровень плановых инвестиций? Что подразумевается под допущениями о «прочих равных условиях», лежащими в основе графиков плановых инвестиций и кривой IS?
2. Почему равновесие рынка денег подразумевает существование более высокой нормы процента при более высоком уровне национального дохода? Какие «прочие равные условия» подразумеваются при выводе формы и положения кривой LM?
3. Как, согласно кейнсианской макроэкономической модели, изменения в денежно-кредитной политике передаются экономической системе? Какова трансформация кейнсианского передающего механизма согласно новейшим воззрениям?
4. Что подразумевается под «вытеснением» частных инвестиций экспансионистской фискальной политикой?
5. В чем заключается влияние фискальной политики на долгосрочных временных интервалах на реальный объем производства и его структуру, а также уровень цен и норму процента в IS—LM модели с гибкими ценами?
6. Какой смысл вкладывается в понятие нейтральности денег в IS—LM модели с гибкими ценами?

### Темы для обсуждения.

1. Небольшая фирма тратит ежегодно 30 тысяч долларов на печать рекламных и технических проспектов своей продукции. Рассматривается инвестиционный проект, стоимостью 50 тысяч долларов, на приобретение компьютера, дабы осуществлять набор и печать необходимого полиграфического материала. Фирма оценивает, что ежегодная стоимость эксплуатации нового оборудования (включая материалы, зарплату оператора и т.д.) составит 24 тысячи в год. Для приобретения оборудования фирме придется взять средства из своих кассовых остатков, которые в настоящее время хранятся в форме ценных бумаг федерального правительства, норма процента на которые составляет 10% в год. Стоит ли предпринимать подобный инвестиционный проект? Если да, то какова норма процента, при которой подобная инвестиция не выгодна? Если нет, то какова норма процента, ниже которой инвестиция становится привлекательной?
2. Используя графическую интерпретацию экономических процессов, подобно диаграммам на рисунке 19.2, покажите, что точки, лежащие вправо от кривой IS, соответствуют избыточному предложению на рынке товаров, то есть ситуации, когда плановые затраты на товары и услуги меньше национального продукта. Аналогичным образом покажите, что точки, лежащие слева от кривой IS, соответствуют избыточному спросу на рынках товаров.
3. Используя графическую интерпретацию экономических процессов, подобно диаграммам на рисунке 19.3, покажите, что точки, лежащие ниже кривой LM, соответствуют избыточному спросу на деньги, а точки, находящиеся выше этой кривой, — избыточному предложению денег.
4. В рамках разработанной IS—LM модели с фиксированными ценами покажите, как будет реагировать экономическая система в ответ на предпринятую ФРС продажу на открытом рынке ценных бумаг. Объясните, какие изменения произойдут на рынках товаров и рынках денег по мере продвижения экономической системы от одного

положения равновесия к другому. При рассуждениях воспользуйтесь упрощенной моделью кейнсианского передаточного механизма.

5. Сторонники монетаристской школы зачастую утверждают, что в ответ на изменения норм процента спрос на деньги реагирует в очень слабой степени, а спрос на инвестиции — в очень сильной. С помощью диаграмм, подобных представленным на рисунках 19.2 и 19.3, покажите, что подобные взаимные связи могут существовать лишь при относительно крутой форме кривой LM и относительно пологой кривой IS. Как изменения углов наклона этих кривых к оси абсцисс будут влиять на эффективность мероприятий фискальной политики в рамках IS—LM модели? Усилится или уменьшится в этом случае эффект вытеснения?

6. Используя графическую интерпретацию экономических процессов, подобно диаграмме на рисунке 19.9, покажите влияние роста налогов на экономическую систему. Какие изменения на долгосрочных временных интервалах в структуре и составе национального продукта повлечет за собой эта мера?

7. С помощью набора диаграмм, подобных представленным на рисунке 19.10, рассмотрите развивающиеся в экономической системе процессы при сокращении количества денег, находящихся в обращении.

---

# **АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ЦЕЛИ, ОБЩИЕ ПРАВИЛА И ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА**

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Обсудить тактические и промежуточные цели денежно-кредитной политики, а также ее конечные задачи.**
- 2. Сопоставить альтернативные промежуточные цели денежно-кредитной политики.**
- 3. Уяснить смысл задержек и ошибок в экономическом прогнозе, сопряженных с проведением определенной денежно-кредитной политики.**
- 4. Взвесить все возможные «за» и «против» денежно-кредитной конституции.**
- 5. Обсудить теоретические и практические аспекты влияния дефицита федерального бюджета на существующие нормы процента.**
- 6. Объяснить такие понятия, как «сеньораж» и «монетизация дефицита».**

В предыдущих главах мы очертили круг вопросов, связанных с проведением денежно-кредитной политики — политические инструменты, находящиеся в распоряжении Федеральной Резервной Системы, и их влияние на банковскую систему в целом, а также на инфляционные процессы, занятость и реальный объем производства. В настоящей главе используется вся сумма рассмотренных нами факторов и закономерностей, опираясь на которые становится возможным осветить стратегические аспекты проведения денежно-кредитной политики.

В начале настоящей главы мы вернемся к рассмотрению целей денежно-кредитной политики, которые получили предварительное освещение в конце главы 16. Затем разворачивается полемика о практических путях реализации денежно-кредитной политики. В качестве альтернативных вариантов предлагаются следующие: неограниченная свобода действий творцов экономической политики в реализации той или иной программы, либо регуляризация тех или иных денежно-кредитных мероприятий определенным набором правил. В заключении главы разбирается вопрос взаимодействия денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики в периоды значительного бюджетного дефицита федерального правительства.

## ЦЕЛИ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ

### Иерархическая структура задач и целей денежно-кредитной политики

Высшая конечная задача денежно-кредитной политики состоит в обеспечении стабильности цен, полной занятости и росте реального объема производства. Однако, текущая денежно-кредитная политика ориентируется на более конкретные и доступные цели, чем эта глобальная задача. Эти конкретные цели включают в себя **тактические цели**, достижимые путем проведения каждодневных последовательных операций на открытом рынке ценных бумаг, и **промежуточные цели**, регулирующие значения ключевых переменных в экономической системе на годичных (и более этого) временных интервалах.

**Тактическая цель** — задача денежно-кредитной политики (проводимой ФРС), которая достигается путем проведения ряда последовательных операций на открытом рынке.— (ср. с определением в главе 16.— прим. пер.).

**Промежуточная цель** — задача денежно-кредитной политики, в сути которой лежит регуляция значений ключевых экономических переменных на достаточно продолжительных временных интервалах.

Высшие задачи, промежуточные и тактические цели образуют иерархическую структуру, где на каждом определенном уровне происходит корректировка соответствующей цели для обеспечения выполнения задачи более высокого порядка. Предположим, что намеченная денежно-кредитной политикой тактическая цель состоит в поддержке на неизменном уровне независимых резервов, а промежуточной целью в этом случае является контроль за постоянством роста параметра  $M1$ . При этом желательный уровень независимых резервов будет корректироваться в той необходимой степени, которая обеспечит соответствующий рост денежной массы в требуемых размерах и направлении. Тогда, с интервалом от нескольких месяцев до года, желательный темп роста денежной массы может быть проконтролирован и, по необходи-

мости «подправлен» в свете конечной задачи обеспечения стабильности цен, полной занятости и роста реального объема производства.

В настоящем разделе мы будем использовать разработанные в предыдущих разделах экономические модели в контексте изучения различных целей денежно-кредитной политики. Последовательность нашего исследования такова: тактические, а затем промежуточные цели.

### Тактические цели и LM кривая

В главе 16 мы показали, что выбор Федеральной Резервной Системой определенной тактической цели фактически задаст форму кривой предложения денег. Цель, преследующая фиксацию количества денег, находящихся в обращении, задает вертикальную кривую предложения денег. Цель, преследующая фиксацию нормы процента, известная как гибкая денежно-кредитная политика, задает диаметрально противоположную кривую предложения денег — горизонтальную. Разнообразие промежуточных вариантов между этими крайними позициями задает наклонную кривую предложения денег с весьма широким спектром значений угла ее наклона. Например, денежно-кредитная политика может удерживать независимые резервы на фиксированном уровне, при этом позволяя резервам, полученным путем займов, расти или уменьшаться в соответствии с изменением разности между нормой процента (процентной ставкой) федеральных резервных фондов и учетной ставкой.

**Наклон кривой LM.** Используя модель, разработанную в главе 19, покажем, что наклон кривой предложения денег, в свою очередь, определяет наклон кривой LM. Это обстоятельство проиллюстрировано на рисунке 20.1. Как было указано в предыдущей главе, кривая LM строится путем смещения кривой спроса на деньги вдоль фиксированной кривой предложения денег. В части (а) рисунка 20.1 кривая спроса на деньги  $MD_1$  соответствует реальному доходу в 1000 млрд. долларов, а кривая  $MD_2$  — реальному доходу в 2000 млрд. долларов. Уровень цен в этом случае считаем постоянным.

При вертикальной кривой предложения денег  $MS_1$  смещение кривой спроса на деньги задает новое положение равновесия на рынке денег  $E_1$  с нормой процента, равной 10%, вместо прежнего положения  $E_0$  с нормой процента, равной 5%. Соответствующие точки в части (b) рисунка есть  $e_1$  и  $e_0$ . Таким образом, линия, проходящая через эти точки, — есть кривая LM, соответствующая вертикальной кривой предложения денег.



### Тактические цели и наклон LM кривой

Выбор ФРС определенной тактической цели определяет форму кривой предложения денег. Это обстоятельство проиллюстрировано на данном рисунке. В части (а) кривая предложения денег  $MS_1$  соответствует тактической цели фиксации на определенном (в данном случае равном 500 млрд. долларов) уровне количества денег, находящихся в обращении; кривая предложения денег  $MS_2$  — фиксации на определенном уровне (в данном случае равном 5%) нормы процента; кривая предложения денег  $MS_3$ , отвечающая лишь частично гибкой денежно-кредитной политике, преследует, к примеру, цель фиксации уровня независимых резервов. Заметим, что наклон кривой предложения денег в свою очередь определяет наклон LM кривой. Предположим, что реальный доход возрастает от 1000 млрд. долларов до 2000 млрд. долларов, и пока уровень цен не изменяется, сдвигает тем самым кривую спроса на деньги из положения  $MD_1$  в положение  $MD_2$ . При кривой предложения денег  $MS_1$  норма процента возрастет до 10% (точка  $E_1$  в части (а) рисунка, соответствующая точке  $e_1$  в части (b) рисунка; в этом положении реальный доход составляет 2000 млрд. долларов, а норма процента равна 10%). Прямая линия, проходящая через точки  $e_0$  и  $e_1$ , представляет собой в нашем понимании кривую  $LM_1$ , соответствующую кривой спроса на деньги  $MD_1$ . Кривые  $LM_2$  и  $LM_3$  получены аналогичным образом.

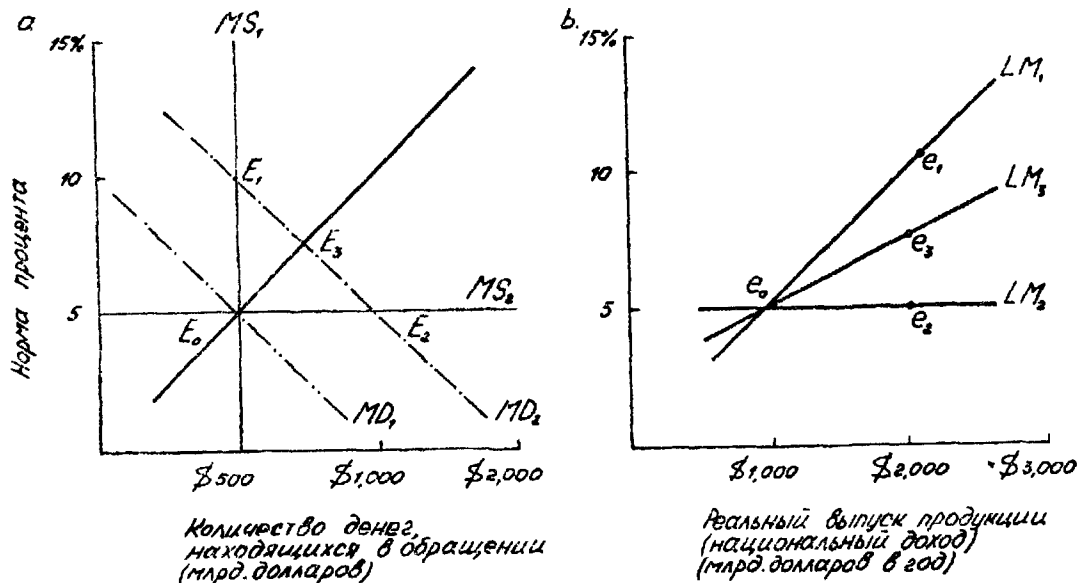


Рис. 20.1

При горизонтальной кривой предложения денег  $MS_2$  смещение кривой спроса на деньги задает другое положение равновесия на рынке денег —  $E_2$  — вместо прежнего положения  $E_0$ , не изменяя, однако, при этом существующую норму процента. Соответствующие точки в части (b) рисунка есть  $e_2$  и  $e_0$ . Таким образом, если ФРС преследует в качестве тактической цели гибкую денежно-кредитную политику, которая задает горизонтальную кривую предложения денег, соответствующая кривая LM —  $LM_2$  — будет также располагаться горизонтально.

И, наконец, при наклонной кривой предложения денег  $MS_3$  смещение кривой спроса на деньги повышает норму процента только до 7,5%. Соответствующая этим обстоятельствам кривая LM —  $LM_3$  — имеет промежуточный угол наклона между рассмотренными крайними случаями.

**Кривая LM и эффект вытеснения.** Как показано на рисунке 20.2, наклон кривой LM имеет существенное влияние на степень воздействия рассмотренного нами ранее эффекта вытеснения. В части (а) этого рисунка представлен график плановых инвестиций, а в части (b) представлена IS—LM модель. Как и на предыдущем рисунке, три кривых LM соответствуют трем различным тактическим целям. Положим, что первоначально экономическая система находится в положении равновесия  $E_0$ . Затем рост государственных закупок смещает кривую IS из положения  $IS_1$  в положения  $IS_2$ .

Смещение кривой IS относительно кривой  $LM_1$ , соответствующей постоянному количеству денег, находящихся в обращении, сопровождается переходом экономической системы в новое положение равновесия  $E_1$ . При этом норма процента повышается с 5% до 7,5%, а уровень плановых инвестиций снижается, что соответствует движению влево-вверх вдоль графика плановых инвестиций в части (a) рисунка. Уровень плановых инвестиций при этом уменьшится с  $I_0$  до  $I_1$ . Таким образом, воздействие роста государственных закупок на реальный объем производства частично компенсируется вытеснением инвестиций частного сектора.

### Кривая LM и эффект вытеснения

Как показано на данном рисунке, наклон кривой LM определяет степень воздействия эффекта вытеснения. Положим, что рост государственных закупок перемещает кривую IS из положения  $IS_1$  в положение  $IS_2$ . Если ФРС в своем выборе придерживается тактической цели фиксации на определенном уровне денежной массы, экономическая система будет смещаться вдоль кривой  $LM_1$  к новому положению равновесия  $T_1$ , при этом норма процента возрастет от 5% до 7,5%. В части (а) рисунка показано, что подобный рост процентных ставок вытеснит долю частных инвестиций, равную  $I_0 - I_1$ , по мере движения экономической системы влево-вверх вдоль графика функции плановых инвестиций. Если ФРС придерживается гибкой денежно-кредитной политики, экономическая система будет смещаться вдоль кривой  $LM_2$  в новое положение равновесия  $E_2$ . В этом случае не происходит изменений уровня инвестиций частного сектора, так как равновесная норма процента сохраняет свое прежнее значение. Кривая  $LM_3$  соответствует некоему промежуточному случаю развития экономической системы, сопряженному с частично гибкой денежно-кредитной политикой. При этом вытесняется лишь некая доля частных инвестиций ( $I_0 - I_3$ ), — меньшая, чем соответствующая предельному случаю ( $I_0 - I_1$ ).

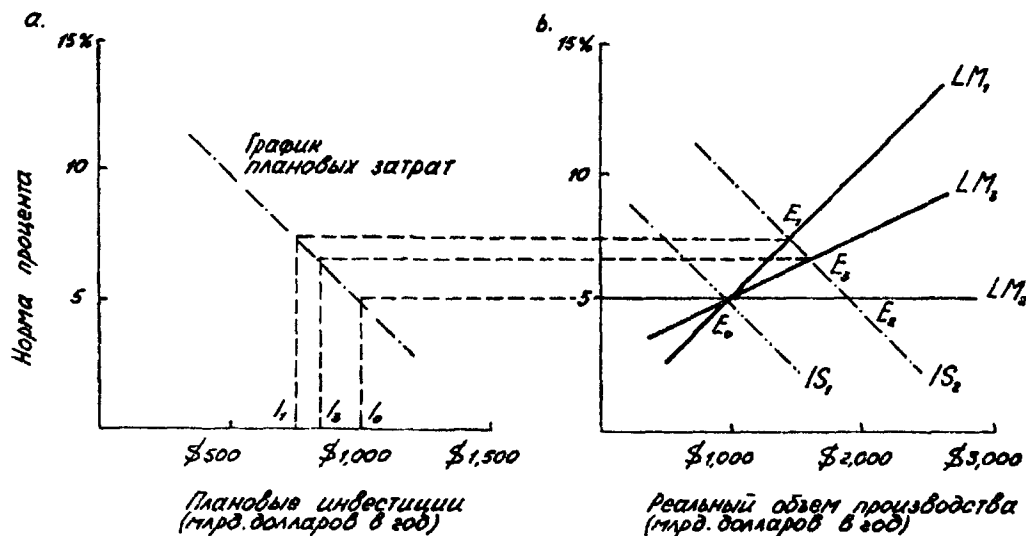


Рис. 20.2

Экономические процессы, обусловленные кривой  $LM_2$ , соответствующей гибкой денежно-кредитной политике, не обнаруживают наличие эффекта вытеснения. В этом случае сдвиг кривой IS лишь смещает экономическую систему в новое положение равновесия (из  $E_0$  в  $E_2$ ), оставляя неизменными норму процента и уровень плановых инвестиций. При кривой  $LM_3$ , соответствующей проведению частично гибкой денежно-кредитной политики, экономическая система находит промежуточное положение равновесия  $E_3$ , при котором эффект вытеснения наблюдается, но степень его воздействия на уровень инвестиций частного сектора меньше, чем в случае фиксации количества денег, находящихся в обращении.

Из вышеизложенного следует, что степень гибкости денежно-кредитной политики определяет ряд важных следствий для экономической системы. Более гибкая денежно-кредитная политика приводит к тому, что изменение государственных закупок сильнее скажется на уровне реального объема производства и менее — на изменении норм процента и, соответственно, эффекте вытеснения. Кроме того, этот вывод справедлив для любых изменений уровня автономных затрат (то есть не только государственных закупок, а и иных параметров автономных затрат).

Гибкая денежно-кредитная политика, сопряженная с гибким ценообразованием. Материал, представленный на рисунках 20.1 и 20.2, в основе опирается на IS—LM модель с фиксированным уровнем цен. Однако, при некоторой модификации представленных выше результатов, они применимы и для IS—LM модели, учитывающей гибкое ценообразование.

В предыдущей главе показано, что смещение кривой IS приводит к смещению кривой совокупного спроса в том же самом направлении (см. рисунок 19.9). Так как частично гибкая денежно-кредитная политика уменьшает наклон LM кривой, то соответствующий сдвиг кривой IS вызовет относительно большее смещение кривой совокупного спроса. В результате этих процессов увеличивающаяся степень гибкости денежно-кредитной политики будет вызывать все усиливающееся воздействие изменения автономных затрат на реальный объем производства на краткосрочных временных интервалах.

### Промежуточные цели денежно-кредитной политики в периоды экономического роста

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия  $E_0$ . С течением времени численный рост трудовых резервов и производительности труда вызывает рост естественного уровня реального объема производства. На долгосрочных временных интервалах это обстоятельство вызывает сдвиг кривой совокупного предложения вправо — из положения  $N_1$  в положение  $N_2$ . При отсутствии каких-либо изменений в уровне цен на привлекаемые факторы производства, кривая совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах в этом случае сдвинется из положения  $AS_1$  в положение  $AS_2$ . Чтобы поддержать стабильность уровня цен и соответствие роста истинного реального объема производства росту его естественного уровня, кривая совокупного спроса должна сдвигаться вправо аналогичными темпами, как и при сдвиге из положения  $AD_0$  в положение  $AD_1$ . При постоянной скорости обращения денег в движении доходов это происходит при условии обеспечения со стороны ФРС темпов роста денежной массы, равных темпам роста естественного уровня реального объема производства на достаточно продолжительных интервалах времени. Если темпы роста количества денег, находящихся в обращении, замедляются (или падает скорость обращения денег), экономическая система двинется к другому положению равновесия, например  $E_2$ , в котором будет наблюдаться спад темпов экономического роста. Наоборот, если количество денег, находящихся в обращении, растет слишком быстро (или увеличивается скорость обращения денег), кривая совокупного спроса примет положение типа  $AD_3$ , смещая экономическую систему в положение  $E_3$ , характеризующийся бурным развитием инфляционных процессов, инспирированных спросом.

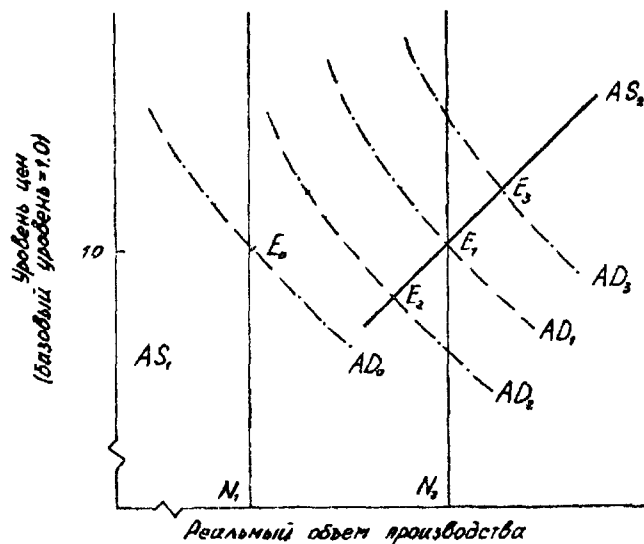


Рис 20.3

На долгосрочных временных интервалах корректировка ожиданий хозяйственных агентов возвращает реальный объем производства к его естественному уровню, вне зависимости от наклона кривой LM. Но, так как частично гибкая денежно-кредитная политика смещает кривую совокупного спроса на деньги вправо-вверх в более сильной степени (чем сдвиг кривой IS — прим. пер.), то равновесный уровень цен на долгосрочных временных интервалах установится на более высокой отметке<sup>1</sup>. В конце главы мы вернемся к рассмотрению этого вопроса, исследуя взаимные связи денежно-кредитной политики и дефицита федерального бюджета.

<sup>1</sup> Соблюдая полноту изложения следует отметить, что изменение наклона кривой предложения денег влияет как на наклон кривой совокупного спроса, так и на величину ее смещения в качестве реакции на изменение уровня автономных затрат. Это изложено при рассмотрении рисунка 19.7, иллюстрирующего вышеуказанные процессы для различных видов кривых предложения денег. Приближение кривой предложения денег к горизонтальному положению ведет к приближению кривой совокупного спроса к положению вертикальному. Если обе кривые — кривая совокупного спроса и кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах — пролегают вертикально, это соответствует случаю абсолютно гибкой денежно-кредитной политики. Рассмотрение эффекта реального богатства (рисунок 19.8) приводит к появлению отрицательного наклона кривой совокупного спроса даже в случае абсолютно гибкой денежно-кредитной политики. Так как результирующий график не очень нагляден, в настоящем изложении он опущен. — прим. авт.

## Промежуточные цели денежно-кредитной политики в периоды экономического роста

До сего момента, обсуждая различные аспекты денежно-кредитной политики, мы исключали из рассмотрения рост естественного уровня реального объема производства во времени. Переставив акценты нашего анализа экономической системы с тактических целей, господствующих на краткосрочных временных интервалах, на промежуточные цели денежно-кредитной политики, мы приходим к тому, что экономический рост становится одним из основных вопросов дальнейших исследований. Рисунок 20.3 иллюстрирует это обстоятельство.

Как показано на рисунке 20.3, первоначально экономическая система находится в положении равновесия  $E_0$ , которому соответствует естественный уровень реального объема производства  $N_1$ . С течением времени численный рост трудовых резервов и увеличение производительности труда повышает естественный уровень реального объема производства до  $N_2$ . По мере того, как вертикальная кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах смещается вправо, кривая совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах сдвинется из положения  $AS_1$  в положение  $AS_2$ . Подобный сдвиг кривой совокупного предложения на краткосрочных временных интервалах указывает на то, что фирмы и деловые предприятия обеспечат более высокий естественный уровень реального объема производства. Это происходит вследствие предполагаемого и совпадающего с желаниями хозяйственных агентов увеличения производительности труда и возросшего предложения рабочей силы на рынках труда.

Истинный путь, по которому сместятся реальный объем производства и уровень цен вслед за перемещением кривой совокупного предложения, зависит от изменений в совокупном спросе. Если перемещение кривой совокупного спроса полностью соответствует росту естественного уровня реального объема производства (сдвиг кривой совокупного спроса в положение  $AD_1$ ), экономическая система достигает нового положения равновесия  $E_1$ . В этом положении реальный объем производства находится на своем естественном уровне. Кроме того — что весьма важно — в этом положении на своем «естественном» уровне находится и безработица<sup>1</sup>.

Однако, если совокупный спрос не совпадает с темпами роста естественного уровня реального объема производства, процессы в экономической системе не будут протекать столь гладко. Предположим, что кривая совокупного спроса сместится только до положения  $AD_2$ . В этом случае экономическая система по мере роста естественного уровня реального объема производства переместится в положение  $E_2$ , в котором реальный объем производства больше первоначального уровня, соотносимого с положением  $E_0$ , но меньше нового естественного уровня реального объема производства. При этом — вследствие снижения реального объема производства относительно естественного уровня — безработица поднимется выше ее «естественного» уровня. Пример, подобный рассмотренному, при котором темпы роста реального объема производства недостаточны для поддержания уровня безработицы на его «естественном» уровне, известен в экономической науке как **спад темпов роста**.

**Спад темпов роста** — ситуация, в которой темпы роста реального объема производства недостаточны для стабилизации уровня безработицы на фиксированной отметке.

Предположим, с другой стороны, что сдвиг кривой совокупного спроса вправо обгоняет рост естественного уровня реального объема производства, что в графической интерпретации соответствует сдвигу кривой совокупного спроса в положение  $AD_3$ . В этом случае перемещение экономической системы завершится в положении  $E_3$ . Здесь истинный реальный объем производства вырастет даже больше своего естественного уровня, но ценой такого процесса будет инфляционная вспышка, инспирированная спросом. С течением времени, когда хозяйственные агенты будут учитывать в своих ожиданиях рост цен на привлекаемые факторы производства, кривая совокупного предложения сдвинется вверх, тем самым иницируя дальнейшее ускорение темпов роста инфляции.

Урок, преподанный денежно-кредитной политикой, очевиден: достижение конечной задачи экономического роста при стабильности цен и полной занятости требует соответствия темпов роста естественного уровня реального объема производства росту совокупного спроса. Выбор конкретной промежуточной цели денежно-кредитной политики должен быть подчинен наилучшему способу корректировки баланса между этими переменными.

### Темп роста денежной массы как промежуточная цель

Сторонники монетаристского направления в экономической мысли внесли существенный вклад в споры об эффективности денежно-кредитной политики, акцентируя внимания на постоянстве темпов роста денежной массы как наиболее точной и соответствующей высшим задачам промежуточной цели. Темп роста количества денег, находящийся в обращении, должен подстраиваться наиболее точным и близким образом к темпу роста естественного уровня реального объема производства на долгосрочных временных интервалах, который в послевоенный период американской экономики составлял в среднем около 3 процентов в год.

<sup>1</sup> «Естественный» уровень безработицы понимается здесь как долговременная (хроническая) безработица, которая не зависит от темпов экономического роста. — прим. пер.

При достижении устойчивой взаимной связи между количеством денег, находящихся в обращении, и совокупным спросом, другой ключевой принцип монетаризма — постоянный рост денежной массы — позволяет совокупному спросу синхронно реагировать на рост естественного уровня реального объема производства. В этом случае на долгосрочных временных интервалах будет достигнута полная занятость и стабильность цен. Хотя множество факторов временно может повлиять на совокупный спрос, заставляя его то отставать, то обгонять естественный уровень реального объема производства, постоянство темпов роста денежной массы вселяет надежду в наши ожидания на долгосрочных временных интервалах. В этом случае некие нарушения баланса в экономической системе на краткосрочных временных интервалах будут автоматически корректироваться, не вызывая безудержной инфляции и не ввергая экономику в депрессию. Даже если промежуточная цель, состоящая в контроле темпов роста денежной массы, не может полностью и абсолютно точно соответствовать росту естественного уровня реального объема производства на долгосрочных временных интервалах, это различие создает лишь очень ограниченную инфляцию (или дефляцию) в доли процента в год. При этом темпы изменения уровня цен не будут иметь тенденции к ускорению или замедлению, оставаясь на вполне приемлемом уровне.

**Правило роста денежной массы и связанные с ним проблемы.** Критики изложенной выше концепции заостряли внимание на стабильности взаимной связи между денежной массой и совокупным спросом, то есть скорости обращения денег. При постоянстве темпов роста количества денег, находящихся в обращении, увеличение скорости обращения денег ускорит рост совокупного спроса, что потенциально грозит развитием инфляционных процессов. Аналогичным образом уменьшение скорости обращения денег вызовет некое отставание темпов роста совокупного спроса, приводя в экономическую систему весьма вероятный спад темпов ее роста.

Как ранее было установлено, в экономической системе США скорость обращения денег (параметр  $M1$ ) в период с 1950 до 1980 годы постоянно возрастала, испытывая при этом год от года значительные флуктуации (см. рисунок 15.4). Эти наблюдатели полагают, что флуктуации скорости обращения денег способны породить на долгосрочных временных интервалах весьма заметную инфляцию, а возникновение резких перепадов объема реального национального продукта на краткосрочных временных интервалах имело бы место при росте денежной массы.

Сторонники монетаристского направления парируют эти возражения двояко. Во-первых, по их мнению, значительная часть резкого увеличения скорости обращения денег (параметр  $M1$ ) до восьмидесятых годов возникла в результате усилившейся инфляции. При строгом соблюдении правила роста денежной массы инфляционные процессы в экономике не смогли бы возобладать и, следовательно, скорость обращения денег не возросла бы или выросла в самой малой степени.

Во-вторых, монетаристы всегда сомневались относительно справедливости выбора темпов роста денежного параметра  $M1$  как промежуточной цели денежно-кредитной политики. Экономическая реальность восьмидесятых годов подтвердила правоту этих опасений. Как мы видели ранее в главе 15, спрос на деньги (параметр  $M1$ ) в период с 1970 года становился все менее предсказуемым. С другой стороны, спрос на деньги (параметр  $M2$ ) и скорость обращения денег, рассматриваемая в рамках этого параметра, находились в тесной взаимосвязи с нормами процента, испытывая крайне незначительные флуктуации на долгосрочных временных интервалах. Произошедшее в конце восьмидесятых годов переосмысление денежно-кредитной политики (в частности, перенос основного внимания с  $M1$  на денежные параметры более высоких порядков) со стороны руководства Федеральной Резервной Системы вызвало одобрение у сторонников монетаристской экономической школы.

**Важность понятия эластичности по проценту.** Некоторые экономисты считают, что постоянный темп роста денежной массы (даже при устойчивой его взаимосвязи со спросом на деньги) малоэффективен как промежуточная цель денежно-кредитной политики, если спрос на деньги высокоэластичен по проценту. Эта точка зрения отражена на рисунке 20.4 в рамках IS—LM модели.

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия  $E_0$ , характеризующееся реальным объемом производства равным  $Y_0$ . В дальнейшем считаем, что происходит сдвиг кривой IS влево-вниз из положения  $IS_1$  в положение  $IS_2$ . Это смещение может быть вызвано изменением фискальной политики, трансформацией уровня плановых инвестиций, спадом спроса на экспортные товары и массой других вещей.

Реакция экономической системы на смещение кривой IS зависит от угла наклона LM кривой, который, в свою очередь, зависит от эластичности спроса на деньги по проценту<sup>1</sup>.

Кривая  $LM_1$ , характеризующаяся крутым наклоном к оси абсцисс, представляет собой пример относительно неэластичного по проценту спроса на деньги. Считая, что не происходит никаких изменений в уровне цен, сдвиг кривой IS в этом случае вызовет смещение экономической системы в положение  $E_1$ , в котором реальный объем производства сокращается до уровня  $Y_1$ . В более полной модели с гибкими ценами (графически здесь не представленной) разность  $Y_0 - Y_1$  эквивалента смещению влево-вниз кривой совокупного предложения, уровень цен падает и достигает положения равновесия на краткосрочных временных интервалах при уровне реального объема производства меньшем, чем  $Y_0$ , но большем, чем  $Y_1$ . Сторонники монетаристской школы склонны рассматривать этот процесс, как умеренный краткосрочный спад реального объема производства, который является вполне естественным следствием обеспечения постоянного роста денежной массы вопреки сдвигу кривой IS.

<sup>1</sup> Чтобы установить, почему более эластичный по проценту спрос на деньги определяет более плоскую форму кривой LM, вернитесь к рис. 19.3 и внимательно изучите рассматриваемую взаимную связь для различных кривых спроса на деньги. — прим. авт.

### Промежуточные цели и эластичность по проценту

Накопленный фактический материал позволяет предположить, что в восьмидесятые годы спрос на деньги в экономике США стал более эластичен по проценту. Ряд официальных представителей ФРС и независимых экономистов на основании этого пришли к выводу, что это обстоятельство снижает эффективность использования контроля за объемом денежной массы как промежуточной цели экономической политики. Эти рассуждения проиллюстрированы на данном рисунке. Относительно неэластичный спрос на деньги связан с кривой LM относительно крутой формы — на рисунке  $LM_1$ . В этом случае резкое нарушение спроса на деньги (которое, как мы уже знали, сместит кривую IS влево-вниз из положения  $IS_1$  в положение  $IS_2$ ) вызовет падение уровня реального объема производства до значения  $Y_1$  — при неизменном уровне цен. Более эластичный по проценту спрос на деньги связан с кривой LM относительно пологой формы — на рисунке  $LM_2$ . В этом случае аналогичное нарушение спроса вызовет более значительное падение уровня реального объема производства (на рисунке — до значения  $Y_2$ ). Сторонники рассмотренной точки зрения считают, что во избежание столь резких изменений в уровне реального объема производства, ФРС обязана скорректировать количество денег, находящихся в обращении, компенсируя изменения скорости обращения денег, вызванные вариациями существовавшей нормы процента.

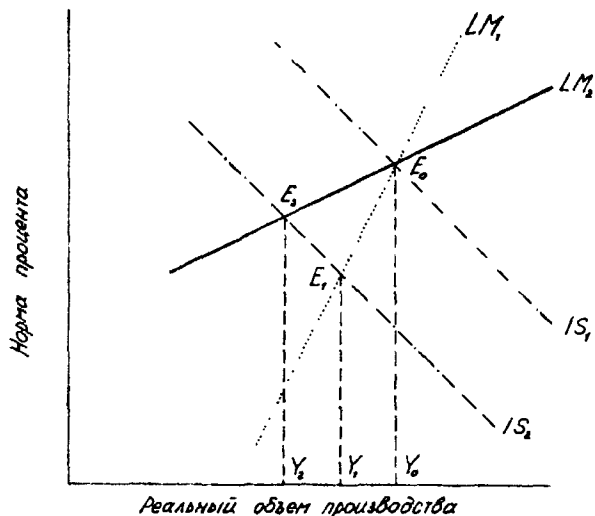


Рис. 20.4

Более плоская кривая  $LM_2$  представляет собой пример более эластичного по проценту спроса на деньги, который, по всей видимости, преобладал в американской экономике в начале восьмидесятых годов. В этом случае аналогичный сдвиг кривой IS перемещает экономическую систему в положение  $E_2$ . Реальный объем производства при этом уменьшается более существенным образом — до уровня  $Y_2$ . В полной модели, учитывающей гибкое ценообразование, кривая совокупного спроса сдвигается влево-вниз еще резче. Критики правила роста денежной массы усматривают в такой значительной изменчивости реального объема производства при сдвигах кривой IS весьма нежелательное и, зачастую неприемлемое, для экономической системы обстоятельство.

При таких условиях они рекомендуют Федеральной Резервной Системе дополнительно увеличивать темп роста денежной массы, что могло бы сместить кривую LM вправо, компенсируя тем самым снижение уровня реального объема производства.

### Номинальный объем производства как промежуточная цель денежно-кредитной политики

Экономическая политика, использующая правило роста денежной массы, сталкивается с трудноразрешимыми проблемами, когда скорость обращения денег меняется непредсказуемым образом, либо спрос на деньги по проценту становится весьма эластичным. Альтернативная изложенной выше денежно-кредитная политика, предложенная рядом экономистов, выдвигает в качестве промежуточной цели постоянное темпов роста номинального ВНП. Результатом такой политики, равно как и в предыдущем случае, должно явиться постоянное смещение кривой совокупного предложения строго пропорционально темпам роста естественного уровня реального объема производства на долгосрочных временных интервалах.

Для воплощения указанных целей в жизнь Федеральной Резервной Системе необходимо постоянно корректировать количество денег, находящихся в обращении, уравнивая любые изменения в скорости обращения денег. Если снижение процентных ставок уменьшало бы скорость обращения денег — как это было в середине восьмидесятых годов в экономике США — ФРС реализовала бы дополнительные резервы на открытом рынке. В этом случае количество денег, находящихся в обращении, выросло бы в степени, достаточной для того, чтобы удержать от снижения уровень номинального объема производства (который, как мы помним из главы 14, равен произведению скорости обращения денег на количество денег, находящихся в обращении, а равенство это следует из уравнения  $14.2 MV=Py$ ). С другой стороны, если изменения в структуре банковских правил и методах контроля и регулирования финансовых операций увеличивают скорость обращения денег, как это происходило в семидесятые годы, ФРС изъясла бы часть резервов из банковской системы. И опять в этом случае уровень номинального объема производства соответствовал бы оставленной цели. Поскольку ФРС будет непрерывно корректировать количество денег, находящихся в обращении, компенсируя флуктуации скорости обращения денег, такая промежуточная цель денежно-кредитной политики иногда называется «управление денежными агрегатами, скорректированными по скорости».

Многие наблюдатели отмечали, что с середины восьмидесятых годов ФРС во главу угла своей денежно-кредитной политики поставила именно эту цель. Действия ФРС, позволившие параметру  $M1$  резко опережать намеченный диапазон роста в ответ на значительное уменьшение скорости обращения денег 1985—1986 годов, располагают именно к этой интерпретации произошедших в экономической системе процессов. Однако, официальные представители Федеральной Резервной Системы отказались характеризовать проводимую денежно-кредитную политику только в таком ключе, утверждая, что контроль за номинальным объемом производства — один из целого ряда возможных способов воздействия на текущее положение экономической системы.

На самом деле, нежелание ФРС декларировать в качестве промежуточной цели контроль за номинальным объемом производства имеет под собой определенную подоплеку. Таким образом, Федеральная Резервная Система получает поддержку определенного круга экономистов, среди которых большинство составляют сторонники академических взглядов. При такой промежуточной цели, тем не менее, возникает ряд потенциальных проблем и сложностей.

Так, например, изменение темпов роста естественного уровня реального объема производства войдет в противоречие с достижением стабильности цен и полной занятости. Как номинальный объем производства, так и рост количества денег, находящихся в обращении, принятые в качестве промежуточных целей, так или иначе сталкиваются с вышеуказанной проблемой. Замедление темпов роста естественного уровня реального объема производства, имевшее место в конце семидесятых годов, вызвало бы сильнейшую инфляцию при сохранении намеченных темпов роста номинального выпуска продукции. С другой стороны, ускорение темпов роста естественного уровня реального объема производства может обогнать заданный промежуточной целью уровень номинального объема производства, приводя к увеличению уровня безработицы. Некоторые сторонники «концепции предложения» в экономической мысли усматривали подобную опасность, воспевавшуюся за сокращением налогов, произошедшим в начале восьмидесятых годов (см. раздел 20.1 «Кто сказал? Кто сделал?»).

**«Концепция предложения» в экономической мысли — точка зрения определенного круга экономистов, акцентирующая внимание на содействии быстрому росту естественного уровня реального объема производства в противовес контролю и управлению совокупным спросом.**

Еще одно возражение встречает номинальный объем производства в качестве промежуточной цели экономической политики при анализе формы кривой совокупного спроса. Рассмотрим этот вопрос подробнее. Когда количество денег, находящихся в обращении, компенсирует изменения скорости обращения денег, кривая совокупного спроса станет единично эластичной, как и в случае, когда скорость обращения денег совместно с количеством денег, находящихся в обращении, не претерпевают каких-либо изменений. В главе 17 была рассмотрена кривая совокупного спроса единичной эластичности. В этом случае экономическая система в ответ на неблагоприятные изменения предложения реагирует, сокращая реальный выпуск продукции строго пропорционально росту уровня цен. Как уже было отмечено в главе 17, ряд экономистов считает, что ФРС при проведении текущих мероприятий обязана смягчить инфляционные процессы, инспирированные шоком предложения, уменьшая вызванное ими влияние на уровень реального объема производства и занятость (советуем Вам вернуться к рассмотрению рис. 17.10). Учтем, что хорошо знакомая нам кривая совокупного спроса с эластичностью, меньшей единицы, автоматически реагирует на процессы, вызванные шоком предложения, и обеспечит необходимые коррективы рассматриваемых параметров экономической системы.

И, наконец, контроль за номинальным объемом производства, выступающим в качестве промежуточной цели, трудно осуществим на практике. Дело в том, что этот параметр экономической системы, в отличие от количества денег, находящихся в обращении, лежит вне пределов прямой досягаемости Федеральной Резервной Системы. Проводимые ею операции на открытом рынке ценных бумаг имеют достаточно быстрый и легко предсказуемый результат, когда дело касается такого параметра экономической системы как денежная масса. Опосредствованное через денежную массу влияние на номинальный объем производства требует больше времени (иногда до нескольких месяцев) для его проявления и, более того, подвержено неожиданным сторонним воздействиям, связанным с флуктуацией скорости обращения денег. Это очень существенное возражение, поскольку точная информация об уровне номинального ВНП появляется в распоряжении ФРС лишь спустя некоторый период времени. Этот период также может составлять несколько месяцев. Таким образом, попытки удержать развитие экономической системы в определенном фарватере, руководствуясь контролем за темпами роста номинального объема производства, на-

## 20.1 Кто сказал! Кто сделал!

### Сторонники «концепции предложения»

В начале восьмидесятых годов целая группа экономистов, которые стали известны в дальнейшем как сторонники «концепции предложения», приобрела значительное влияние на определенные круги в администрации Рональда Рейгана. Они — включая таких известных экономистов как Артур Леффер, Пол Крейг Робертс и Дж. Ванички — ориентируются в своих трудах исключительно на решение экономических проблем в рамках свободного рынка, причем такая позиция во многом близка к наиболее консервативному направлению в экономической мысли. Справедливости ради необходимо отметить, что такую точку зрения разделяет и ряд представителей монетаристского направления. Однако, сторонники «концепции предложения» уделяют значительно больше внимания политическим мероприятиям, направленным на обеспечение быстрого роста естественного уровня реального объема производства, чем их единомышленники из других лагерей. Именно факт того, что их основное внимание сконцентрировано на росте совокупного предложения, несмотря на то, что основные макроэкономические теории сфокусированы на контроле и управлении совокупным спросом, и дал этой школе свое название.

Основой экономической программы сторонников «концепции предложения» явилось повсеместное уменьшение предельных налоговых ставок как для отдельных индивидов, так и для деловых предприятий. Уменьшение налогов в 1981 году сократило предельные налоговые ставки с конкретного индивида с 70 до 50 процентов, сократило налогообложение на увеличение рыночной стоимости (прирост) капитала и, таким образом, усилило инвестиционные мотивы в деловых сферах. Это мероприятие включало в себя

многочисленные элементы, характерные для экономической школы сторонников «концепции предложения» (Налоговая реформа 1986 года вызвала у них значительно меньше восторгов, так как дальнейшее уменьшение предельных налоговых ставок в этом случае сопровождалось повышением налогообложения прироста и увеличения рыночной стоимости капитала, что, конечно, не способствовало развитию инвестиционных процессов). Предполагалось, что сокращение налоговых ставок должно способствовать личной заинтересованности каждого к высокопроизводительному труду, а также поощрить процессы сбережения и инвестирования. Дальнейший толчок к росту естественного уровня реального объема производства должен был придти от других элементов пакета экономической программы сторонников «концепции предложения», как-то: реформы структур управления и реформы системы социального обеспечения.

Эта экономическая программа привела к тому, что ее приверженцы вошли в конфликт не только с кейнсианцами, которых они рассматривали как чрезмерных транжиров, задирающих налоги до небес, но также и с монетаристами. Основные претензии к сторонникам монетаристского подхода состояли в следующем: по мнению авторов изложенной экономической программы, медленный рост количества денег, находящийся в обращении, ограничивал возможности экономического роста, полученные за счет реформ налогообложения, структур управления и системы социального обеспечения. Сторонники «концепции предложения» с тоской восприняли идею об искусственной стабилизации темпов роста денежной массы на уровне 3% в год. То обстоятельство, что естественный уровень реального объема производства в прошлом рос именно таким темпом, не явля-

лось для них непреложным фактом. Наоборот, они утверждали, что трехпроцентный темп роста денежной массы отражал лишь особенности защитной налоговой политики периода конца сороковых — начала пятидесятых годов.

Вместо того, чтобы жесткими мерами контроля за темпами роста денежной массы несколько «притормозить» развитие экономической системы, обеспечивая некоторый перманентный спад в процессе экономического роста, сторонники «концепции предложения» уделяли слишком большое внимание уровню цен как промежуточной цели денежно-кредитной политики. Падение цен на основные товары широкого потребления — от сельскохозяйственных продуктов до металла — в начале восьмидесятых годов утвердило многих сторонников «концепции предложения» во мнении, что проводимая в тот период денежно-кредитная политика характеризовалась рядом искусственных ограничений. В 1984 году — как раз накануне реальных изменений в экономической системе, инициированных налоговой политикой предыдущих лет, — Дж. Ванички в своих работах настаивал на «освобождении» экономической системы от мертвой хватки «трехпроцентников». Он писал: «Можно достичь более существенных темпов экономического роста. Пять процентов в год на ближайшее десятилетие — вполне реалистичная перспектива. Но этот путь недостижим, пока «трехпроцентники» доминируют в экономической политике и вынуждают экономику плестись заданным ими темпом, обусловленным ограничительными мерами денежно-кредитной и фискальной политики».

Источник: J. Wanniski, «The Grip of the Three-Percenter», The Wall Street Journal, November 8, 1984.



### Уровень цен как цель денежно-кредитной политики

Ряд экономистов предложил администрации ФРС использовать регуляцию уровня цен в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики. Реализация этого мероприятия на практике должна выглядеть следующим образом: при понижении уровня цен ниже определенной отметки, ФРС предоставляет банковской системе дополнительные резервы, повышая тем самым совокупный спрос. И наоборот — при увеличении уровня цен компенсирующее ограничение совокупного спроса достигается путем изъятия части резервов из банковской системы или резкого уменьшения темпов их продвижения на финансовые рынки. Такие денежно-кредитные мероприятия обеспечивают существование кривой совокупного спроса горизонтальной формы (что рассматривается вполне приемлемой альтернативой при условии равномерных темпов роста экономической системы, без резких изменений в уровне цен на привлекаемые факторы производства. Эта ситуация приведена в части (а) рисунка). Однако, если экономическая система претерпевает в своем развитии резкие нарушения (шок) предложения, поднимающий уровень цен на привлекаемые факторы производства, возникает ряд проблем. Эта ситуация приведена в части (б) рисунка. В этом случае постоянство уровня цен в качестве цели денежно-кредитной политики (кривая совокупного спроса  $AD_1$ ) приведет к значительному сокращению реального объема производства. Когда промежуточной целью денежно-кредитной политики является контроль и регламентация количества денег, находящихся в обращении, (кривая совокупного спроса  $AD_2$  более традиционной формы) рост уровня цен частично компенсирует последствия шока предложения, и реальный объем производства сократится в степени меньшей, чем в предыдущем случае.

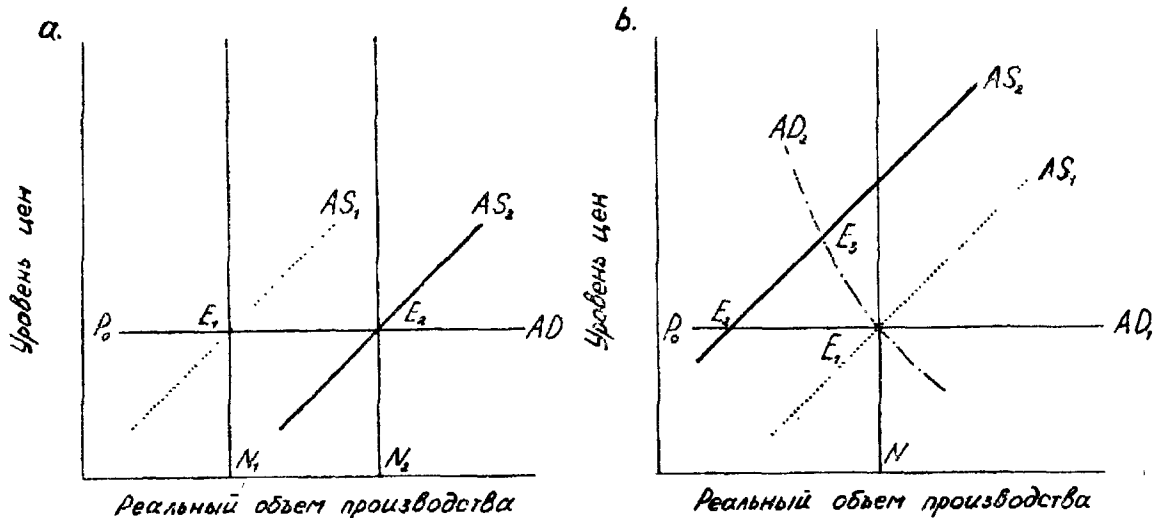


Рис. 20.5

поминают попытку вести машину вперед, обернувшись назад или пользуясь зеркалом заднего вида. Короче говоря, даже при постановке подобной задачи заранее можно утверждать, что любые мероприятия ФРС, направленные на ее воплощение в реальную экономическую жизнь, обречены на провал.

### Уровень цен как промежуточная цель денежно-кредитной политики

Контроль и ограничение темпов роста как денежной массы, так и номинального объема производства, в качестве промежуточных целей экономической политики в своем развитии послужили причиной возникновения еще одного конструктивного предложения, а именно, — рассмотрения постоянства уровня цен как новой промежуточной цели. Согласно этому плану, ФРС обязана увеличивать количество денег, находящихся в обращении, всякий раз, когда уровень цен снижается и, соответственно, сокращать объем денежной массы при повышении уровня цен. В этом случае уровень цен может быть измерен либо как дефлятор ВВП, либо как индекс цен для более узкой группы основных товаров широкого потребления.

В графической интерпретации постоянство уровня цен, рассматриваемое как промежуточная цель денежно-кредитной политики, задает кривую совокупного спроса строго горизонтальной формы, — по крайней мере на долгосрочных временных интервалах. Это обстоятельство проиллюстрировано на рисунке 20.5. Часть (а) рисунка демонстрирует реакцию экономической системы на рост естественного уровня реального объема производства, когда в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики выступает постоянство уровня цен. По мере роста естественного уровня реального объема производства, вертикальная кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах смещается из положения  $N_1$  в положение  $N_2$ , а наклонная кривая совокупного пред-

ложения на краткосрочных временных интервалах (на рис. 20.5 не показанная) смещается вместе с ней. В развитии этих процессов ФРС регулирует уровень цен весьма незамысловатым способом: если он опускается ниже отметки  $P_{0t}$ , ФРС предлагает банковской системе дополнительные резервы; если уровень цен переваливает через отметку  $P_{0t}$  определенную промежуточную цель, ФРС сокращает предложение резервов. Таким образом, достигается независимость уровня цен от темпов роста естественного уровня реального объема производства. Еще раз подчеркнем, что в рассмотренном выше случае поставленной промежуточной цели адекватно отвечает кривая совокупного спроса горизонтальной формы.

Однако, постоянство уровня цен, выбранное в качестве промежуточной цели денежно-кредитной политики, не свободно от ряда существенных недостатков. Одним из них является неадекватная реакция экономической системы на вероятные резкие нарушения предложения (представлена в части (а) рисунка 20.5). В этом случае предполагается, что шок предложения смещает кривую совокупного предложения из положения  $AS_1$  в положение  $AS_2$ , тогда как естественный уровень реального объема производства остается неизменным. Поддерживая уровень цен на постоянном уровне, ФРС будет вынуждена сократить количество денег, находящихся в обращении, на весьма значительную величину, дабы сместить экономическую систему в положение  $E_2$ . В этом случае отрицательное воздействие шока предложения на реальный объем производства и уровень занятости будет почти катастрофическим. Наоборот, если количество денег, находящихся в обращении, останется неизменным в подобной экономической ситуации, экономическая система начнет двигаться вверх вдоль кривой совокупного спроса  $AD_2$  к положению  $E_3$ . Негативное влияние шока предложения на реальный объем производства и уровень занятости будет много меньше. Многие экономисты склонны считать, что сопутствующая этому процессу умеренная инфляция — вполне приемлемая цена, которую следует заплатить, чтобы свести до минимума отрицательные последствия шока предложения на состоянии экономической системы.

Вторая из рассматриваемых проблем (равно как и в случае номинального объема производства, рассматриваемого в качестве промежуточной цели) — это некоторое запаздывание мероприятий ФРС относительно уже произошедших в экономической системе перетурбаций. Ряд исследований, анализирующих эти процессы, называют сроки лишь в 2—3 года достаточными для полного и всеобъемлющего воздействия денежно-кредитной политики на уровень цен. Таким образом, хотя корректировка денежной массы в соответствии с принятым уровнем цен не представляет особых проблем, ее корректирующее влияние на экономику может сказаться лишь тогда, когда экономическая система уже уйдет достаточно далеко от положения равновесия.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА: СВОД РЕГЛАМЕНТИРУЮЩИХ ПРАВИЛ

Все наши предыдущие рассуждения свелись к тому, что ни одну цель из возможного спектра промежуточных целей денежно-кредитной политики нельзя рассматривать как идеальное средство, универсальное при всех вероятных обстоятельствах развития экономической системы. Следуя этому, официальные представители Федеральной Резервной Системы пришли к заключению, что контролю с их стороны должен подлежать целый ряд параметров экономической системы — совокупность показателей, характеризующих объем денежной массы; общий объем предоставленных кредитов; структура и тенденции изменений уровней номинального и реального объема производства; изменения различных индексов цен; ряд показателей развития мировой экономической системы — внешнеторговый платежный баланс, обменный валютный курс доллара и т. д. В результате анализа возобладавшее мнение о необходимости предоставления ФРС полной свободы действий в рамках осуществления текущей денежно-кредитной политики с целью возможно более быстрой и адекватной реакции на происходящие в экономической системе изменения. Так, например, известное решение ФРС отменить контроль за темпами роста денежной массы (в рамках параметра  $M1$ ) в свете беспрецедентного в своей стремительности увеличения скорости обращения денег в 1985—1986 годах является характерной чертой такого подхода.

Однако ряд критически настроенных экономистов из той же самой подборки фактов сделали диаметрально противоположные выводы. По их мнению неограниченная свобода выбора тех или иных денежно-кредитных мероприятий, несмотря на то, что не существует какой-либо конкретной технически совершенной денежно-кредитной политики, также не является панацеей. Они считают, что вероятные действия ФРС должны регулироваться неким

сводом правил и законов, своего рода «денежно-кредитной конституцией», определенной заранее и изменяемой редко и только в случае крайней необходимости. Основным правилом денежно-кредитной конституции, характерным для монетаристского подхода, является постоянство темпов роста денежной массы в качестве цели выбранной ими денежно-кредитной политики. Сторонники других подходов предложили иные основы денежно-кредитной конституции, — зачастую более сложные, основанные на комплексе целей денежно-кредитной политики, корректируемой по мере изменения обстоятельств функционирования экономической системы. Однако целый ряд экономистов рассматривает разработку и воплощение в жизнь конкретных основ денежно-кредитной политики как второстепенный вопрос. На первый план, по их мнению, выдвигается ограничение Федеральной Резервной Системы в выборе средств и методов реализации задуманных денежно-кредитных мероприятий на практике, а также широкое оповещение всех заинтересованных сторон о находящемся в распоряжении ФРС политическом инструментарии, то есть ограничении деятельности ФРС рамками денежно-кредитной конституции. Следующий раздел рассматривает эти вопросы подробнее.

**Денежно-кредитная конституция** — свод заранее определенных и практически неизменных правил и законов денежно-кредитной политики.

нованные на комплексе целей денежно-кредитной политики, корректируемой по мере изменения обстоятельств функционирования экономической системы. Однако целый ряд экономистов рассматривает разработку и воплощение в жизнь конкретных основ денежно-кредитной политики как второстепенный вопрос. На первый план, по их мнению, выдвигается ограничение Федеральной Резервной Системы в выборе средств и методов реализации задуманных денежно-кредитных мероприятий на практике, а также широкое оповещение всех заинтересованных сторон о находящемся в распоряжении ФРС политическом инструментарии, то есть ограничении деятельности ФРС рамками денежно-кредитной конституции. Следующий раздел рассматривает эти вопросы подробнее.

### Проблемы, связанные с экономическим прогнозом и задержками в реакции экономической системы

Проблема денежно-кредитной конституции возникла тогда, когда было отмечено, что денежно-кредитная политика оказывает свое воздействие на поведение экономической системы исключительно с некоторым отставанием во времени. Ряд исследований показал, что изменение темпов роста денежной массы сказывается на темпах роста реального объема производства спустя 3—12 месяцев. До соответствующей реакции уровня цен проходит еще больше времени — по некоторым подсчетам от 2 до 3 лет.

Такие задержки имплицитно связаны со способностью ФРС компенсировать резкие изменения скорости обращения денег, уровня автономных расходов и иных параметров, приводящих к сдвигам кривой совокупного спроса. Естественно, что успешное противодействие нежелательным процессам в экономике в этом случае должно начинаться заблаговременно. Это означает, что проведение эффективных стабилизационных мероприятий должно базироваться на точном экономическом прогнозе гипотетической ситуации и их допустимой временной задержке.

Критики подобного подхода к стабилизационным мероприятиям считают, что в настоящее время точность и оправдываемость экономического прогноза оставляют желать лучшего<sup>1</sup>. Так в период 1973—1975 годов предсказывалось резкое увеличение темпов инфляции и норм процента. В действительности оказалось, что темпы роста инфляции были недооценены на 3—4 процентных пункта, а рост уровня безработицы почти на 2 процентных пункта. В 1980 году вне зоны внимания экономистов оказалась скорость выхода экономической системы из непродолжительного по времени спада этого года. Как только экономические прогнозы были скорректированы с учетом этого процесса и был предсказан необычайный экономический рост в будущем году, экономическая система оказалась ввергнутой в еще более сильный спад 1981 года. Прогноз по уровню реального ВНП на 1982 год в итоге оказался завышенным по сравнению с наступившей действительностью на 4 процентных пункта. Это явилось одной из самых неприятных ошибок прогностического толка за последние годы. В середине восьмидесятых годов вне анализа остался резкий спад скорости обращения денег, и экономический прогноз относительно уровня цен и объема производства, имевший в основе изучение количества денег, находящихся в обращении, оказался сильно завышенным.

Сочетания ошибок в экономических прогнозах и задержек в реакции экономической системы привели монетаристов к выводу, что даже самые благие намерения творцов экономической политики не способны «настроить» экономическую систему оптимальным образом, в тщательные попытки преуспеть в этом малоблагодарном занятии равновероятно могут принести экономической системе как пользу, так и вред (см. раздел 20.2 «Кто сказал? Кто сделал?»).

Официальные представители ФРС, разумеется, не согласны с подобными оценками. Разделяя точку зрения на несовершенство экономических прогнозов, они, тем не менее, уверены, что обеспечивают статистически значимое преимущество над наивными представлениями об экономическом будущем как отражении опыта прошлых лет. Более того — по мнению сторонников «свободной» (discretionary) денежно-кредитной политики, не связанной какими-либо рамками и ограничениями, стабилизационные мероприятия, основанные на экономическом прогнозе, способны временно ухудшить экономическую ситуацию, но в среднем всегда способствуют оздоровлению экономики. Это положение вызывает новый ряд возражений со стороны монетаристов и приверженцев денежно-кредитной конституции.

### Политические проблемы «свободного» денежно-кредитного регулирования

Даже если положить, что творцы экономической политики обладают абсолютным сверхъестественным даром предвидения экономической ситуации, сторонники денежно-кредитной конституции не уверены, что эти знания целиком и полностью будут направлены на обеспечение долгосрочной экономической стабильности вследствие политического давления, которое может быть оказано в процессе принятия тех или иных решений. Это обстоятельство вовсе не означает, что принятие определенных шагов в экономической реформации диктуется плохими или своекорыстными намерениями, но ведь хорошо известно, чем вымощена дорога в ад, — даже абсолютно честные политики не могут действовать независимо от системы, частью которой они являются.

Первый вопрос о правомерности подобного подхода возникает в связи с акцентированием внимания текущей политики на краткосрочных временных интервалах. Так в Конгрессе США происходит смена действующих лиц приблизительно за два года. В этом смысле назначение членов Совета Управляющих ФРС на 14-летний срок частично защищает их от необходимости действовать применительно к быстротекущим переменам политического курса. Однако на практике члены Совета Управляющих ФРС почти никогда не занимают свои посты в течение полного срока. Кроме того, в случае какой-либо необходимости Конгресс США и правящая администрация имеют в своих арсеналах достаточно много иных способов воздействия на творцов экономической политики. Это может достигаться при личных встречах между представителями ФРС с одной и Государственного Казначейства с другой стороны; во время контактов с представителями правящей администрации. Давление может оказываться и публично — при разнообразных слушаниях в Конгрессе; на пресс-конференциях в Белом Доме. Кроме того, политика «большой дубинки» имеет место и в этом случае — во власти Президента США назначение новых членов Совета

<sup>1</sup> Stephen K. Mc Nees and John Ries, „The Track Record of Macroeconomic Forecasts» New England Economic Review, November-December 1983, pp. 5—18

## 20.2. Кто сказал? Кто сделал?

### «Точная настройка» экономической системы: взгляд монетариста

В 1986 году, комментируя постоянное и упорное противодействие Федеральной Резервной Системы сдерживать темп роста денежной массы на устойчивом уровне, определенном выбранной целью, Милтон Фридман вспомнил свой собственный совет, который ему пришлось дать двадцать лет назад: «Почти два десятилетия назад Уолтер Хеллер и я спорили в Нью-Йорке о различных аспектах и взаимодействиях денежно-кредитной и фискальной политики. Я тогда заметил: «По моему разумению денежно-кредитной политикой чрезмерно спекулируют. Более того, и фискальной политикой чрезмерно спекулируют. И даже «точной настройкой» экономической системы тоже чрезмерно спекулируют. Эта мысль далеко не нова».

Далее я процитировал одну из своих ранних работ, датированную 1958 годом: «Постоянство темпов роста предложения денег не обеспечивает полной стабильности экономической системы, но избавляет от невероятных потрясений, знакомых нам по недалекому прошлому. Очень соблазнительно продвинуться дальше по этому пути, пытаясь таким образом скомпенсировать нежелательные изменения других экономических факторов, сопутствующих процессам экспансии и сжатия... Но имеющиеся в настоящий момент в распоряжении экономистов данные не позволяют отбросить сомнения относительно воз-

можностей корректировки экономической деятельности за счет «точной настройки» денежно-кредитной политики — по крайней мере на сегодняшнем уровне наших знаний».

«Таким образом, возникают серьезные ограничения в возможностях «свободной» денежно-кредитной политики и, одновременно, опасность ухудшения экономической ситуации».

«Чтобы избежать возможного недопонимания в этом вопросе, следует подчеркнуть, что указанные проблемы не являются прерогативой лишь денежно-кредитной политики, и не затрагивают налогово-бюджетные мероприятия. Фискальной политике они присущи в равной степени».

С тех пор, как были сделаны эти заметки, интенсивное изучение вопросов денежного обращения добавили к имевшимся значительный материал. Теперь мы знаем много больше о сумме факторов, влияющих на спрос и предложение денег, а также о сложной взаимной связи между изменениями денежной массы и таких параметров экономической системы, как номинальный национальный доход, нормы процента, уровень цен, обменный валютный курс, объем производства и уровень занятости. Позднейшие исследования лишь усилили господствовавшее ранее мнение, что временные задержки, весьма разнообразные в

своей длительности, между изменением количества денег, находящихся в обращении, и другими экономическими переменными в огромной от целого ряда превосходящих обстоятельств. В настоящий момент наших знаний о долгосрочных экономических процессах, подобных анализу экономической ситуации на краткосрочных временных интервалах, явно не хватает. В результате денежно-кредитная политика не может в полной мере обеспечить «точную настройку» экономической системы. Опыт последних десятилетий снова и снова продемонстрировал тот ущерб, который может быть нанесен при неразумных попытках использования денежно-кредитной политики для «точной настройки» экономической системы. Самый свежий пример — метания из стороны в сторону в вопросе о росте денежной массы 1980—1982 годов. Они дестабилизировали рынки денег и, тем самым, продлили и углубили экономический спад 1981—1982 годов.

«Таким образом, я остаюсь убежденным сторонником основного принципа монетаризма: деньги слишком важны, чтобы позволять центральным банкам манипулировать ими по своему усмотрению». Таково мнение Милтона Фридмана.

Источник: «M1's Hot Steak Gave Keynesians a Bad Idea» by M. Friedman, The Wall Street Journal, September 18, 1986. p. 32).

Управляющих, что подкрепляется периодическими угрозами со стороны Конгресса об ограничении полномочий ФРС в законодательном порядке. Такие действия, естественно, пугают.

Второй вопрос касается определения момента времени принятия определенных экономических решений. Когда экономическая система свертывается в спад, давление на ФРС с сакраментальными просьбами и пожеланиями типа «сделайте что-нибудь с безработицей» максимально возрастает. Однако любое мероприятие, направленное на стимулирование уровня занятости и предпринятое именно в этот момент, возымеет эффект лишь спустя немалый промежуток времени, когда наступит фаза расширения делового цикла, и приведет уже к обратным результатам. Подобным образом в период экономической экспансии политическое давление «сделайте что-нибудь с инфляцией!», достигающее максимальной силы во время предельного темпа роста уровня цен, приведет к тому, что

протекционистские мероприятия скажутся лишь тогда, когда реальный объем производства снова начнет уменьшаться, а предпринятые меры лишь усугубят ситуацию.

### Неоклассической подход и «свободная» денежно-кредитная политика

Приверженцы теории рациональных ожиданий и экономисты-неоклассики солидаризируются с монетаристами в вопросе о необходимости создания денежно-кредитной конституции, расходясь во взглядах лишь в некоторых деталях<sup>1</sup>. Необходимость денежно-кредитной конституции мотивируется представителями неоклассической школы исходя из принятой ими на вооружение доктрины супернейтральности денег. Вспомним, что этот тезис предполагает отсутствие сколь-нибудь заметного влияния на реальный объем производства со стороны ожидаемых заранее изменений денежно-кредитной политики и указывает, что существенное воздействие могут возыметь лишь неожиданные повороты политического курса.

Принятие денежно-кредитной конституции само по себе способно устранить неожиданные изменения в заранее определенном курсе денежно-кредитной политики, и, таким образом, отсекает один из возможных источников возникновения экономической нестабильности. Наоборот, режим «свободной» денежно-кредитной политики оказывается не в состоянии повлиять на средний уровень реального объема производства в течение длительного времени, поскольку реальный объем производства в таком случае стремится к своему естественному уровню; это означает, что единственным результатом проведения в жизнь «свободной» денежно-кредитной политики, полной разнообразных превратностей и сюрпризов, явится увеличение дисперсии (разброса) уровня реального объема производства относительно своего естественного значения, — то есть приводит к самым нежелательным последствиям.

Хотя свобода в выборе определенных денежно-кредитных мероприятий и не изменит средний уровень реального объема производства с течением времени, сторонники неоклассического подхода в экономической мысли усматривают в этом явлении потенциальную опасность повышения среднего уровня темпов инфляции. Они утверждают, что существует коренное противоречие между долгосрочными и краткосрочными задачами ФРС, известное в экономической жизни как «**проблема временных несоответствий**».

**Проблема временных несоответствий** — противоречие между долгосрочными и краткосрочными задачами Федеральной Резервной Системы, обусловленное наличием определенных экономических ожиданий, связанных с проведением тех или иных денежно-кредитных мероприятий.

В качестве доказательства этого обстоятельства неоклассики предлагают следующую схему. Предположим, что в один прекрасный день ФРС, действуя в рамках «свободной» денежно-кредитной политики, объявляет о проведении ряда мероприятий, преследующих снижение темпов инфляции на долгосрочных временных интервалах. Хозяйственные агенты относятся к этому сообщению с полным доверием. Фирмы, деловые предприятия и семейные хозяйства основывают свои экономические планы, руководствуясь низким уровнем инфляции. Однако, когда подобные ожидания входят в плоть и кровь экономической системы, выясняется, что Федеральная Резервная Система может обеспечить рост реального объема производства на краткосрочных временных интервалах только за счет некоторого увеличения темпов инфляции, сопутствующего внезапному повышению темпов роста совокупного спроса. Затем, не дожидаясь полной корректировки ожиданий хозяйственных агентов применительно к новым условиям, ФРС заявляет, что подобные изменения в будущей денежно-кредитной политике никогда более не последуют. Таким образом напрашивается следующий вывод: рациональные действия ФРС на краткосрочных временных интервалах категорически несовместны с декларированными долгосрочными экономическими программами.

Неоклассики утверждают, что рациональные ожидания фирм и семейных хозяйств учтут возможность таких действий со стороны ФРС; поэтому любые декларации ФРС не вызовут у них особого доверия, и они будут строить свои экономические планы, основываясь на завышенных темпах инфляции, нежели те, о которых объявила ФРС как цели своей денежно-кредитной политики. И тут перед Федеральной Резервной Системой возникает весьма неприятная альтернатива. Предположим, что ФРС продолжает упрямо поддерживать рост денежной массы, что само по себе обеспечивает низкий темп инфляции на долгосрочных временных интервалах, даже несмотря на увеличение совокупного предложения, питаемого все еще имеющими место инфляционными ожиданиями. В результате происходящих процессов реальный объем производства в скором времени упадет ниже своего естественного уровня, и экономическая система будет ввергнута в спад (либо, в лучшем случае, спад темпов экономического роста). Чтобы удержать реальный объем производства на естественном уровне, ФРС будет вынуждена принять меры, которые обеспечат рост совокупного спроса, причем более высокими темпами, чем это было ранее обещано. Но именно эти действия ФРС и подтвердят рациональные ожидания скептически настроенных хозяйственных агентов.

Неоклассики полагают, что рассмотренная проблема временных несоответствий придает «свободной» денежно-кредитной политике необратимый и неотъемлемый инфляционный уклон, а единственным способом решения возникающих противоречий является принятие денежной конституции, ограничивающей бесконтрольную свободу дейст-

<sup>1</sup> Robert J. Barro «Rules Versus Discretion», *Alternative Monetary Regimes* (Baltimore: The John Hopkins University Press, 1986), pp. 16—30.

вий Федеральной Резервной Системы. Такой свод правил делает невозможным преследование со стороны ФРС краткосрочных экспансионистских целей, пусть даже рационально обоснованных, а денежно-кредитная конституция способна стабилизировать ожидания хозяйственных агентов и, соответственно, обеспечить стабильность цен.

### Позиция Федеральной Резервной Системы

Члены Совета Управляющих ФРС отдают себе отчет в существовании ряда негативных моментов, сопряженных с проведением «свободной» денежно-кредитной политики, но, тем не менее, считают, что жесткий регламент мероприятий, связанных с денежным обращением, таит в себе больше опасностей. Образно говоря, их положение можно сравнить с действиями командира воздушного лайнера: он понимает все преимущества автопилота при обычном полете, но принимает управление кораблем на себя, когда возникает необходимость в непредвиденном маневрировании. Располагает ли ФРС необходимым числом сотрудников для успешного проведения выбранного экономического курса? Способна ли эта организация гибко лавировать в угрожающей экономической ситуации? Не тяготит ли основную массу «пассажиров» полет по маршруту, заданному ФРС? Эти вопросы остаются открытыми и по сей день, а споры продолжаются.

## ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА, ФИСКАЛЬНАЯ ПОЛИТИКА И ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА

До сего момента мы рассматривали экономические проблемы, связанные лишь с денежно-кредитной политикой, оставляя «за кадром» все остальные аспекты функционирования экономической системы. Естественно, что мероприятия по денежно-кредитному регулированию сопряжены с государственными мероприятиями, управляющими федеральными расходами и налогообложением. В восьмидесятые годы эти связи приобрели весьма значительный размах ввиду роста дефицита федерального бюджета. Нижеследующий раздел посвящен анализу этого взаимодействия.

### Дефицит бюджета и государственный долг

На рисунке 20.6 представлены основные понятия двух тесно связанных между собой характеристик: дефицита федерального бюджета и государственного долга. В части (а) рисунка представлен дефицит бюджета как некий процент от ВВП. Дефицит бюджета равен общим доходам (денежным поступлениям) от федеральных налогов минус затраты на государственные закупки и трансфертные платежи. В середине восьмидесятых годов дефицит федерального бюджета составлял от 4 до 5 процентов ВВП, что является максимальной отметкой за любой предыдущий период мирного времени, не связанный с экономическим спадом.

В части (а) рассматриваемого рисунка дефицит бюджета подразделен на две компоненты: **структурный дефицит** и **циклический дефицит**. Структурный дефицит представляет собой вычисленную разность между федеральными доходами и расходами, принятую в расчете действующих мероприятий фискального характера (действующей уровень налогообложения и текущих затрат), а также базового уровня безработицы (в рассматриваемом случае = 6%). Когда экономическая система входит в период спада, а уровень безработицы повышается выше базового, реально наблюдающийся дефицит бюджета превышает уровень структурного дефицита, что происходит частично из-за роста выплат пособий по безработице и другим социальным программам, частично из-за падения доходов от федеральных налогов по мере общего падения доходов населения. Разность между реально наблюдаемым дефицитом бюджета и структурным дефицитом принято называть **циклическим дефицитом**.

**Структурный дефицит** — вычисленная разность между федеральными доходами и расходами при определенной фискальной политике и постоянно заданном уровне безработицы.

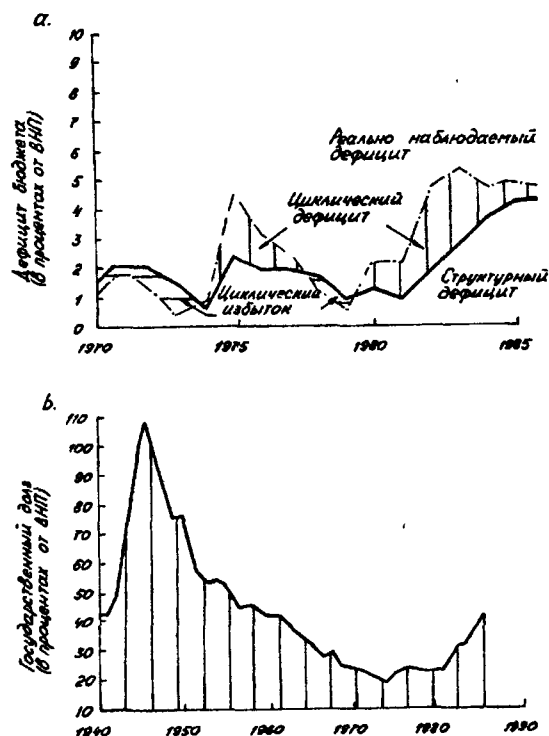
**Циклический дефицит** — разность между реально наблюдаемым дефицитом и структурным дефицитом.

Как показано на рисунке 20.6, взаимная связь между циклическим и структурным дефицитом в середине восьмидесятых годов сильно изменилась. Как и ожидалось, период восстановления после известного экономического спада 1981—1982 годов сократил циклический дефицит. В то же самое время структурный дефицит неуклонно возрастал, поскольку доходы от налогов в это время оставались приблизительно на одном уровне, тогда как затраты федерального правительства увеличивались. Часть этого увеличения приходилась на оборонные расходы, другая часть — еще большая, чем предыдущая — на рост таких правительственных программ, направленных на поддержку уровня жизни «среднего американца», как медицинское обеспечение, социальные гарантии и ряд компенсационных мероприятий в сельском хозяйстве.

В части (b) рисунка представлено изменение величины государственного долга США (также в процентах от ВВП) за последние сорок пять лет. Государственный долг — это аккумулированная сумма бюджетных дефицитов прошлых лет. Как проиллюстрировано на рисунке, государственный долг США достиг рекордного уровня в годы Второй Мировой войны; в послевоенное время темпы роста ВВП резко возрастали, так что государственный долг, исчисленный как процент ВВП, сократился, хотя число лет, сопровождавшихся наличием дефицита бюджета в этот период, превосходило число лет, давших прибыль федеральному правительству. После 1974 года государственный долг вновь начал увеличиваться, отчасти из-за роста бюджетного дефицита, отчасти из-за сокращения объема производства.

### Дефицит федерального бюджета и государственный долг

В части (а) данного рисунка представлен график изменения (в процентах от ВВП) реально наблюдавшегося дефицита бюджета в период 1970—1986 гг. (верхняя линия на графике). Нижняя линия показывает динамику изменений так называемого «структурного» дефицита, вычисленного как разность между федеральными доходами и расходами при определенной фискальной политике и заданном уровне (в нашем случае — составляющем 6%) безработицы. Разность между реально наблюдаемым дефицитом и структурным дефицитом называется циклическим дефицитом, или циклическим избытком (при превышении федеральных доходов над расходами — прим. пер). В части (б) рисунка представлена динамика изменений (в процентах от ВВП) государственного долга США в период 1940—1986 гг. Достигнув низшей точки в 1974 году, государственный долг США в последние годы несколько вырос по отношению к ВВП.



Источник: (а) U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis. (б) Office of Management and Budget.

Рис 20.6

### Насколько важен в экономической системе дефицит бюджета?

По мере того, как дефицит федерального бюджета в восьмидесятые годы начал приближаться к отметке в 200 миллиардов долларов, темпы его роста время от времени стали вызывать сильное беспокойство в деловых кругах. Некоторые из них полагали, что растущий дефицит бюджета вытесняет частные инвестиции и мешает тем самым развитию процессов восстановления и выхода из экономического спада. Другие придерживались противоположной точки зрения, считая, что рост дефицита бюджета смягчает инфляционные процессы. Более того — в начале восьмидесятых годов существовала и третья точка зрения: ряд экономистов утверждал, что стремительный рост бюджетного дефицита поддерживает высокий уровень номинальных норм процента даже при уменьшении темпов инфляции, и, кроме того, искусственно завышает обменный курс доллара на внешних валютных рынках. Каждая из отмеченных проблем произвела на свет многотомные комментарии и экономические обзоры, а также бурные многочасовые дебаты в Палате Представителей и Сенате США. Опросы общественного мнения показывают, что дефицит федерального бюджета рассматривается широкими слоями американского общества в одном ряду с такими проблемами, как наркомания, преступность, безопасность атомных электростанций — то есть источник ординарных повседневных забот рядовых избирателей.

Во второй половине восьмидесятых годов экономика США приготовилась к обширным и ужасным последствиям, гарантированными мрачными предсказаниями, связанными с ростом бюджетного дефицита. Однако дефицит бюджета сохранялся, — и при этом четвертый год шло циклическое расширение экономических процессов; темпы

### Влияние роста дефицита федерального бюджета

Точка исходного равновесия экономической системы обозначена как  $E_1$  (часть (а) рисунка, IS—LM диаграммы) и  $e_1$  (часть (б) рисунка диаграммы совокупного предложения и спроса). Рост бюджетного дефицита смещает кривую IS из положения  $IS_1$  в положение  $IS_2$ , что, в свою очередь, смещает кривую совокупного спроса из положения  $AD_1$  в положение  $AD_2$ , перемещая экономическую систему в новое положение равновесия на краткосрочных временных интервалах  $e_2$ . Рост уровня цен сдвигает кривую LM в положение  $LM_2$ , а экономическая система достигает (на IS—LM диаграмме) положения равновесия  $E_2$ , соответствующего  $e_2$ . Со временем фирмы, деловые предприятия и семейные хозяйства корректируют свои ожидания относительно уровня цен. При этом кривая совокупного предложения сдвигается в положение  $AS_2$ , а экономическая система в целом достигает положения равновесия на долгосрочных временных интервалах ( $e_3$  в части (б) и  $E_3$  в части (а) настоящего рисунка). Воздействие роста дефицита федерального бюджета можно подытожить следующим образом: на долгосрочных временных интервалах в этом случае возрастает как уровень цен, так и норма процента. Рост процентных ставок в свою очередь вызывает структурные сдвиги в общем составе выпуска продукции, уменьшая инвестиционную долю. Кроме того на краткосрочных временных интервалах наблюдается временный рост реального объема производства.

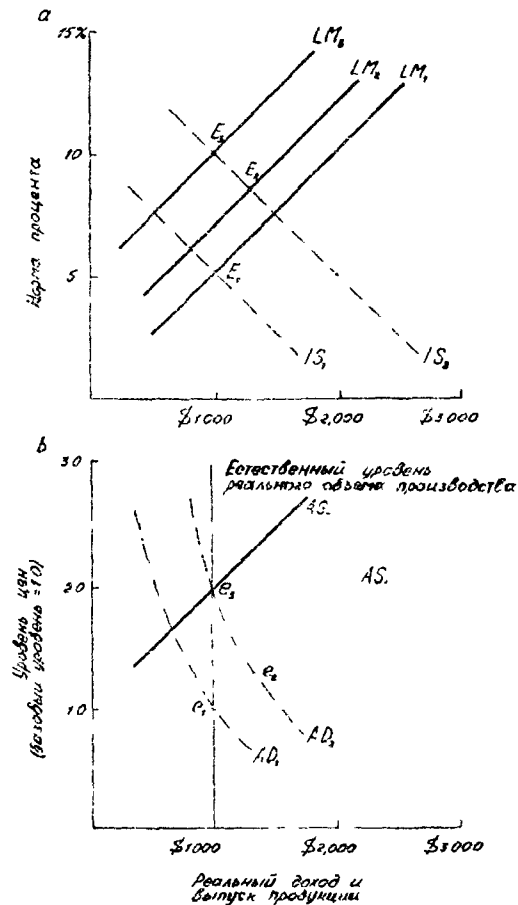


Рис 20.7

инфляции упали до самого низкого послевоенного уровня; номинальные нормы процента находились на самом низком уровне за последнее десятилетие; обменный курс доллара на внешних валютных рынках также понизился. Споры по поводу роли дефицита государственного бюджета тем не менее не утихали. Каково воздействие бюджетного дефицита на состояние экономической системы в целом? Далее мы рассмотрим несколько точек зрения на этот счет.

**Господствующая точка зрения на дефицит бюджета.** Наиболее популярной точкой зрения на этот вопрос, в той или иной форме поддерживаемой и кейнсианцами, и монетаристами, и эклектиками, является следующая: да, дефицит



федерального бюджета играет свою роль в развитии экономической системы. Этот стандартный взгляд на положение вещей проиллюстрирован в рамках IS—LM модели с гибкими ценами, знакомой нам по предыдущей главе — на рисунке 20.7.

На этом рисунке представлено влияние на экономическую систему процессов роста бюджетного дефицита, возникающего в связи с увеличением государственных закупок, уменьшения поступлений от чистых налогов или в результате комбинации обоих факторов. Считаем количество денег, находящихся в обращении, величиной постоянной. Первоначально экономическая система находится в положении равновесия (точка  $E_1$  в части (а) рисунка, определенная как место пересечения кривых  $IS_1$  и  $LM_1$ , и точке  $e_1$  в части (b) рисунка, определенная как место пересечения кривой совокупного предложения  $AS_1$  и кривой совокупного спроса  $AD_1$ ). Положим, что экспансионистская фискальная политика смещает кривую IS из положения  $IS_1$  в положение  $IS_2$ . Такой процесс вызывает рост совокупного спроса, усиленный мультипликативным эффектом воздействия. Тем самым кривая совокупного спроса сместится из положения  $AD_1$  в положение  $AD_2$ , и экономическая система в целом сдвинется к новому положению равновесия на краткосрочных временных интервалах  $e_2$ . При этом растущий уровень цен смещает кривую LM из положения  $LM_1$  в положение  $LM_2$ , и экономическая система в части (а) данного рисунка займет положение  $E_2$ , соответствующее  $e_2$ . С течением времени, по мере корректировки ожиданий хозяйственных агентов, кривая совокупного предложения смещается вверх в положение  $AS_2$ , и экономическая система возвращается к состоянию, характеризующемуся естественным уровнем реального объема производства ( $e_3$  в части (b) рисунка). При этом продолжающийся рост уровня цен смещает кривую LM до положения  $LM_3$ , приводя экономическую систему в конечное положение равновесия ( $E_3$  в части (а) рисунка).

Наш анализ приводит к следующим выводам: при прочих равных условиях рост дефицита федерального бюджета на долгосрочных временных интервалах повышает равновесные нормы процента, равно как и равновесный уровень цен. Структура объема производства претерпит следующие изменения: частные инвестиции будут замещаться либо государственными закупками (если рост дефицита вызван ростом этих последних), либо ростом потребления (если рост дефицита вызван уменьшением налогов). Хотя реальный объем производства на долгосрочных временных интервалах и возвратится к своему естественному уровню, темпы его роста несколько замедлятся в связи с уменьшением инвестиций. В переходный период — то есть до того момента, пока ожидания хозяйственных агентов полностью не скорректируются, экономическая система пройдет через период инфляции, инспирированной спросом, и временное увеличение реального объема производства.

**Точка зрения «рикардианской» школы.** Как отмечалось выше, доминирующая точка зрения на экономические процессы, связанные с ростом дефицита федерального бюджета, состоит в констатации роста равновесных реальных норм процента, что вытесняет инвестиции частного сектора, замедляет темпы экономического роста и, тем самым, «обедняет» будущие поколения. Однако, такой экономист как Роберт Барро утверждал, что рост бюджетного дефицита не обязательно в конечном итоге сведется к повышению процентных ставок. Он считает, что государственный долг подразумевает под собой его покрытие через будущие налоги. Таким образом, ожидания налогоплательщиков относительно того, что грядущее увеличение налогов уменьшит их располагаемый доход, приведут к сегодняшнему росту сбережений как защитной мере, направленной на сохранение определенного уровня жизни. Такие добавочные сбережения позволяют Государственному Казначейству реализовать свои ценные бумаги, предназначенные для покрытия бюджетного дефицита, без увеличения норм процента.

Изложенные рассуждения подразумевают, что рост государственных закупок имеет одинаковый эффект безотносительно к источникам их финансирования: путем государственных займов или посредством налогов. Барро в своих трудах прослеживает эту идею вплоть до Давида Рикардо и называет ее «теоремой эквивалентности Рикардо». Подобный взгляд характерен для представителей неоклассической школы в экономической мысли, одним из которых и является Р. Барро.

Стоит, однако, заметить, что полная и всеобъемлющая достоверность «теоремы эквивалентности Рикардо» зависит в значительной степени от целого ряда достаточно сильных допущений, таких как абсолютно рациональное предвидение будущих событий, желание принимать в расчет наряду с собственным, благосостояние будущих поколений, совершенные финансовые рынки, на которых семейные хозяйства могут получать и предоставлять ссуды на тех же условиях, что и правительственные учреждения. Если эти условия не выполняются, то следствия этой теоремы полностью не реализуются. Но даже если рост дефицита бюджета компенсируется хотя бы частично за счет изменений в сбережениях, подобный подход имеет важные практические приложения для экономической политики.

**Эмпирические данные.** Ряд статистических исследований последних лет устанавливает связь между дефицитом федерального бюджета и нормами процента. Впрочем, эти результаты были не весьма убедительны. Чаще всего результаты показывали, что значительного воздействия на рост процентных ставок с увеличением дефицита бюджета не наблюдалось, но все же эти результаты варьировались в зависимости от исследуемых периодов и

<sup>1</sup> В следующей главе мы увидим, что влияние роста процентных ставок может включать в себя также увеличение обменного курса доллара на международных валютных рынках, приток капитала из-за границы и сдвиг в сторону увеличения дефицита платежного баланса по текущим внешнеторговым операциям. — прим. авт.

применявшихся статистических методов анализа. В некоторых работах было установлено, что размер государственного долга воздействовал на нормы процента в большей степени, нежели собственно дефицит бюджета<sup>1</sup>.

Эти исследования ослабили позиции сторонников господствовавшей точки зрения на связь дефицита бюджета и процентных ставок, однако полностью не привели их к иному взгляду на положение вещей, изложенных в неоклассическом подходе. Одна из проблем большинства подобных исследований состоит в использовании официальных данных, определяющих дефицит федерального бюджета, которые в силу целого ряда причин плохо учитывают такое понятие как фискальный стимул, заложенный в основных макроэкономических моделях.

Роберт Эйснер, ведущий специалист в этой области, указал ряд недостатков официальных отчетов, а также отметил, что для макроэкономической политики наиболее важным фактором является не просто дефицит федерального бюджета, а объединенный совместно дефицит федерального бюджета вкуче с бюджетным дефицитом штатов и органов местного самоуправления<sup>2</sup>. Так, в течение последних нескольких лет превышение доходов правительств отдельных штатов и органов местного самоуправления над расходами скомпенсировало более чем четвертую часть бюджетного дефицита федерального правительства. Во-вторых, дефицит федерального бюджета должен быть скорректирован, дабы показать предельный уровень активов федерального правительства, компенсирующий рост задолженности федеральных органов. Такой вид учета бюджетного дефицита потребовал бы разработки отдельных федеральных бюджетов для капитальных вложений и текущих затрат, как это принято в органах местного самоуправления, частных фирмах и правительственных органах отдельных штатов. В-третьих, подсчет активов и пассивов федерального правительства должен учитывать инфляционные процессы. В-четвертых, необходимо отличать друг от друга циклическую и структурную компоненты бюджетного дефицита. После проведения всех этих мероприятий рекордные уровни бюджетного дефицита середины восьмидесятых годов оказываются далеко не столь внушительными, чем они выглядят в общепринятых официальных данных. Теперь вполне вероятной представляется возможность, что неуспех в обнаружении значимой статистической связи между дефицитом федерального бюджета и нормами процента обусловлен вовсе не недостатками экономической модели, а отсутствием точных критериев измерения необходимых параметров.

#### **Дефицит бюджета и общие правила проведения денежно-кредитной политики**

Обратимся теперь к вопросу о влиянии дефицита федерального бюджета на воплощение в жизнь той или иной денежно-кредитной политики. В этом аспекте сначала рассмотрим процессы, происходящие при заданном темпе роста денежной массы, что обеспечивается определенными действиями ФРС на финансовых рынках. Ранее мы наблюдали, что выбирая темп роста количества денег, находящихся в обращении, равным темпу роста естественного уровня реального объема производства на долгосрочных временных интервалах, и считая скорость обращения денег величиной постоянной, Федеральная Резервная Система не без успеха сможет поддерживать стабильный уровень цен и практически полную занятость. Теперь — включив в наше рассмотрение бюджетный дефицит — нетрудно убедиться, что его рост расстроит с течением времени стройные планы ФРС.

Вернемся снова к рисунку 20.7. Вспомним, что в наших предыдущих рассуждениях по этому поводу прирост денежной массы считался равным нулю. Но даже без всякого увеличения количества денег, находящихся в обращении, рост дефицита бюджета приведет к единовременному повышению уровня цен; это повышение связано с ростом скорости обращения денег в движении доходов, инспирированной ростом процентных ставок.

Теперь дополним наш пример, допуская трехпроцентный рост количества денег, находящихся в обращении, и аналогичный ожидаемый рост естественного уровня реального объема производства. Как и ранее, рост бюджетного дефицита в этом случае вызовет увеличение норм процента, что в свою очередь приведет к единовременному повышению уровня цен, но теперь этот механизм дополняется следующим существенным обстоятельством: более высокая норма процента уменьшит уровень инвестиций, что замедлит рост естественного уровня реального объема производства. В этих условиях поддержка заданного темпа роста денежной массы приведет к тому, что уровень цен будет продолжать расти и после первоначального скачка, причем темпы его роста на долгосрочных временных интервалах определяются разницей между темпами роста денежной массы и естественного уровня реального объема производства.

Дабы избежать воспоследующих за этим инфляционных процессов, вызванных дефицитом федерального бюджета, ФРС приходится действовать в ином русле. Например — как это ранее указывалось в настоящей главе — Федеральная Резервная Система может избрать в качестве цели непосредственно контроль за постоянством уровня цен. В этом случае единственным способом борьбы с единовременными и необратимыми последствиями роста бюджетного дефицита явится прямо противоположное, единовременное и необратимое, сокращение количества денег, находящихся в обращении. Эта мера скомпенсирует рост скорости обращения денег, связанной с вызванным бюджетным дефицитом повышением процентных ставок. Тогда воздействие дефицита федерального бюджета на номинальный национальный доход сведется к нулю, что удержит совокупный спрос в его первоначальном виде, и, таким образом, ни реальный объем производства, ни уровень цен не возрастут даже на краткосрочных временных интервалах. Для обеспечения стабильности уровня цен на долгосрочных временных ин-

<sup>1</sup> James R. Barth, George Iden, Frank S. Russek „Do Federal Deficits Really Matter?“ *Contemporary Policy Issues*, 1984—1985, pp. 79—95.

<sup>2</sup> Robert Eisner „Which Budget Deficit?“ *American Economic Review*, May, 1984 pp. 138—143

тервалах темпы роста денежной массы и номинального национального дохода придется искусственно занижать, чтобы скомпенсировать любое возможное падение темпов роста естественного уровня реального объема производства.

Таким образом, правильно выбранная денежно-кредитная политика теоретически может «изолировать» уровень цен от воздействия дефицита федерального бюджета. Следует подчеркнуть, что в реальной практической жизни проведение требуемых денежно-кредитных корректировок сталкивается с ранее обсужденными проблемами: рядом допущений в экономических моделях, задержками реакции экономической системы на соответствующие мероприятия и ошибками в экономическом прогнозе, что делает предыдущие выводы весьма иллюзорными.

### **Дефицит бюджета и гибкая денежно-кредитная политика**

Предшествовавшее обсуждение денежно-кредитных мероприятий и их связи с дефицитом бюджета базировалось на независимости денежной массы, находящейся в обращении, от существующих норм процента. Эта ситуация (рассмотренная ранее в главе 16) представляется вертикальной кривой предложения денег. При таком жестком денежно-кредитном режиме, все действия «свободной» денежно-кредитной политики (равно как и любое изменение количества денег, находящихся в обращении) — суть сдвига вертикальной кривой предложения денег.

Однако, как указывалось в главе 16, вертикальная кривая предложения денег далеко не точно характеризует денежно-кредитные мероприятия ФРС в период после Второй Мировой войны, — в это время Федеральная Резервная Система проводила денежно-кредитную политику, которая — в большей или меньшей степени — являлась по крайней мере частично гибкой. Как показано на рисунке 20.1, гибкая денежно-кредитная политика уменьшает угол наклона кривой LM к оси абсцисс. Это, в свою очередь, усиливает реакцию изменения кривой IS, вызванную новыми обстоятельствами в налогово-бюджетном (фискальном) регулировании. Кроме того, усиливается «чувствительность» положения кривой совокупного спроса на любые изменения фискального характера, и, следовательно, увеличивается воздействие на уровень цен на долгосрочных временных интервалах.

В принципе можно было бы утверждать, что оперируя с наклонной кривой предложения денег, характеризующей гибкую денежно-кредитную политику, стабилизационные мероприятия вполне укладывались бы в краткосрочные временные рамки. Например, ФРС, преследуя постоянство уровня независимых резервов как тактическую цель, могло бы придерживаться промежуточной цели, базирующейся на постоянстве темпов роста денежной массы или номинального ВНП. При этих обстоятельствах экспансионистская фискальная политика увеличила бы существующие нормы процента, возрос бы уровень резервов, полученных путем займа, экономическая система в целом продвинулась бы вверх-вправо вдоль наклонной кривой предложения денег, а количество денег, находящихся в обращении, или уровень номинального ВНП поднялись бы выше уровня, запланированного промежуточной целью. Однако, чтобы вернуться к их намеченным пределам роста, ФРС будет достаточно лишь несколько понизить уровень независимых резервов, заданный тактической целью. Такие действия несколько сдвинут влево наклонную кривую предложения денег. В этом случае экспансионистские мероприятия фискального характера на среднесрочных временных интервалах не окажут более сильного воздействия на экономическую систему, чем в ранее рассмотренном примере, подразумевающим независимость денежной массы от существующих процентных ставок (то есть описываемом вертикальной кривой предложения денег).

### **Сеньораж (прибыль от «чеканки», seigniorage)**

Вопрос стыковки и приспособления друг к другу различных мероприятий денежно-кредитного и налогово-бюджетного характера приводит нас к еще одному аспекту их взаимной связи, о котором ранее мы не упоминали. В экономической системе с фиксированным количеством денег, находящихся в обращении, правительственные органы располагают лишь двумя способами изыскать необходимые средства для оплаты своих затрат: налогообложение и займы. Учитывая, что можно увеличивать денежную массу, возникает и третий источник денежных средств — собственное производство денег или «сеньораж».

**Механизм действия «сеньоража».** Этот термин имеет долгую историю и восходит в средние века. В это время золотые и серебряные монеты являлись основным видом денег. Тогда любой гражданин мог принести соответствующее количество серебра или золота — будь то слитки, подсвечники или любая другая утварь — в королевское казначейство, попросить переплавить его и отчеканить монету, выделив казначейству некую толику в виде пошлины за эту процедуру. Эта пошлина, то есть прибыль казначейства, полученная за чеканку монеты, и называлась «сеньораж».

Со временем какой-то сметливый государственный чиновник сообразил, что прибыль от чеканки монет будет куда как больше, если казначейство вместо звонкой монеты начнет выпускать бумажные деньги, очень дешевые в изготовлении, так как сырье для их производства произрастает повсеместно, чего не скажешь о золотых дублонах. Правительство в свою очередь убеждало людей принимать к платежам бумажные деньги по их номинальной стоимости, обещая обменять их по первому требованию на драгоценные металлы, несмотря на то, что общая стоимость выпущенных в обращение бумажных денег могла превысить стоимость драгоценных металлов, хранящихся в подвалах казначейства. Такой метод получения средств стал особенно популярен в военное время. В США таким образом Континентальный Конгресс финансировал Войну за Независимость (1775—1783 гг.), а во время Гражданской войны Севера и Юга обе враждующие стороны поддерживали свои армии именно таким способом.

Сегодня — под контролем Федеральной Резервной Системы — «сеньораж» более не принимает формы слепого печатания денег. Ныне он функционирует посредством создания резервов коммерческих банков. Рассмотрим следующую гипотетическую финансовую операцию. Государственному Казначейству необходимо 100 миллионов долларов на оплату правительственных расходов на содержание государственных служащих за две недели. Государственное Казначейство печатает на 100 миллионов казначейских векселей и продает их Федеральной Резервной Системе, ФРС расплачивается за векселя, размещая соответствующий кредит на счет Казначейства. Казначейство для расчетов с персоналом выписывает чеки на этот счет, а суммы, полученные в качестве оплаты, их владельцы затем вкладывают в коммерческие банки. По окончании процесса клиринга чеков выясняется, что 100 миллионов долларов дебиторской задолженности размещено на счету казначейства в ФРС, и, в свою очередь, предоставлено в качестве кредита резервам коммерческих банков. В итоге Казначейство получило 100 миллионов долларов для расчетов с государственными служащими, ни на цент не повысив налоги и не занимая ни гроша у населения. Источник этих средств — механизм «сеньоража» в процессе производства 100 миллионов долларов новых банковских резервов.

На практике Федеральной Резервной Системе запрещено покупать вновь выпущенные ценные бумаги прямо из Государственного Казначейства. Это слишком бы отдавало «инфляционным духом». Однако Федеральная Резервная Система вкупе с Казначейством способны объединиться, чтобы получить прибыль путем «сеньоража». В несколько измененном виде это мероприятие выглядит так: Казначейство выпускает векселей на 100 миллионов долларов, но продает их всем желающим; одновременно ФРС на открытом рынке ценных бумаг проводит закупку ранее выпущенных ценных бумаг на ту же сумму. В результате общие резервы, равно как и портфель ценных бумаг ФРС, расширяются на 100 миллионов долларов. В этом случае Государственное Казначейство прибегло к помощи займа у населения, но в реальном исчислении никакого займа на самом деле не существует — так как изменения в количестве ценных бумаг на руках у населения не произошло. В конечном итоге всякий раз при проведении гибкой или частично гибкой денежно-кредитной политики ФРС, правительство для финансирования собственных нужд изыскивает средства, привлекая механизм «сеньоража».

### Монетизация и устойчивость дефицита бюджета

Новые банковские резервы, созданные в процессе «сеньоража», становятся основой многократного расширения количества денег, находящихся в обращении. По этой причине операции на открытом рынке, компенсирующие займы Государственного Казначейства, часто называются **монетизацией дефицита**. Незначительный объем подобных сделок не обязательно несет с собой пагубные последствия, — мы уже видели, что постоянное умеренное расширение денежной массы абсолютно совместимо со стабильностью уровня цен на долгосрочных временных интервалах. Но если правительственные органы чрезмерно полагаются на инструмент «сеньоража» как средства оплаты своих счетов, количество денег, находящихся в обращении, будет расти слишком быстрыми темпами, порождая инфляцию.

Казалось бы, избежать излишней монетизации дефицита несложно: Федеральной Резервной Системе достаточно один раз сказать «нет» в ответ на просьбы Казначейства о вспомоществовании. В последние годы, однако, экономисты отметили ряд новых сложностей в этой проблеме. Выяснилось, что по достижении определенного критического уровня бюджетного дефицита его дальнейший рост принимает взрывообразный характер, и никакие «сверхмеры» фискального характера уже не способны остановить этот процесс. В этом случае у ФРС в распоряжении не останется иных средств, кроме дальнейшей монетизации дефицита.

Это обстоятельство становится весьма тревожным, если учесть рост федеральных затрат, уходящих на выплату процентов по государственному долгу. Доля выплат по процентам государственного долга в период с 1978 по 1985

год выросла с 7% до 14% от общей суммы затрат федеральных правительственных органов. Если этот процесс продолжится, то может сложиться ситуация, в которой объем вновь привлекаемых займов с целью обслуживания выплат по процентам государственного долга станет настолько значительным, что сам государственный долг возрастет относительно ВНП практически беспредельно. «Спусковым механизмом» подобного развития экономической системы считается такое положение вещей, когда реальная норма процента применительно к федеральным налогам превысит темпы

роста реального ВНП на долгосрочных временных интервалах<sup>1</sup>.

В конечном итоге государственный долг возрастает до такой степени, что превышает совокупные финансовые активы всех вместе взятых фирм, деловых предприятий и семейных хозяйств. В этом положении (а на практике достаточно заблаговременно) никто, ни один хозяйственный агент, не захочет или не сможет купить ценные бумаги, которые продает Казначейство для покрытия бюджетного дефицита. Единственный способ поддержать рынок ценных бумаг федерального правительства состоит в их немедленной покупке Федеральной Резервной Системой

**Монетизация дефицита** — создание денег путем проведения покупок на открытом рынке ценных бумаг, предпринятых для компенсации займов Государственного Казначейства, размещенных для покрытия правительственных затрат.

<sup>1</sup> Thomas J. Sargent and Neil Wallace „Some Unpleasant Monetarist Arithmetic“ „Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review“ Fall 1981, pp. 1—17.

посредством операций на открытом рынке. Это ведет к бесконечному и неконтрольному росту количества денег, находящихся в обращении и, следовательно, гиперинфляции. Увы, приведенные рассуждения несут не только абстрактный характер. Дефицит бюджета, «съедавший» значительную часть ВВП, играл заметную роль в гиперинфляционных процессах, поразивших в 20 веке многие страны.

### Выводы

Основной вывод наших рассуждений состоит в том, что денежно-кредитная политика не может быть абсолютно независимой по отношению к налогово-бюджетным (фискальным) мероприятиям. Традиционный анализ в рамках IS-LM экономической модели указывает, что колебания федерального бюджета от его дефицита до образования излишков и обратно на долгосрочных временных интервалах влияют на уровень цен, а также на уровень цен и реальный объем производства на интервалах краткосрочных. Последнее объясняется эффектами воздействия дефицита бюджета на процентные ставки и скорость обращения денег. ФРС может попытаться компенсировать или ослабить негативные последствия, вызванные к жизни этими процессами, путем проведения «свободной» денежно-кредитной политики, однако это затруднено наличием задержек в реакции экономической системы на приходящие изменения и ошибками в экономическом прогнозе.

В период после Второй Мировой войны в реальной практической деятельности ФРС никогда не старалась полностью компенсировать макроэкономические эффекты, возникающие при проведении определенных налогово-бюджетных мероприятий, а вместо этого — в большей или меньшей степени — смягчала их последствия. Такие действия вероятнее всего лишь усилили меры фискальной политики, и, очевидно, способствовали удвоению инфляции в конце семидесятых годов. В восьмидесятые годы пересмотр денежно-кредитного курса и вызванный этим отказ полностью обслуживать растущие фискальные стимулы позволил резко снизить темпы инфляции.

К моменту написания этой книги экономисты расходились во взглядах на будущее экономической системы. Некоторые из них в своем прогнозе исходят из предположения, что значительный бюджетный дефицит последних лет не возымел разрушительных последствий для экономической системы. На самом деле неоднозначные эмпирические данные допускают весьма разнообразную трактовку самого факта наличия значительного бюджетного дефицита. Другие экономисты не столь жизнерадостны в своих ожиданиях. По их мнению, вполне успешно складывающиеся дела на краткосрочных временных интервалах не дают оснований для оптимизма. Они считают значительный бюджетный дефицит своего рода бомбой замедленного действия, которая рано или поздно взорвется, сокрушая экономическую систему вынужденной монетизацией государственного долга и гиперинфляцией. Единственная их надежда на долгосрочную денежно-кредитную стабильность состоит в возвращении к строгой налогово-бюджетной дисциплине. Эта дисциплина должна по крайней мере означать сбалансированность федерального бюджета по фазам делового цикла.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Общие цели денежно-кредитной политики во временном масштабе образуют некую иерархию. **Тактические цели** применимы в каждодневных операциях на открытом рынке ценных бумаг. **Промежуточные цели** простираются на временные интервалы, равные году или около года, и контролируют значения таких ключевых параметров экономической системы, как, например, количество денег, находящихся в обращении. Как тактические, так и промежуточные цели денежно-кредитной политики по необходимости корректируются, что обеспечивает выполнение долгосрочных экономических задач, — стабильности цен, достижения уровня полной занятости и роста реального объема производства.

2. Достижение экономического роста при сохранении неизменного уровня цен и естественного уровня безработицы требует одновременного с ростом естественного уровня реального объема производства увеличения совокупного спроса (что графически интерпретируется сдвигом кривой совокупного спроса, соответствующим темпу роста естественного уровня реального объема производства). При постоянной скорости обращения денег и постоянстве роста естественного уровня реального объема производства такие условия достижимы под эгидой промежуточной цели, преследующей постоянства темпов роста денежной массы. Дабы избежать вероятного дисбаланса рассмотренных процессов, вызванного изменением скорости обращения денег, ряд экономистов выдвигают в качестве стабилизационной меры промежуточную цель, преследующую постоянство темпов роста номинального объема производства; сторонники иной точки зрения предлагают использовать постоянство уровня цен в качестве альтернативной промежуточной цели.

3. Денежно-кредитная политика оказывает свое воздействие на экономическую систему с некоторым запаздыванием. Ряд экспертов полагает, что изменение темпов роста денежной массы скажется на темпах роста реального объема производства лишь спустя 3—12 месяцев, а аналогичный эффект воздействия на уровень цен возымеет свое действие не ранее 2—3 лет. Это означает, что использование денежно-кредитных мероприятий для компенсации резких нарушений функционирования экономической системы (например, изменения скорости обращения денег или шоков предложения) необходимо проводить заранее, — по крайней мере за несколько месяцев, — основываясь на экономических прогнозах. Необходимо учесть, что мероприятия денежно-кредитной политики, основанные на ошибочных прогнозах, способны нанести гораздо больше вреда, чем пользы.

4. Монетаристы, а также ряд сторонников неоклассического подхода и независимых экономистов, считают, что

любые мероприятия Федеральной Резервной Системы, должны управляться денежно-кредитной конституцией — неким сводом заранее определенных и практически неизменных правил. Сторонники такой точки зрения полагают, что свод регламентирующих денежно-кредитную политику правил поможет стабилизировать экономику, закладывая базовую основу для ожиданий хозяйственных агентов. Более того, по их мнению «свободная» денежно-кредитная политика ввиду ошибок в экономических прогнозах и задержек в реакции экономической системы на происходящие изменения будет вносить в экономику лишь дестабилизационные мотивы. Официальные лица ФРС и некоторые эксперты не разделяют эти взгляды, считая осторожные и верные корректировки денежно-кредитной политики в процессе ее проведения в жизнь средством частично скомпенсировать негативные последствия резких нарушений функционирования экономической системы и, таким образом, обеспечить стабильности цен, экономического роста и полную занятость.

5. Стандартная IS—LM экономическая модель предполагает, что рост бюджетного дефицита при прочих равных условиях будет повышать равновесный уровень норм процента и снижать темпы экономического роста, одновременно внося структурные изменения в объем производства, и вытесняя из него некую долю инвестиций. На краткосрочных временных интервалах увеличение дефицита бюджета вероятно будет стимулировать рост реального объема производства; кроме того на долгосрочных временных интервалах этот процесс вызовет повышение равновесного уровня цен. Однако ряд эмпирических исследований, посвященных анализу изменений дефицита федерального бюджета США, не дают гарантированных оснований полагать, что события в экономической системе развиваются именно таким образом.

6. При проведении в жизнь гибкой денежно-кредитной политики ФРС осуществляет закупки на открытом рынке ценных бумаг, а Государственное Казначейство в это время прибегает к помощи займов, продавая вновь выпускаемые ценные бумаги федерального правительства населению. В данном случае действует механизм, аналогичный прямой продаже ценных бумаг федерального правительства банкам ФРС. При этом резервы банковской системы растут, а Казначейство изыскивает денежные средства путем «сеньоража», не повышая налогов. Этот процесс известен также как монетизация дефицита. Избыточная монетизация дефицита федерального бюджета — это классическая причина инфляции.

### Термины для повторения

|   |                                   |
|---|-----------------------------------|
| Тактическая цель                              | Денежно-кредитная конституция     |
| Промежуточная цель                            | Проблема временных несоответствий |
| Спад темпов роста                             | Структурный дефицит               |
| «Концепция предложения» в экономической мысли | Циклический дефицит               |
|   | Монетизация дефицита              |

### Вопросы для повторения

1. Приведите примеры тактических целей, промежуточных целей и конечных задач денежно-кредитной политики.
2. Перечислите обстоятельства, при которых постоянство темпов роста количества денег, находящихся в обращении, не может обеспечить стабильность уровня цен.
3. Приведите пример ошибочного прогноза, который может заставить ФРС предпринять ряд денежно-кредитных мероприятий, не способствующих стабилизации экономической системы.
4. Почему неоклассики считают, что проблема временных несоответствий является потенциальным источником возникновения в экономике инфляционных процессов?
5. В рамках IS—LM модели с гибкими ценами при прочих равных условиях покажите, каково влияние роста дефицита федерального бюджета на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах на такие экономические параметры как: реальный объем производства, уровень цен, нормы процента, темпы роста естественного уровня объема производства и структуру выпуска национального продукта.
6. Объясните механизм действия «сеньоража» для экономической системы, в которой основной формой денег является: а) золотые монеты; б) бумажные деньги, выпущенные казначейством; в) вклады до востребования в коммерческих банках.

### Темы для обсуждения

1. Используя рисунок 19.7 в качестве базовой модели, покажите, что кривая совокупного спроса приближается к вертикали, по мере того как кривая совокупного предложения приближается к горизонтали. Поясните, почему при включении в рассмотрение эффекта реальных кассовых остатков, кривая совокупного спроса приобретает отрицательный наклон, даже при горизонтальной кривой предложения денег?
2. На рисунке 20.3 экономическая система в положении  $E_2$  проходит стадию спада темпов экономического роста. В рассматриваемом случае количество денег, находящихся в обращении, растет не так быстро, как естественный уровень реального объема производства. Если рост естественного уровня реального объема производства в дли-

тельный период составляет 3 процента в год, а денежная масса при этом растет только на 2 процента, будет ли экономическая система в течение этого времени постоянно оставаться в стадии спада темпов экономического роста? Какова вероятная корректировка ожиданий хозяйственных агентов на долгосрочных временных интервалах? Представьте рассматриваемый процесс в рамках графической модели совокупного спроса и совокупного предложения.

3. Еще раз проработайте пример, приведенный на рисунке 20.4, в рамках IS—LM модели с гибкими ценами. Покажите, что при любой заданной форме кривой LM, реальный объем производства на краткосрочных временных интервалах в ответ на смещение кривой IS уменьшается в меньшей степени, нежели это происходит при рассмотрении IS—LM модели с фиксированным уровнем цен.

4. Ниже приводится цитата из работы Дж. Тобина «Денежно-кредитная политика: ее правила, цели и резкие изменения».

«Свод простых постоянных правил денежно-кредитной политики зачастую находит поддержку и понимание на том основании, что эти правила минимизируют риск. Экономисты и эксперты банковского дела скорее всего обладают далеко не полными знаниями об эффектах денежно-кредитных мероприятий, силе их влияния, временных масштабах воздействия и, более того, их вероятном направлении. Равновероятно, что любые мероприятия принесут как пользу, так и вред экономической системе. Точная настройка экономики способна дестабилизировать ситуацию с тем же успехом, что и достичь стабильности... Самое безопасное в данной ситуации — не предпринимать никаких кардинальных шагов... Не ошибается тот, кто ничего не делает...».

«Однако это волшебное «ничегонеделанье» определено весьма нечетко. Сами по себе правила проведения определенной экономической политики подразумевают достижение промежуточных целей денежно-кредитной политики путем приспособления соответствующих инструментов ее претворения в жизнь».

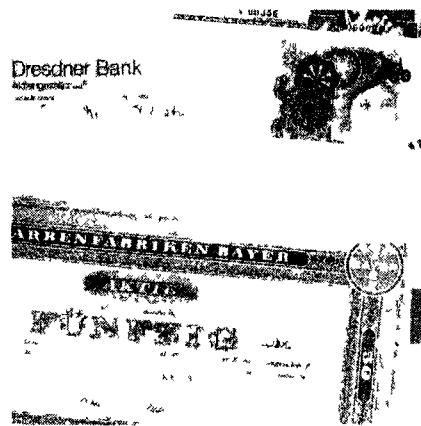
Прокомментируйте приведенное высказывание в свете проблем и вопросов, поднятых в настоящей главе, и дискуссии о центральных эмиссионных банках (главы 12 и 13). Каково по вашему мнению наилучшее воплощение идеи «пассивного наблюдения» (Doing nothing) — поддержка на постоянном уровне общих суммарных резервов банковской системы; суммарной денежной базы; параметра M1; темпов роста параметра M1; темпов роста номинального объема производства; уровня цен?

5. С помощью диаграммы, аналогичной приведенной на рисунке 20.7, покажите как экономическая система реагирует на уменьшение дефицита федерального бюджета (при прочих равных условиях, включая постоянство количества денег, находящихся в обращении). Какие меры денежно-кредитной политики (если они вообще возможны) должна предпринять Федеральная Резервная Система, чтобы предотвратить воздействие дефицита федерального бюджета на уровень цен? Предотвратят ли эти меры структурные изменения в объеме производства?





# Часть V



## ДЕНЬГИ И МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА

**Часть V**

**ДЕНЬГИ И МИРОВАЯ  
ЭКОНОМИКА**

## **ВНЕШНИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ**

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Определить основных участников операций на внешних валютных рынках и соответствующие институты, посредством которых эти операции осуществляются.**
- 2. Объяснить взаимную связь между различными типами внешнеторговых сделок, включая как общепринятый обмен товарами и услугами, так и транснациональные финансовые операции в рамках стандартных представлений бухгалтерского учета.**
- 3. Использовать экономическую модель анализа спроса и предложения для определения степени воздействия международной торговли товарами и услугами на обменный курс валют.**
- 4. Объяснить, каким образом текущие валютные обменные курсы, ожидаемые валютные обменные курсы и реальные нормы процента определяют спрос на иностранную валюту.**
- 5. Использовать экономическую модель анализа спроса и предложения, чтобы выяснить каким образом обменные курсы влияют на транснациональные финансовые операции.**
- 6. Объяснить разницу между краткосрочными и долгосрочными последствиями изменений валютных обменных курсов.**

В главах этой части книги мы расширим наш анализ роли денег в экономической системе, интегрируя в него разнообразные аспекты торговой деятельности с другими странами. Таким образом, мы переходим от рассмотрения замкнутой экономической системы к открытой экономической системе. В замкнутой экономической системе все деловые операции и сделки происходят внутри одной страны, а расчеты по ним производятся в валюте этой страны (в Соединенных Штатах — в долларах). Открытая экономическая система, кроме перечисленного, включает в себя международные внешнеэкономические связи, расчеты по которым требуют использования иностранной валюты.

**Замкнутая экономическая система** — экономическая система, в которой все деловые операции и сделки происходят внутри одной страны, а расчеты по ним производятся в валюте этой страны.

**Открытая экономическая система** — экономическая система, в которой наряду с деловыми операциями внутри страны включены международные внешнеэкономические связи, а расчеты по ним требуют использования иностранных валют.

**Внешние валютные рынки** — финансовые рынки, на которых осуществляется международная торговля и обмен иностранных валют.

Рассмотрим типичную транснациональную торговую операцию. Партия японских проигрывателей компакт-дисков закупается американским универсамом для продажи в США. В этом случае покупатель хочет заплатить за товар долларами, но продавцу потребны японские цены для расчетов с рабочими и поставщиками. Таким образом, реализация этой сделки требует обмена одной валюты на другую (долларов на иены), аналогично обмену товара на деньги. Возьмем другой пример. Некий инвестор из США пожелал купить акции какой-то британской фирмы. Чтобы совершить эту покупку, вкладчику средств придется обменять доллары на английские фунты, в которых исчисляется цена акций британских корпораций.

Настоящая глава рассматривает **внешние валютные рынки**, на которых осуществляется международная торговля и обмен иностранных валют. Кроме того, в ней обсуждаются причины изменений обменных курсов различных валют друг относительно друга. В последней главе книги анализ состояния внешних валютных рынков будет распространен на взаимодействие международной и внутренней денежно-кредитной политики.

## ОРГАНИЗАЦИЯ ВНЕШНЕГО ВАЛЮТНОГО РЫНКА

Внешний валютный рынок — это самый большой финансовый рынок в мире. Каждый день на нем происходят сделки на десятки и даже сотни миллиардов долларов. Внешний валютный рынок отнюдь не централизованное мероприятие, он действует через ряд многочисленных учреждений, а участвующие в рыночном процессе дилеры и брокеры связываются друг с другом посредством телексов, телефонов и телефаксов. Наиболее крупные центры подобных предприятий — это Лондон, Нью-Йорк, Франкфурт-на-Майне и Токио. Однако существует и целый ряд других центров помельче.

### Институты внешнего валютного рынка

Основные участники торговых сделок на внешнем валютном рынке — это крупные коммерческие банки, во многих случаях выполняющие функции дилеров в рыночном процессе. В этом качестве они «поддерживают позицию» двух или более валют, то есть обладают вкладами, выраженными в этих валютах. Например, «Чейз Манхеттен Банк» имеет отделения в Лондоне и Нью-Йорке. Отделение в Нью-Йорке располагает депозитами в фунтах стерлингов в лондонском отделении, а отделение в Лондоне — депозитами в долларах в нью-йоркском. Каждое из этих отделений может предоставить вкладчику иностранную валюту в обмен на местный вклад. На осуществлении этой операции банк получает прибыль как дилер, продавая иностранную валюту по «цене продавца», которая немного выше «цены покупателя» — по которой банк приобретает валюту. Конкуренция между банками удерживает разрыв между «ценой покупателя» и «ценой продавца» на уровне 1% для больших международных деловых операций.

Иногда коммерческие банки выступают в роли брокеров. В этом качестве они не «поддерживают позицию» по определенным валютам, но только сводят вместе продавцов и покупателей. Так, например, какая-либо английская фирма может попросить Лондонский банк выступить в роли брокера при необходимой ей организации обмена долларов на центы.

Кроме коммерческих банков на внешнем валютном рынке существует небольшое количество небанковских дилеров и брокеров. Коммерческие банки используют независимых брокеров как посредников при заключении значительных оптовых сделок между собой. Например, «Чейз Манхеттен Банк» в один прекрасный день обнаруживает, что в результате его дилерской деятельности в его распоряжении оказалось больше немецких марок, чем того хотелось бы его управляющим. В этой ситуации «Чейз Манхеттен Банк» скорее всего обратится к услугам брокера, который подберет подходящего партнера для осуществления обмена. Скорее всего, это будет другой коммерческий банк, который пожелает получить немецкие марки в обмен на доллары.

### Средства обмена

**Телеграфные переводы.** Телеграфные переводы являются основным способом проведения международных обменных операций. Предположим, что некая американская компания продала сети розничных магазинов в Вели-

кобритании партию медикаментов, оцениваемую в 1.000 долларов. Банк, на который замыкаются операции этой компании,— это коммерческий банк в Нью-Йорке. Этот нью-йоркский банк пошлет телеграфное сообщение Лондонскому банку британской сети розничной торговли, сообщая ему о необходимости поместить 1.000 долларов на банковский счет нью-йоркского банка в его лондонском отделении. После этого банк Нью-Йорка предоставляет поставщику кредит на эквивалентную сумму в долларах. Перевод денежных средств с помощью телеграфа обычно осуществляется на первый или второй день, следующий за покупкой или продажей.

**Переводные векселя.** Существует второе, несколько более сложное, средство обмена, основанное на финансовом документе известном как **переводный вексель**. В случае продажи партии медикаментов, подобная операция может быть организована следующим образом. Во-первых, британская торговая фирма получит в своем банке кредитное письмо (*letter of credit*) и перешлет его американской фирме — поставщику медикаментов. Получение этого документа обяжет экспортера выписать переводной вексель на британский банк. Этот переводной вексель — суть распоряжение, подобное банковскому чеку, которое подразумевает, что банк обязан заплатить экспортеру определенное количество денег (в нашем случае — в английских фунтах стерлингов). Экспортер может затем продать этот вексель коммерческому банку, получив взамен эквивалентное количество долларов. Когда по этому векселю будет уплачено, коммерческий банк получит платеж в фунтах стерлингов.

Переводной вексель может быть оплачен немедленно, или в определенный момент в будущем,— например через 30, 60 или 90 дней спустя. Если экспортер выписывает вексель, подлежащий оплате через 90 дней, а наличные средства нужны ему немедленно, он может снова обратиться за помощью в коммерческий банк. В этом случае коммерческий банк приобретет вексель с учетом дисконтной ставки, которая отражает преобладающую норму процента. В этот момент, например, если краткосрочная рыночная процентная ставка равна 12% годовых, или 3% за 90 дней, то коммерческий банк заплатит по 970 долларов за каждую 1.000 долларов номинальной стоимости 90-дневного векселя. После истечения срока векселя, коммерческий банк может потребовать его полной оплаты.

Если коммерческий банк, выкупив вексель, не хочет держать его полные 90 дней, он может предпринять следующий шаг. Этот банк может связаться с британским банком, на который выписан вексель и затребовать подтверждение, что данный вексель будет оплачен в срок. По получении подтверждения вексель помечается как «акцептованный вексель» и становится банковским акцептом, который может быть реализован на открытом рынке ценных бумаг, во многом аналогичным образом как иные краткосрочные ценные бумаги — казначейские векселя федерального правительства, коммерческие ценные бумаги и т. д.

**Переводный вексель** — распоряжение, которое требует со стороны импортера или банка, представляющего импортера, заплатить определенное количество денег в оговоренной валюте экспортеру.

**Валюта и дорожные чеки.** Кроме телеграфных переводов и переводных векселей небольшая доля финансовых операций на международных рынках обеспечивается собственно валютой и дорожными чеками. Предположим, что вы собрались во Францию. Вы можете обратиться к дилеру, специализирующемуся на торговле иностранной валютой, или в ваш банк и обменять валюту США на французскую. Банк или дилер от этой операции получает прибыль за счет разницы в «цене продавца» и «цене покупателя», во многом по своему характеру схожей с извлечением прибыли при совершении значительных сделок, требующих обмена банковскими вкладами. Однако при совершении небольших валютных операций такого рода разрыв в цене покупателя и продавца составляет в среднем 4-5%, а не доли процента, как это принято при осуществлении больших финансовых операций на международных валютных рынках.

Туристы и путешественники считают, что дорожные чеки более безопасны, чем валюта. Отправляясь во Францию, вы можете приобрести дорожные чеки, деноминированные либо в долларах, либо во франках, в коммерческом банке или в компании типа «Американ Экспресс». Владелец французского отеля, который берет дорожные чеки компании «Американ Экспресс» в виде платы за услуги, депонирует их в местном банке, получая кредит во франках независимо от того, в какой валюте исчислена стоимость чека. Французский банк затем получит доллары или соответствующее количество франков у «Американ Экспресс».

## Обменный валютный курс

Диллеры и брокеры на внешних валютных рынках располагают непрерывной, можно сказать даже сиюминутной, информацией о любых изменениях обменных валютных курсов. Другие хозяйственные агенты, чья потребность в этих зданиях не столь оперативна, могут почерпнуть соответствующую информацию в разделе финансовой хроники основных дневных газет. Пример такого сообщения приведен на рисунке 21.1.

Курсы большинства валют даются за два предыдущих торговых дня. Эти курсы представлены обычно двумя способами: как число долларов, необходимых для приобретения одной единицы иностранной валюты и как число единиц иностранной валюты, необходимое для приобретения одного доллара США. Например, в четверг, 29 января 1987 года, курс английского фунта стерлингов составлял 1,5380 доллара США за один фунт, или, что равносильно, 0,6502 фунта стерлингов за один доллар США.

**Биржевая котировка курсов иностранных валют**

Обменные валютные курсы постоянно меняются, что представляет собой реакцию на изменение условий спроса и предложения. В предлагаемой ниже таблице воспроизведена типичная ежедневная биржевая котировка курсов иностранных валют. Обычно представляются курсы за два последних торговых дня. Курсы приводятся как в цене американского доллара за единицу иностранной валюты, так и в цене иностранной валюты за один доллар США. Курсы основных валют, таких как английский фунт стерлингов и канадский доллар даются как обменный курс по кассовым операциям (для немедленных сделок), так и обменный курс по срочным операциям (для заключения сделок через 30, 60 или 90 дней).

**ВАЛЮТНЫЙ КУРС**

Четверг, 29 января, 1987 год

| Страна                  | Цена доллара США за единицу валюты |          | Цена иностранной валюты за один доллар США |        |
|-------------------------|------------------------------------|----------|--|--------|
|                         | Четверг                            | Среда    | Четверг                                    | Среда  |
| Австралия (доллар)      | 0,6618                             | 0,6612   | 1,511                                      | 1,5124 |
| Австрия (шиллинг)       | 0,07943                            | 0,08032  | 12,59                                      | 12,45  |
| Бельгия (франк)         | 0,02703                            | 0,02703  | 37,00                                      | 37,00  |
| Бразилия (крузадо)      | 0,6112                             | 0,6146   | 16,36                                      | 16,27  |
| Великобритания (фунт)   | 1,5380                             | 1,5400   | 0,6502                                     | 0,6494 |
| 30- дневный курс        | 1,5321                             | 1,5345   | 0,6581                                     | 0,6568 |
| 90- дневный курс        | 1,5195                             | 1,5225   | 0,6581                                     | 0,6568 |
| 180- дневный курс       | 1,5036                             | 1,5066   | 0,6651                                     | 0,6637 |
| Канада (доллар)         | 0,7457                             | 0,7469   | 1,3411                                     | 1,3388 |
| 30- дневный курс        | 0,7448                             | 0,7462   | 1,3426                                     | 1,3402 |
| 90- дневный курс        | 0,7433                             | 0,7447   | 1,3453                                     | 1,3428 |
| 180- дневный курс       | 0,7408                             | 0,7425   | 1,3499                                     | 1,3468 |
| Чили (официальный курс) | 0,004927                           | 0,004927 | 202,96                                     | 202,96 |
| Китай (юань)            | 0,2687                             | 0,2687   | 3,722                                      | 3,722  |
| Колумбия (песо)         | 0,004545                           | 0,004545 | 220,00                                     | 220,00 |

Рис. 21.1

Для большинства валют приводится только один курс — **обменный курс по кассовым операциям (spot rate)**. Он применим для торговых сделок, которые будут заключены в период не более 48 часов. Кроме того, для обширного числа иностранных валют приводится также и **обменные курсы по срочным операциям (forward rate)**. Срочная сделка — это контракт между банком и его клиентом, по которому доллары будут обменены на нужную валюту в какой-либо определенный день в будущем по курсу, определенному сегодня. Приведем несложный пример. Предположим, что 29 января 1986 года некая американская фирма заказывает английских леденцов и ирисок на миллион фунтов стерлингов. Контракт предусматривает оплату через 90 дней после получения заказа. Фирма-заказчик может сразу же купить английские фунты стерлингов по обменному курсу по кассовым сделкам, заплатив за 1 миллион фунтов стерлингов 1.538.00 долларов. Или эта фирма может предпочесть приобрести фунты в результате срочной операции. Это будет означать, что фирма подпишет с коммерческим банком контракт, в котором будет оговорено, что она заплатит 1.519.500 долларов за тот же самый миллион фунтов стерлингов через 90 дней.

**Обменный курс по кассовым операциям** — обменный курс валют, обслуживающий торговые сделки, которые будут заключены в течение 48 часов.

**Обменный курс по срочным операциям** — обменный курс валют, обслуживающий торговые сделки, которые состоятся в будущем.

Разница в исчислении обменных курсов по кассовым операциям и обменных курсов по срочным операциям в любой выбранный момент времени отражает существующую разницу между рыночными нормами процента в сравниваемых странах. В нашем случае факт того, что обменный курс по срочным операциям для фунта стерлингов меньше обменного курса по кассовым операциям, отражает то обстоятельство, что в рассматриваемый период времени английские рыночные нормы процента в среднем выше американских в расчете по сопоставимым ценным бумагам. Поскольку английские нормы процента выше, в равенстве этих курсов заложено потенциальное преимущество: сегодня полученные фунты стерлингов возможно вложить в Лондоне по более высокой процентной ставке, спокойно ожидая, когда придет срочный платеж за леденцы и ириски. Поэтому курс фунта стерлингов по срочным операциям должен быть пропорционально ниже, дабы компенсировать это преимущество. Американская фирма может также вложить свои денежные средства в Нью-Йорке по более низкой процентной ставке, до того момента, когда состоится контракт. Опытные и прозорливые бизнесмены, ищущие возможность получения прибыли путем

Разница в исчислении обменных курсов по кассовым операциям и обменных курсов по срочным операциям в любой выбранный момент времени отражает существующую разницу между рыночными нормами процента в сравниваемых странах. В нашем случае факт того, что обменный курс по срочным операциям для фунта стерлингов меньше обменного курса по кассовым операциям, отражает то обстоятельство, что в рассматриваемый период времени английские рыночные нормы процента в среднем выше американских в расчете по сопоставимым ценным бумагам. Поскольку английские нормы процента выше, в равенстве этих курсов заложено потенциальное преимущество: сегодня полученные фунты стерлингов возможно вложить в Лондоне по более высокой процентной ставке, спокойно ожидая, когда придет срочный платеж за леденцы и ириски. Поэтому курс фунта стерлингов по срочным операциям должен быть пропорционально ниже, дабы компенсировать это преимущество. Американская фирма может также вложить свои денежные средства в Нью-Йорке по более низкой процентной ставке, до того момента, когда состоится контракт. Опытные и прозорливые бизнесмены, ищущие возможность получения прибыли путем

получения займов в одной стране и ссужая средства в другой, обычно стараются варьировать цены по срочным финансовым операциям таким образом, чтобы сохранялась рассмотренная взаимная связь между обменными курсами валют по срочным и кассовым операциям, учитывающая существующие нормы процента.

## БУХГАЛТЕРСКИЙ УЧЕТ ПЛАТЕЖЕЙ ПО МЕЖДУНАРОДНЫМ ОПЕРАЦИЯМ

Кратко рассмотрев институты внешних валютных рынков, далее мы обратимся к вопросу бухгалтерской отчетности для различных типов международных торговых операций. Стандартный метод бухгалтерского учета платежей по международным торговым операциям состоит в перечислении общим списком во взаимосвязанных категориях всех источников средств и мест их применения в процессе перехода этих средств из рук в руки. Упрощенный вариант платежного баланса США по внешнеторговым операциям дан на рисунке 21.2.

### Текущий счет внешнеторговых операций

Первая часть таблицы, представленной на рисунке 21.2 показывает импорт и экспорт товаров и услуг, включая разовые односторонние платежи. Совместно эти позиции составляют **текущий счет внешнеторговых операций**.

**Импорт и экспорт товаров.** Большинство людей, рассуждая о процессах международной торговли, первым делом вспоминают импорт и экспорт товаров. В приведенном на рисунке 21.2 примере экспорт товаров из США составляет 200 миллиардов долларов. За два последних десятилетия — с 1965 по 1985 год — экспорт товаров из США

### Упрощенный платежный баланс США по внешнеторговым операциям (миллиарды долларов)

В приведенной ниже таблице представлен упрощенный вариант платежного баланса США по внешнеторговым операциям в типичной для середины восьмидесятых годов. Первая часть таблицы — текущий счет внешнеторговых операций — охватывает процессы обмена товарами и услугами, а также односторонние разовые переводы. Вторая часть таблицы — счет движения капитальных средств — сопрягается с транснациональной куплей-продажей активов, а также международной практикой получения займов и предоставления ссуд. Третья часть — официальный резервный счет — освещает изменения федеральных резервных активов правительства США и иностранных правительств. Все денежные средства, поступающие в США посредством операций на внешних валютных рынках, приходятся со знаком плюс, а денежные средства, покидающие пределы США, — со знаком минус. Так как любая сделка на внешнем валютном рынке имеет как покупателя, так и продавца, итоговый платежный баланс по текущему счету внешнеторговых операций, счету движения капитальных средств и официальному резервному счету в сумме дает ноль. В приведенном ниже примере (официальный резервный счет здесь дает в итоге ноль) дефицит текущего счета внешнеторговых операций восполняется активным сальдо счета движения капитальных средств.

#### Текущий счет внешнеторговых операций

|  |      |
|--|------|
| Экспорт товаров  | 200  |
| Импорт товаров   | —300 |
| Торговый баланс  | —100 |
| <b>Услуги</b>  |      |
| Чистый доход от инвестиций                               | 20   |
| Другие услуги, чистый доход                              | —5   |
| Разовые односторонние платежи                            | —10  |
| Баланс по текущему счету<br>внешнеторговых операций      | —95  |
| <b>Счета движения капитальных средств</b>                |      |
| Чистый отток капитала                                    | —20  |
| Чистый приток капитала                                   | 115  |
| Баланс по счету движения капитальных средств             | 95   |
| <b>Официальный резервный счет</b>                        |      |
| Рост резервных активов<br>федерального правительства США | —5   |
| Рост резервных активов, размещенных за рубежом           | 5    |
| Баланс официального резервного счета                     | 0    |

Рис. 21.2

**Текущий счет внешнеторговых операций** — учетная категория импорта и экспорта товаров и услуг, включающая в себя разовые односторонние платежи.

**Торговый баланс** — разность между импортом и экспортом товаров.

быстро возрастал; за этот период он вырос более чем в 2,5 раза в реальном исчислении. Однако импорт товаров в это время рос еще больше — к 1984 году в реальном исчислении он достиг четырехкратного уровня 1965 года. В таблице, приведенной на рисунке 22.2, импорт товаров составляет 300 миллиардов долларов.

Согласно установившейся традиции экспорт товаров, являющийся источником денежных средств, притекающих в экономическую систему, берется в бухгалтерском учете со знаком плюс.

Наоборот, импорт товаров, который сам по себе является использованием денежных средств, берется со знаком минус. Разность между этими двумя экономическими переменными составляет **торговый баланс**.

**Неторговые операции.** Не вся внешняя торговля состоит из импорта и экспорта товаров. Между разными странами происходит активный обмен услуг. Доходы от инвестиций — это одна из основных категорий услуг. Доходы от инвестиций, полученные фирмами и деловыми предприятиями США, представляют собой платежи за использование американских фирм, оперирующих за рубежом. Кроме того, в эту позицию входят услуги, оказанные в процессе менеджмента. Денежные поступления в виде доходов от инвестиций — это источник денежных средств (+), а платежи по этим доходам — использование денежных средств (—). В нашем случае чистый доход от инвестиций составляет 20 миллиардов долларов.

Международные внешнеторговые операции включают в себя платежи и поступления средств от туризма, перевозок, телерадиокоммуникаций, страхования и т. д. В американской экономике расходы по этим статьям обычно превышают доходы (на рисунке 21.2 — (—5) миллиардов долларов).

И, наконец, некоторые виды платежей не имеют под собой никакой торговой основы. В их число входят официальные переводы средств — таких как оказание иностранной помощи, а также частные переводы от помощи голодающим и оказания гуманитарной помощи до пенсионного обеспечения бывших работников американских фирм, теперь проживающих за рубежом. Эта позиция в чистом виде входит в итоговый баланс как величина отрицательная, что является характерной особенностью экономики США. Без исключения расход средств для проведения этих платежей иностранным правительствам и частным лицам превышает аналогичные поступления из-за рубежа. Сумма торгового баланса, чистого дохода от реализованных услуг и односторонних разовых платежей известна как **сальдо текущего счета по внешнеторговым операциям**. В информационных сообщениях его зачастую называют платежным балансом внешнеторговых операций. В рассматриваемом примере дефицит платежного баланса внешнеторговых операций составляет 95 миллиардов долларов.

### Счет движения капитальных средств

**Сальдо текущего счета по внешнеторговым операциям** — сумма торгового баланса, чистого дохода от реализованных услуг и односторонних разовых платежей.

**Счет движения капитальных средств** — международные валютные операции, связанные с куплей-продажей финансовых активов и практикой предоставления и получения кредитов и займов.

Внешнеторговые операции по текущим счетам получили свое название в связи с тем, что в этом случае денежные средства обмениваются на товары и услуги, которые предназначены для немедленного использования, либо перевод денежных средств временно не подразумевает получения чего-либо осязаемого взамен. Кроме подобных расчетов по текущим счетам внешнеторговых операций, проводятся и иные финансовые мероприятия, связанные с куплей-продажей финансовых активов, а также с международной практикой предоставления и получения кредитов и займов. Такие финансовые сделки называются операциями по счетам движения капитальных средств (представлены на рисунке 21.2 во второй части платежного баланса США по внешне-

торговым операциям).

Приобретения финансовых активов США иностранными покупателями, а также займы в иностранных банках и небанковских источниках американскими фирмами, деловыми предприятиями и отдельными гражданами США, представляют собой приток денежных средств в США. Подобные операции в практике банковского дела известны как приток капитала (показан с положительным знаком в платежном балансе США). Покупки и приобретения иностранных активов деловыми предприятиями и гражданами США, а также ссуды, предоставленные банками США и иными небанковскими источниками иностранным фирмам и гражданам, представляют собой утечку денежных средств из экономики США, своего рода их использование вне пределов США. Такие операции называются **оттоком капитала** (показаны с отрицательным знаком в платежном балансе США).

**Приток капитала** — приобретения активов США иностранными покупателями, а также займы в иностранных банках американскими фирмами, деловыми предприятиями и отдельными гражданами США.

**Отток капитала** — приобретения иностранных активов фирмами и отдельными гражданами США, а также ссуды, предоставляемые банками США и иными небанковскими источниками иностранным фирмам и гражданам.

Цифровые выражения операций по притоку-оттоку капитала на первый взгляд выглядят по сравнению с экспортно-импортными операциями весьма скромно. Это несколько сбивает с толку, однако необходимо вспомнить, что баланс по этим операциям приводится в чистых единицах. Ежедневные операции на внешних валютных рынках, имеющие отношение к счетам движения капитальных средств, намного превосходят по своим масштабам операции по текущим счетам внешнеторговых операций.



Например, на рисунке 21.2 20 млрд. долларов чистого оттока капитала могут состоять из 300 млрд. долларов вновь предоставленных ссуд, 290 млрд. долларов выплат по ранее предоставленным ссудам, 700 млрд. долларов, заплаченных деловыми предприятиями и гражданами США за ценные бумаги иностранных государств и 690 млрд. долларов, вырученных за продажу иностранных ценных бумаг. В таблице на рисунке 21.2 дается лишь чистая величина в долларах по этим операциям — (—20) млрд. долларов.

Из приведенной таблицы также видно, что приток капитала в рассматриваемом случае превышает отток на 95 млрд. долларов. Таков баланс по счетам движения капитальных средств за год. В этом случае принято говорить, что счет движения капитальных средств имеет активное сальдо; при превышении притока капитала над оттоком употребляют обратный термин — в этом случае считается, что счет движения капитальных средств имеет пассивное сальдо.

### Расчеты по официальным резервным счетам

Третья часть таблицы, представленной на рисунке 21.2, фиксирует операции по официальным резервным активам центральных банков и правительственных органов. Они включают в себя операции купли-продажи иностранной валюты, золота, а также ряд иных мероприятий, реализуемых через Международный Валютный Фонд (о них подробнее в следующей главе). Концептуально эти операции мало чем отличаются от операций по счетам движения капитальных средств, проводимыми частными фирмами и хозяйственными агентами. Однако, поскольку мотивом для проведения подобных сделок обычно является отнюдь не извлечение финансовой прибыли, эти расчеты учитываются отдельно.

Рост официальных резервных активов федерального правительства США (например, рост вкладов федерального правительства США в иностранных центральных банках) представляет собой использование денежных средств вне экономики США и входит в платежный баланс со знаком минус. Рост иностранных резервных активов, размещенных в США и входит в платежный баланс со знаком минус. Рост иностранных резервных активов, размещенных в США (например, рост вкладов иностранных правительств в ФРС) является источником денежных средств и входит в платежный баланс со знаком плюс. В приведенном примере итоговый баланс этих операций равняется нулю.

### Взаимосвязь операций по счетам

Важным свойством счетов по внешнеторговым операциям является то обстоятельство, что итоговый баланс по всем позициям дает в итоге ноль. Это происходит вследствие того, что все поступления денежных средств (+) и их суммарное использование (—) равным образом проходит через внешние валютные рынки, и, естественно, каждая из затрат денежных средств обязательно должна найти свой источник.

В уже знакомом нам примере баланс официального резервного счета равен нулю, так что эта позиция сама по себе не может являться ни источником финансирования других операций, ни использованием привлеченных откуда-либо денежных средств. Рассматривая далее текущий счет внешнеторговых операций, мы убеждаемся, что необходимо изыскать 315 млрд. долларов, чтобы покрыть издержки в 300 млрд. долларов по импорту товаров, 5 млрд. долларов чистого импорта услуг, не являющихся доходом от инвестиций, и 10 млрд. долларов разовых односторонних платежей. Доход от экспорта товаров покрывает 200 млрд. долларов этих издержек, а доход от инвестиций еще 20 млрд. долларов. Каков же источник недостающих 95 млрд. долларов, необходимых для сведения сальдо платежного баланса по внешнеторговым операциям к нулю?

Очевидно, что этим источником является счет движения капитальных средств. Одной такой возможностью — поскольку экспорт товаров и услуг не покрывает расходы по импорту — может быть приобретение этих товаров и услуг в кредит. Как мы уже видели, получение займов в иностранных источниках входит в платежный баланс по внешнеторговым операциям со знаком плюс — как приток капитала в экономику США, дополнительный источник денежных средств. В качестве иной возможности может быть рассмотрена следующая операция: потребители импортных товаров США в качестве платы за них, могут экспортировать за рубеж финансовые активы.<sup>1</sup> Например, вполне возможно продать облигации федерального правительства США японскому пенсионному фонду или контрольный пакет акций корпорации «Америкен Моторс» французскому концерну «Рено», либо роскошное поместье во Флориде-удачливому торговцу нефтью из Саудовской Аравии, не знающему куда вложить свои нефтедоллары. Такие сделки, равно как и привлечение иностранных займов, являются притоком капитала. В рассмотренном примере чистый приток капитала превышает отток капитала на 95 млрд. долларов — то есть именно на ту сумму, которая обеспечивает покрытие дефицита платежного баланса по текущему счету внешнеторговых операций.

### Статистическое расхождение

Обратимся теперь от чисто умозрительного примера учета платежей по международным операциям, приведенного на рисунке 21.2, к реальному существующему платежному балансу США по внешнеторговым операциям, что сделано на рисунке 21.3. При его внимательном рассмотрении возникает новая проблема, которая в упрощенном варианте оставалась как бы между строк, а именно: когда все имеющиеся данные об операциях по текущим

<sup>1</sup> В этой операции предусмотрена также купля-продажа и иных реальных активов, недвижимой собственности.— прим. ред.

Счет внешнеторговых операций США (1980—1985 гг., миллиарды долларов; кредит (+), дебет (—)).

В приведенной здесь таблице дан реальный платежный баланс внешнеторговых операций США за 1980—85 годы. Обратите внимание на рост дефицита торгового баланса и соответствующий рост чистого притока капитала. Поскольку статистические данные об операциях по текущим счетам внешнеторговых операций, счетам движения капитальных средств и официальным резервным счетам абсолютно точно не известны, их сумма нулю не равна. Результирующая величина называется статистическим расхождением.

| Годы | Торговля <sup>1,2</sup> |          |          | Доход от инвестиций <sup>3</sup> |         |        | Экспортно-импортные операции военно-промышленного комплекса | Денежные поступления от туризма и промышленности путешествий | Другие услуги <sup>2</sup> | Итоговый баланс по товарам и услугам <sup>1,4</sup> | Переводы, пенсия и другие разовые односторонние платежи <sup>1</sup> | Итоговый баланс по внешнеторговым операциям <sup>1,4</sup> |
|------|-------------------------|----------|----------|----------------------------------|---------|--------|---|--|----------------------------|---|--|--|
|      | Экспорт                 | Импорт   | Нетто    | Поступления                      | Платежи | Нетто  | Нетто   | Нетто  | Нетто                      |   |  |  |
| 1980 | 224.269                 | —249.749 | —25.480  | 72.506                           | —42.120 | 30.386 | —2.237  | —0.997   | 7.793                      | 9.446   | —7.593   | 1.873  |
| 1981 | 237.085                 | —265.063 | —27.978  | 86.411                           | —52.329 | 34.082 | —1.183  | 0.144  | 8.699                      | 13.764  | —7.425   | 6.339  |
| 1982 | 211.198                 | —247.642 | —36.444  | 83.549                           | —54.863 | 28.666 | —0.274  | —0.992   | 8.829                      | —0.214  | —8.917   | —9.131   |
| 1983 | 201.820                 | —269.900 | —67.080  | 77.251                           | —52.410 | 24.841 | —0.369  | —4.227   | 9.711                      | —37.123   | —9.481   | —46.604  |
| 1984 | 219.900                 | —332.422 | —112.522 | 86.221                           | —67.469 | 18.752 | 1.827   | —8.593   | 9.881                      | —94.308   | —12.157  | —106.466   |
| 1985 | 214.424                 | —338.863 | —124.439 | —89.991                          | —64.803 | 25.188 | —2.917  | —11.128  | 10.603                     | —102.694  | —14.983  | —117.677   |

1. Исключая торговлю военным снаряжением и оружием.

2. Скорректированные по ценовым данным величины даны для устранения различий в оценке, охвате и распределении операций по срокам.

3. Доходы от продажи патентов, лицензий и новых технологий, подпадающие под прямые инвестиции США за рубежом, равно как аналогичные инвестиции иностранных хозяйственных агентов в США из этой статьи исключены и введены в статью «другие услуги, нетто».

4. В принципе итоговый баланс товаров и услуг равен чистому экспорту и импорту в счетах национального дохода и национального продукта (а сальдо баланса по текущим счетам внешнеторговых операций и распределениям специальных прав заимствования (СДР) (подробно об этом в следующей главе.— прим. пер.) равно чистым иностранным инвестициям по счетам внешнеторговых операций), хотя может сохраняться некоторое различие в итоговых цифрах, вызванное различной трактовкой ряда входящих в итоговый баланс параметров (золото, доходы от прироста капитала, убытки от его потери).

Рис. 21.3 (левая половина)

| Годы | Общая<br>сумма | Активы США за границей, нетто<br>Прирост/Отток (—) капитала |                                       |                   | Иностранные активы в США, нетто<br>Прирост/Приток (+) капита-<br>ла |   |  | Размещение<br>специальных<br>прав заимство-<br>вания (СДР) | Статистическое<br>расхождение<br>(сумма пред-<br>ыдущих статей<br>с учетом знака) |
|------|----------------|---|---------------------------------------|-------------------|---|---|--|--|---|
|      |                | Офици-<br>альные ре-<br>зервные<br>активы<br>США            | Другие активы<br>правительства<br>США | Частные<br>активы | Общая<br>сумма  | Официальные<br>активы ино-<br>странных пра-<br>вительств <sup>5</sup> | Другие<br>иностран-<br>ные акти-<br>вы |  |   |
| 1980 | —86.118        | —8.155  | —5.162                                | —72.802           | 58.112  | 15.498  | 42.615                                 | 1.152  | 24.982  |
| 1981 | —111.031       | —5.175  | —5.097                                | —100.758          | 83.322  | 4.960   | 78.362                                 | 1.093  | 20.276  |
| 1982 | —121.273       | —4.965  | —6.131                                | —110.177          | 94.078  | 3.593   | 90.496                                 |  | 6.325   |
| 1983 | —50.022        | —1.196  | —5.005                                | —43.821           | 85.496  | 5.968   | 79.527                                 |  | 11.130  |
| 1984 | —23.634        | —3.131  | —5.523                                | —14.986           | —102.767  | 3.037   | 99.730                                 |  | 27.338  |
| 1985 | —32.436        | —3.858  | —2.824                                | —25.754           | 127.106   | —1.324  | 128.430                                |  | 23.006  |

5. Состоит из золота, сертификатов специальных прав заимствования (СДР), конвертируемой валюты и позиционирования резервов США в Международном валютном Фонде (МВФ).

Источник: Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis.

Рис. 21.3 (правая половина)

счетам внешнеторговых операций, счетам движения капитальных средств и официальным резервным счетам собираются воедино, суммарные источники средств с одной стороны и их использование с другой не равны между собой. Разность между всеми зарегистрированными источниками денежных средств и всеми зарегистрированными операциями по использованию денежных средств в бухгалтерском учете платежей называется статистическим расхождением. Раньше существование в бухгалтерском учете такого понятия объяснялось как следствие возникающих неточностей и ошибок в исходных наборах данных.

В 1985 году статистическое расхождение составляло огромную сумму в 23 млрд. долларов, что указывало на неточность данных, приведенных в таблице. Что же приводит к такому положению вещей? Одна возможность — это контрабанда, то есть незарегистрированные операции по текущему счету внешнеторговых операций. На практике, однако, трудно поверить, что из США контрабандой вывозится больше товаров, чем ввозится. Сама по себе контрабанда привела бы к отрицательному значению величины статистического расхождения. Очень многие эксперты и наблюдатели полагают, что значительная положительная величина статистического расхождения обусловлена незарегистрированным притоком капитала. Очевидно, что дефицит по текущему счету внешнеторговых операций преуменьшен из-за неучтенных контрабандных операций; общий объем незарегистрированного притока капитала должен превзойти отметку в 30 млрд. долларов.

**Статистическое расхождение** — разность между всеми зарегистрированными источниками денежных средств и всеми зарегистрированными операциями по использованию денежных средств на внешних валютных рынках.

## ВНЕШНИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ — ТЕКУЩИЕ ОПЕРАЦИИ

Теперь, когда мы получили представление о бухгалтерском учете платежей по международным операциям, рассмотрим положение дел на рынках иностранной валюты, в рамках анализа процессов спроса и предложения. Сначала, несколько упрощая ситуацию для проведения дальнейшего анализа, мы рассмотрим операции на рынках иностранной валюты, затрагивающие только текущие счета внешнеторговых операций. Единственная статья счетов движения капитальных средств, привлекаемая в этом случае к рассмотрению — это остатки на счетах до востребования, необходимые для проведения расчетов по импортно-экспортным операциям. Более того, мы еще более упростим рассматриваемую ситуацию, сознательно ограничиваясь анализом лишь двухсторонних торговых отношений между Францией и США.

### Кривая спроса на доллары

В рассматриваемом случае спрос на доллары возникает в связи со спросом во Франции на экспортируемую Соединенными Штатами продукцию. Предположим, что некий розничный торговец во Франции хочет приобрести партию долгоиграющих дисков, произведенных в США. Каждый диск стоит, положим, 5 долларов. Их стоимость во Франции зависит от обменного валютного курса франка по отношению к доллару. При обменном валютном курсе 6 франков за доллар, для покупки диска придется затратить 30 франков; при обменном валютном курсе 7 франков за доллар придется затратить 35 франков и т. д.

**Повышение стоимости валюты** — рост обменного курса валюты; фунт стерлингов повышает, например, свою стоимость, если его обменный курс увеличивается с 1,5 долларов за один фунт стерлингов до 1,6 долларов за один фунт стерлингов.

**Понижение стоимости валюты** — падение обменного курса валюты; фунт стерлингов понижает, например, свою стоимость, если его обменный курс уменьшается с 1,5 долларов за один фунт стерлингов до 1,4 долларов за один фунт стерлингов.

Следовательно, мы видим, что **повышение стоимости доллара**, то есть рост его обменного валютного курса, выраженный во франках за доллар, повышает цену американских товаров, выраженную во франках. Это обстоятельство уменьшает спрос на американские товары и, таким образом, величину спроса на доллары у французских импортеров американских товаров. **Понижение стоимости долларов**, то есть падение его обменного валютного курса, выраженное во франках за доллар, уменьшает цену американских товаров, выраженную во франках. Это обстоятельство

увеличивает спрос на американские товары и, следовательно, величину спроса на доллары на рынках иностранной валюты. На основании этих обстоятельств — спроса во Франции на товары и услуги США — на рисунке 21.4 представлена кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций, имеющая, как это следует из приведенного графика, наклонную форму.

### Кривая предложения долларов

Ограничение нашего анализа лишь текущим счетом внешнеторговых операций предполагает, что доллары предлагаются на рынках иностранной валюты американскими покупателями импортируемых товаров и услуг, произведенных за рубежом. Величина спроса на доллары, как мы уже знаем, в связи с изменением обменного курса на доллары зависит от величины спроса на импортируемые товары и услуги.

### Предложение и спрос по текущим счетам внешнеторговых операций на рынках иностранной валюты.

Спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций растет в зависимости от спроса иностранных партнеров на товары и услуги, экспортируемые Соединенными Штатами Америки. Падение обменного курса доллара делает американские товары для зарубежных покупателей дешевле; в этом случае объем экспорта США и, следовательно, величина спроса на доллары возрастает, обеспечивая кривой спроса на доллары отрицательный наклон. Предложение долларов по текущим счетам внешнеторговых операций растет в связи с ростом спроса в США на товары, произведенные за границей. Рост обменного курса доллара делает импорт товаров и услуг дешевле, тем самым увеличивая его объем. Если спрос на импорт товаров и услуг эластичен, кривая предложения долларов имеет положительный наклон (как это представлено на рисунке). Если спрос на импорт товаров и услуг неэластичен, кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций будет иметь отрицательный наклон.

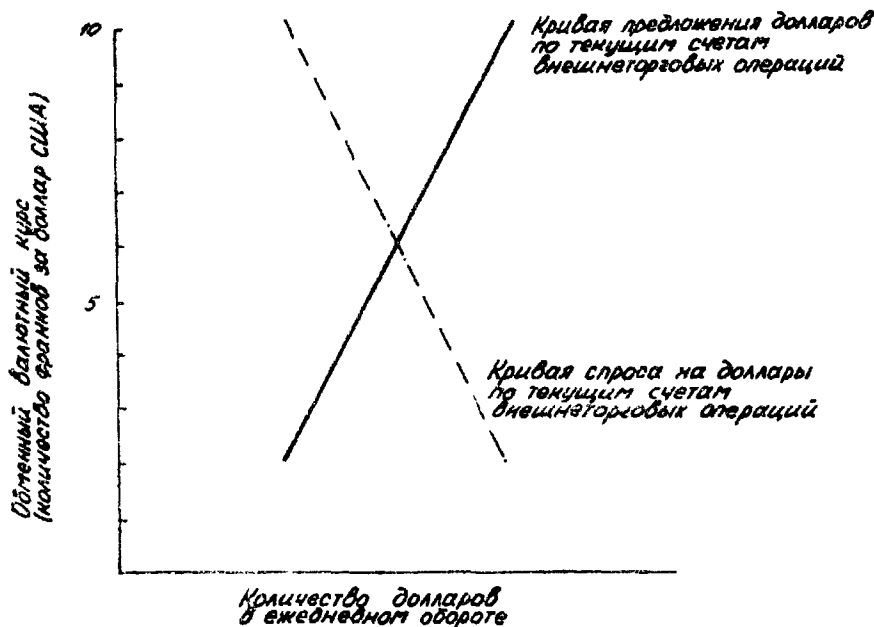


Рис. 21.4

Рост обменного курса доллара относительно французского франка понизит цену французских товаров в долларах. Например, если курс доллара растет с 6 до 7 франков за доллар, цена бутылки французского шампанского стоимостью 84 франка, выраженная в долларах, упадет с 14 долларов до 12 долларов.

Такое снижение цены повысит величину спроса на французское шампанское, однако не совсем ясна абсолютная величина повышения этого спроса. Если в США спрос на французские товары эластичен, то такое повышение стоимости доллара приведет к росту их предложения. Предположим, что величина спроса на французское шампанское возрастает с 100.000 бутылок до 125.000 бутылок при росте обменного курса доллара с 6 до 7 франков за один доллар. Количество долларов, которое необходимо будет обменять для уплаты за вино, возрастет с 1.400.000 долларов до 1.500.000 долларов. Предположение эластичности спроса на импортируемые товары и услуги, таким образом, обеспечивает положительный наклон кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций (как это показано на рисунке 21.4).

С другой стороны, если в США спрос на французские товары неэластичен, повышение обменного курса доллара приведет к сокращению количества долларов, предлагаемых на рынках иностранных валют. Предположим, что повышение стоимости доллара с 6 до 7 франков увеличит спрос на французское шампанское только лишь до 110.000 бутылок. В этом случае количество долларов, подлежащих обмену, упадет с 1.400.000 долларов до 1.320.000 долларов. Таким образом, неэластичный спрос на импортируемые товары и услуги обеспечивает отрицательный наклон кривой предложения долларов. В дальнейших рассуждениях, особенно в первой части раздела, будет использоваться вертикальная кривая предложения долларов (перпендикулярная оси абсцисс), в последующем — рассмотренная выше кривая предложения долларов с отрицательным наклоном.

## Ожидаемый обменный валютный курс и паритет покупательной способности

Из графика, представленного на рисунке 21,4 видно, что равновесный обменный курс составляет 6 французских франков за доллар. Основные соображения, занимающие умы торговцев иностранной валютой, состоят в определении взаимной связи сегодняшнего равновесного обменного курса и равновесного обменного курса, который можно ожидать в будущем.

**Паритет покупательной способности** — уровень обменного курса валют, выравнивающий покупательную способность каждой из них.

Согласно одной давно установившейся гипотезе, на долгосрочных временных интервалах равновесный обменный курс

каких-либо двух валют корректируется относительно паритета покупательной способности, то есть, такого положения вещей, при котором превращение (конвертация) денежных средств из одной валюты в другую, не вызывает изменений в покупательской способности этих средств.

Например, предположим, что 1.000 долларов обеспечивает покупательную способность для приобретения стандартного рыночного набора потребительских товаров и услуг («потребительской корзины») в Соединенных Штатах. Этот набор может включать в себя пальто, три буханки хлеба, 10 минут междугородних телефонных переговоров, 20 галлонов бензина и т. д.

Если аналогичный рыночный набор во Франции стоит 6.000 франков, то обменный валютный курс в 6 франков за один доллар будет соответствовать паритету покупательной способности. Это означает, что затрата 1.000 долларов в США или их конвертация во франки и приобретение аналогичных товаров во Франции для покупателя будет иметь одинаковую покупательную способность.

Несомненно, что понятие паритета покупательной способности не обладает высокой точностью. Это понятие определяется зависимостью соответствующего уровня обменных курсов валют от структуры рыночного набора товаров определенного набора товаров и услуг и произведенной во Франции, имеет одно соотношение для паритета. Ее относительная стоимость в США будет несколько иной. Если стоимость «потребительской корзины» определяется посредством вычисления отношений, в которых входящие в нее товары и услуги интегрируются в международную торговлю, то получится некое третье значение. Поскольку не существует единого и оптимального способа выбора «корзины», положенной в основу для вычисления паритета, это концептуальное понятие представимо лишь в некоем экономическом параметра, его изучение дает весьма полезную основу для рассмотрения проблем, связанных с обменными валютными курсами. Без этого понятия, само существование валютных обменных курсов базировалось бы на весьма произвольной основе. Вооруженные этим понятием, обратим внимание на экономические причины, которые заставляют обменный валютный курс колебаться выше или ниже уровня паритета.

### Изменения в обменном валютном курсе

Ранее мы видели, что кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций отражает спрос в США на товары, импортируемые из Франции, а кривая спроса на доллары характеризует спрос во Франции на товары, экспортируемые Соединенными Штатами во Францию. Из этого следует, что любой фактор, изменяющий спрос на импортно-экспортные товары, сдвинет кривые спроса и предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций и изменит обменный валютный курс.

На рисунке 21.5 представлен такой пример. Первоначально рынок иностранной валюты находится в положении равновесия  $E_1$  (обменный курс равен 6 франков за доллар). Далее экономическая система США входит в фазу расширения делового цикла, тогда как экономическая система Франции не претерпевает каких-либо существенных изменений. Расширение экономической активности в США означает увеличение числа покупок, произведенных фирмами, деловыми предприятиями, правительственными органами и учреждениями, рядовыми потребителями и прочими хозяйственными агентами. Эти обстоятельства приведут к сдвигу вправо кривых спроса для широкого диапазона товаров и услуг. Товары, импортируемые из Франции, равно как и американские, также будут подвержены этому общему увеличению спроса. В результате роста спроса на импортные товары кривая предложения долларов также сдвинется вправо из положения  $S_1$  в положение  $S_2$ .

По мере роста импорта в США, на рынке иностранной валюты появится избыточное предложение долларов, и уже не найдется покупателей на все количество долларов, предлагаемое рынком, по обменному валютному курсу 6 франков за доллар. Чтобы реализовать достаточное количество долларов, необходимых для обмена на франки, предназначенные для уплаты за французские товары, импортера из США будут вынуждены предлагать больше долларов за то же количество франков. Таким образом, рост спроса на импортные товары приведет к понижению стоимости доллара относительно франка.

Падение валютного обменного курса доллар-франк приводит к тому, что импортируемые из Франции товары становятся более дорогими для американских покупателей. По мере того, как американские потребители будут сокращать приобретение французских товаров, предложение долларов на рынке иностранной валюты также начнет уменьшаться, что приведет к сдвигу экономической системы влево-вниз вдоль кривой предложения долларов. Кроме того, падение валютного обменного курса сделает американские товары, экспортируемые во Францию, несколько дешевле для французских потребителей. По мере того, как французские потребители будут наращивать приобретение американских товаров, их потребность в долларах также возрастет. Это сместит экономическую си-

### Сдвиги кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций

При прочих равных условиях, рост активности в экономике США в процессе делового цикла увеличивает спрос на импортные товары, сдвигая тем самым кривую предложения долларов вправо. Такие изменения вызывают избыточное предложение долларов на рынке иностранной валюты, снижая, тем самым, обменный валютный курс доллара. Если операции по счетам движения капитальных средств не оказывают заметного воздействия на рассматриваемый процесс, экономическая система на внешнем валютном рынке достигает нового положения равновесия  $E_2$ , в котором обменный курс доллара снижен в степени, достаточной для восстановления равновесия по текущим внешнеторговых операций.

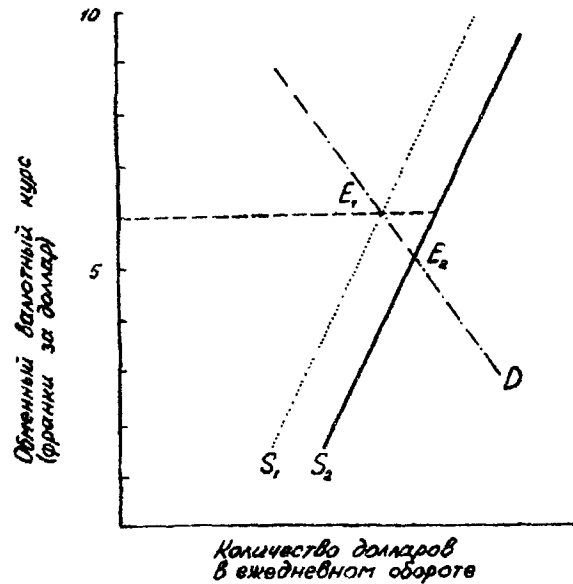


Рис. 21.5

стему вправо-вниз вдоль кривой спроса на доллары, а валютный обменный курс достигнет нового положения равновесия  $E_2$  на рынке иностранной валюты и будет составлять (как это следует из рисунка 21.5) 5 франков за доллар.

Отметим, что в новом положении равновесия как американский импорт, так и экспорт, находятся на более высоком уровне, нежели в прошлом. Падение обменного валютного курса дает возможность для американской промышленности, работающей в экспортных отраслях, интегрироваться в экспансионистский процесс, начавшийся в экономике ростом внутреннего спроса на товары и услуги. В то же самое время рост импорта из США передает процессы циклического расширения, возникающие в американской экономике, экономической системе Франции. Так, как французские экспортеры начнут увеличивать выпуск продукции, удовлетворяя тем самым спрос американских покупателей, этот рост посредством мультипликативного эффекта окажет стимулирующее влияние и на другие секторы французской экономики. Сделки по текущим счетам внешнеторговых операций и их влияние на обменные валютные курсы открывают канал для транснациональной передачи структурных изменений в экономике различных стран, вызванных процессами развития деловых циклов.

Однако, график, представленный на рисунке 21.5, в полном объеме не завершен. Всеобъемлющая картина функционирования рынков иностранной валюты может быть сформирована лишь при совместном рассмотрении текущих счетов внешнеторговых операций и счетов движения капитальных средств.

## ВНЕШНИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ: ТЕКУЩИЕ СЧЕТА ВНЕШНЕТОРГОВЫХ ОПЕРАЦИЙ И СЧЕТА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ

В предыдущем разделе мы вскользь упомянули счета движения капитальных средств при обсуждении операций на внешнем валютном рынке, однако они оставались на втором плане нашего анализа. В качестве платы за импортируемые товары и услуги потребители могут снимать средства со вкладов до востребования, деноминированных

в иностранной валюте. Кроме того, возможно оплатить импортные товары на основании краткосрочного кредита, полученного за границей в форме переводного векселя. За исключением случая, когда междугородная торговля проводится на бартерной основе (что само по себе хорошо известно), каждая операция по текущим счетам внешнеторговых операций сопровождается аналогичной операцией, взятой с противоположным знаком по счету движения капитальных средств. Однако, до сего момента операции по счету движения капитальных средств играли в нашем рассмотрении процессов, происходящих на внешних валютных рынках, пассивную роль; стимулом для реализации каждой конкретной операции являлось желание импортировать или экспортировать определенные товары или услуги. Международные банковские вклады и краткосрочный кредит служили лишь инструментами, облегчающими совершение подобных операций по текущим счетам. Ни кассовые остатки, ни другие виды банковских активов сами по себе безотносительно к торговым сделкам не служили целью совершения подобных операций.

Однако в мире реальной экономики такое положение вещей далеко не адекватно описывает происходящее. Операции по счету движения капитальных средств входят как часть глобального процесса по выравниванию портфелей активов. В главах 15 и 16 настоящей книги мы убедились каким образом, по мере изменений условий рынка, держатели портфелей активов корректируют структуру их содержимого, то есть перераспределяют отношение наличных денег, облигаций, акций, недвижимого имущества и т. д. Аналогичная корректировка происходит и в глобальном транснациональном масштабе. Портфели активов финансовых фирм, промышленных корпораций, частных лиц и иных хозяйственных агентов постоянно подвергаются ревизии и содержат разнообразный конгломерат активов, таких как акции корпораций США, вклады в канадских коммерческих банках, ценные бумаги Британского Казначейства, ссуды правительству Аргентины, — их спектр практически беспределен. Подобные ежедневные операции по счетам движения капитальных средств доминируют на внешних валютных рынках. Рассмотренная нами модель внешних валютных рынков позволяет, не нарушая предыдущие выводы, включить в анализ операции по счетам движения капитальных средств.

**Кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств** — графическое изображение величины чистого спроса на доллары для операций по счету движения капитальных средств в зависимости от существующего обменного валютного курса.

#### Кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств

На рисунке 21.6 представлен график кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств. Эта кривая показывает величину чистого спроса на доллары для операций по счету движения капитальных средств при любом заданном обменном курсе. Вертикальная ось координат расположена в середине графика, так как чистый спрос на доллары по счету движения ка-

питальных средств равновероятно может иметь как положительное, так и отрицательное значение.

Чистый приток капитала в США создает положительный чистый спрос на доллары по счетам движения капитальных средств. Это обстоятельство отражает тот факт, что владельцы портфелей активов будут вынуждены покупать доллары для приобретения акций американских корпораций, недвижимого имущества или для помещения этих средств на банковские вклады, либо их вложения в иные виды активов. Чистый отток капитала из США создает отрицательный спрос на доллары, что характеризует желание владельцев портфелей предоставить доллары в обмен на иностранную валюту, которую они собираются поместить на вклады до востребования, обменять на акции и облигации иностранных правительств и компаний и т. д.

Как показано на рисунке 21.6, кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств имеет отрицательный наклон. Основными факторами, определяющие наклон и положение кривой чистого спроса являются следующие: ожидания хозяйственных агентов относительно будущих обменных валютных курсов и различие реальных норм процента в международной экономике. Сначала мы обратим наше внимание к ожиданиям хозяйственных агентов.

#### Ожидания определенных обменных валютных курсов

Отрицательный наклон кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств объясняется эффектом ожидания хозяйственными агентами определенных будущих обменных курсов валют, влияющих на спрос на ту или иную валюту. Рассмотрим пример, который поможет нам взглянуть в это процесс. Некая транснациональная корпорация, базирующаяся во Франции, аккумулировала 100 миллионов долларов в ликвидных активах, ожидая расширения своих операций в США. Управляющие корпорации, ведающие финансами, должны определить вероятное направление инвестиций этих средств, до того момента, пока они не потребуются. Положим, что их выбор определяется казначейскими векселями федерального правительства США и краткосрочными ценными бумагами, выпускаемыми правительством Франции.

Вполне очевидно, что необходимо принять во внимание действующие нормы процента по этим ценным бумагам, на основании которых по ним выплачиваются дивиденды. Предположим, что существующие процентные ставки по обоим видам ценных бумаг составляют 10% годовых; в этом случае выбор между французскими и американскими ценными бумагами будет зависеть от взаимной связи текущих норм процента и норм процента, ожидаемых в будущем.



### Кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств

Кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств иллюстрирует величину чистого спроса на доллары, потребные для осуществления операций по счетам движения капитальных средств. В данном случае вертикальная ось — обменный валютный курс — размещена в центре графика. При чистом притоке капитала чистый спрос на доллары по счетам движения капитальных средств больше нуля, при чистом оттоке капитала — меньше нуля. Ожидаемый обменный валютный курс на долгосрочных временных интервалах  $E^*$  служит в качестве отправной точки. Если обменный курс выше ожидаемого, то при прочих равных условиях владельцы портфелей активов будут ориентироваться на понижение стоимости доллара. Они переведут долларовые активы в иные формы, вызывая тем самым чистую утечку капитала. Обратная процедура наступит в том случае, когда существующий в определенный момент обменный курс ниже ожидаемого на долгосрочных временных интервалах. Таким образом, кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств имеет отрицательный наклон.

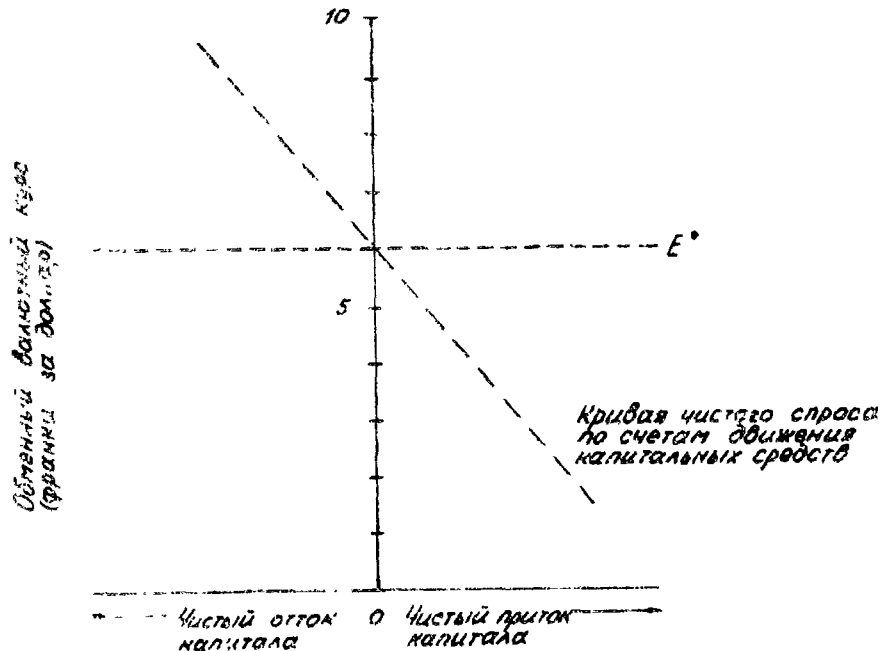


Рис. 21.6

Будем считать, что управляющие этой корпорации ожидают, что в наступающем году обменный валютный курс будет стремиться к уровню 6 франков за доллар. Этот ожидаемый в будущем обменный курс частично будет отражать паритет покупательной способности франка и доллара, а также гипотетические оценки рыночных факторов, способных повлиять на отклонения от паритета.

Если текущий обменный курс равняется ожидаемому в будущем, и действующие нормы процента в США и Франции равны, то для инвестора не станется никакого предпочтения перед тем или иным помещением капитала в 100 миллионов долларов. Если фирма предпочтет приобрести на 100 миллионов долларов казначейских векселей федерального правительства США, то через год она будет обладать капиталом в 110 миллионов долларов для расширения своих операций на американском рынке. Если, однако, эта фирма решит инвестировать свои средства в размере 600 миллионов франков во французские ценные бумаги, то при ожидаемом обменном валютном курсе к концу года она будет располагать капиталом в 660 миллионов французских франков, что в точности соответствует 110 миллионам долларов США.

Теперь предположим, что текущий валютный обменный курс составляет 8 франков за доллар и ожидается, что в будущем году он упадет до уровня 6 франков за доллар. Если эта фирма вложит свои 100 миллионов долларов в казначейские векселя, у нее, как и ранее, будет 110 миллионов долларов в конце года. И наоборот, эта фирма может сейчас обменять 100 миллионов долларов на 800 миллионов франков и приобрести французские ценные бумаги, приносящие 10% годовых. В итоге у фирмы в конце года образуется сумма в 880 миллионов франков. Исходя из предположения, что к этому времени обменный валютный курс упадет до 6 франков за доллар, эти 880 миллионов франков могут тогда быть обменены почти на 147 миллионов долларов. Следовательно, при прочих равных усло-

виях этой фирме в этом случае имеет смысл инвестировать свои средства в активы, сосредоточенные во франках, если ожидается, что обменный курс доллара по отношению к франку понизится.

С другой стороны предположим, что текущий валютный обменный курс составляет 4 франка за доллар и ожидается, что в будущем году он вырастет до 6 франков за доллар. В этом случае фирма, вкладывая 100 миллионов долларов, сможет приобрести ценных бумаг французского правительства лишь на 400 миллионов франков. Эта сумма (с учетом действующих норм процента) к концу года вырастет до 440 миллионов франков, но к тому времени ожидается, что валютный обменный курс франк-доллар возрастет, и 440 миллионов франков смогут обеспечить приобретение лишь 73 с небольшим миллионов долларов. Это предприятие выглядит явно убыточным.

Обобщая, можно сказать, что при равенстве норм процента имеет смысл хранить свои активы в тех валютных девизах, обменные курсы которых, согласно ожиданиям, возрастут, и избежать размещения активов в тех девизах, которым грозит падение их обменного валютного курса. Аналогичные рассуждения показывают, что в практике получения займов на внешних валютных рынках действует обратное правило, а именно: при равных нормах процента, заемщик получает преимущество, получая займ в тех валютных девизах, которые, как ожидается, понизят свой обменный курс, и наоборот, — получение займа в валюте, курс которой в скором будущем может быть повышен, приведет заемщика к дополнительным потерям.

Таким образом, мы сделали еще один небольшой шаг от международной практики представления займов и ссуд к пониманию процессов, характеризующихся наклонной кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств. Если существующий валютный обменный курс превышает ожидаемый, то вполне вероятно, что в ближайшем будущем он понизится. В этом случае обладатели портфелей активов постараются переключиться с долларов на франки, а заемщики предпочтут получать кредиты в американских, а не во французских банках. Такие мероприятия приведут к утечке капитала из США, а соответствующая точка на кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств — при графической интерпретации происходящих в экономической системе процессов — сместится влево от вертикальной оси (рис. 21.6). Аналогично, если текущий валютный обменный курс ниже ожидаемого, то, вполне вероятно, что скоро он несколько поднимется. Тогда владельцы портфелей активов постараются переключиться с франков на доллары, а хозяйственные агенты, нуждающиеся в средствах, будут ориентироваться на французские займы. Возникший приток капитала в США сдвинет соответствующую точку на кривой чистого спроса по счетам движения капитала вправо от вертикальной оси.

Однако необходимо дополнить вышеприведенные рассуждения еще одним существенным обстоятельством: в мире реальной экономики на каждом шагу встречается неуверенность и расхождение во мнениях относительно будущих колебаний валютных обменных курсов. Если будущие обменные курсы были бы известны заранее, и все хозяйственные агенты имели эту информацию, то обладатели портфелей активов бросались бы из стороны в сторону — от одной валюты к другой — в ответ на малейший сдвиг в текущих или ожидаемых обменных валютных курсах. На практике наблюдается несколько иная картина: рост текущего валютного курса постепенно убеждает сначала немногих, а затем все большее и большее количество хозяйственных агентов и владельцев портфелей активов в том, что выгодно произвести изменения в своих портфелях активов и иные соответствующие экономические мероприятия. Непрерывная кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств, представленная на рисунке 21.6, характеризует именно реальные экономические процессы на внешних валютных рынках.

### **Реальные нормы процента и их влияние на кривую чистого спроса по счетам движения капитальных средств**

Анализируя последствия ожиданий определенного валютного обменного курса для внешнеэкономической системы, мы считали, что не существовало различий в реальных нормах процента в США и во Франции. Далее мы рассмотрим влияние различий в существующих в разных странах реальных нормах процента в процессе транснациональной внешнеэкономической деятельности.

На рисунке 21.7 дана графическая интерпретация этих явлений в международной экономике. Первоначально кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств находится в положении  $D_1$ , что характеризует равенство процентных ставок в двух странах. Допустим, что исходный обменный курс составляет 6 франков за доллар и равен ожидаемому в будущем курсу  $E$ . При этих условиях (точка  $E_1$  на рисунке 21.7) владельцам портфелей активов будет абсолютно безразлично с точки зрения извлечения собственной выгоды в какой валюте — долларах или франках — эти активы формировать.

Далее предположим, что реальная норма процента в США начала возрастать; при этом ожидаемый обменный курс и реальная норма процента во Франции остались на прежнем уровне. Вследствие этого активы, хранящиеся в долларовых девизах, становятся для хозяйственных агентов более привлекательными; далее, многие обладатели портфелей активов начнут обмен франков на доллары для последующего инвестирования на более благоприятных условиях. В рассмотренном случае изменения в экономических системах сдвигают вправо-вверх кривую чистого спроса по счетам движения капитальных средств в положение  $D_2$  (рисунок 21.7).

Зададимся вопросом — какие экономические обстоятельства устанавливают предел рассмотренного выше сдвига вверх кривой чистого спроса? Почему владельцы портфелей активов немедленно не попытаются полностью перевести свои активы из франков в доллары? Дело обстоит в следующем. Как только кривая чистого спроса на доллары по счетам движения капитальных средств сдвинется вверх, обменный курс доллара также возрастет несколько выше своего долгосрочного ожидаемого значения. Достигнув уровня выше ожидаемого, обменный валютный курс остановит свой дальнейший рост, — в этой точке преимущества хранения активов в приносящих боль-

### Реальные нормы процента и чистый спрос по счетам движения капиталных средств

При текущем обменном валютном курсе, равном ожидаемому в будущем ( $E^*$ ), ни повышение, ни понижение стоимости доллара в обозримый период времени не грозит. Также, если во Франции реальные существующие нормы процента равны реальным нормам процента, господствующим в это время в американской экономике, не будет наблюдаться тенденции к перемещению активов ни в долларские девизы, ни во франки. В графической интерпретации (см. рисунок) эта экономическая ситуация соответствует положению  $E_1$  на кривой чистого спроса по счетам движения капиталных средств. Если, вследствие каких-либо экономических причин, происходит повышение реальных процентных ставок в США относительно норм процента, действующих в этот момент во Франции, обладатели портфелей активов начнут перемещение своих средств в долларские девизы, смещая при этом кривую чистого спроса по счетам движения капиталных средств вправо-вверх из положения  $D_1$  в положение  $D_2$ .

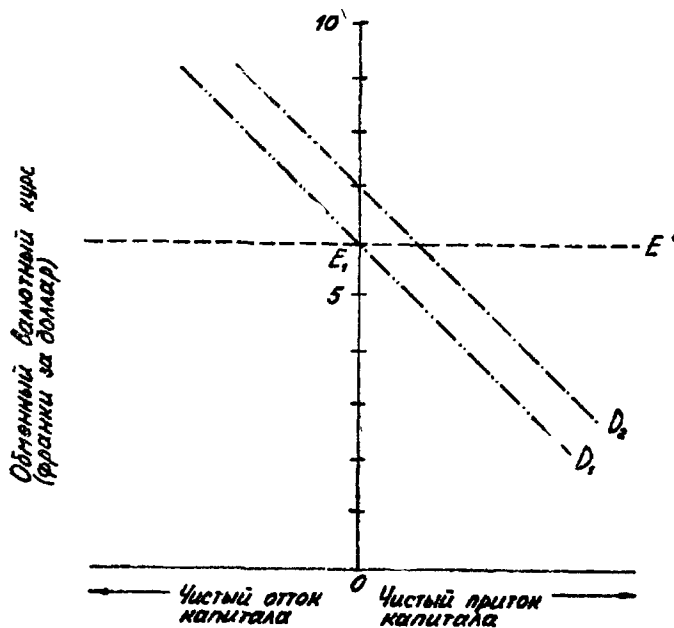


Рис. 21.7

ший доход долларových девизах компенсируются риском вероятных убытков, возникающих при возвращении обменного курса доллара к своему долгосрочному ожидаемому уровню. При этом уровне валютного обменного курса экономические мотивы перехода от франков к долларам исчезают.

Теперь рассмотрим следующий вопрос. Почему разница именно в реальных, а не номинальных, нормах процента приводит к смещению положения кривой чистого спроса по счетам движения капиталных средств? Рассмотрим случай, при котором реальная норма процента составляет 5% как во Франции, так и в США, и инфляция в экономике обеих стран в этот момент отсутствует. Затем предположим, что в США начинается рост цен, характеризующий в год 5-процентным уровнем. Соответственно номинальная норма процента возрастает до 10%, сохраняя неизменной реальные процентные ставки. Во Франции в это время уровень цен и существующие нормы процента сохраняются на фиксированном уровне. Из-за разницы в инфляционных процессах в экономике рассматриваемых стран паритет покупательной способности между франком и долларом начинает изменяться. В результате инфляционных процессов, возобладавших в экономике США, паритетный обменный валютный курс доллара начнет падать со скоростью 5% в год. Поскольку поддержание паритета покупательной способности является одним из основных обстоятельств, формирующих ожидания хозяйственных агентов относительно будущих валютных курсов, действительный обменный курс операций на внешнем валютном рынке также начнет понижаться с темпами, равными 5% в год. Это понижение покупательной способности доллара в точности компенсирует «псевдопреимущество» более высокой номинальной нормы процента, действующей при этих обстоятельствах в США. Таким образом, изме-

нение номинальных норм процента, отражающее аналогичные изменения темпов инфляции, оставляет реальные процентные ставки на прежнем фиксированном уровне, что само по себе не способно сделать доллар ни более, ни менее привлекательным, чем ранее. Следовательно, изменение номинальной нормы процента не способно оказать какое-либо влияние на смещение кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств.

#### **Суперпозиция кривых спроса по текущим счетам внешнеторговых операций и счетам движения капитальных средств**

На рисунке 21.8 представлен способ, посредством которого кривые спроса по текущим счетам внешнеторговых операций и счетам движения капитальных средств могут быть связаны воедино. При каждом конкретно заданном обменном валютном курсе кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций характеризует то количество долларов, которое необходимо французским покупателям в качестве оплаты экспорта товаров и услуг из США. Чем ниже обменный валютный курс доллара, тем дешевле американский экспорт для французских потребителей, поэтому кривая спроса по текущим счетам внешнеторговых операций имеет отрицательный наклон.

Помимо внешнеторговых операций, связанных с импортом и экспортом товаров и услуг, каждый день регистрируется огромный объем сделок по счетам движения капитальных средств. Эти операции характеризуют практику предоставления и получения займов ссуд, а также куплю-продажу финансовых активов. В предыдущих разделах эти обстоятельства подробно комментировались. Вспомним, что при наличии притока капитала в США, спрос на доллары по счетам движения капитальных средств превзойдет их предложение. Чистый спрос по счетам движения капитальных средств, имеющий в этом случае положительное сальдо, добавляется к спросу по текущим счетам внешнеторговых операций. Согласно схеме, представленной на рисунке 21.8, такая ситуация характерна для всех уровней валютных обменных курсов ниже 6 франков за доллар.

Поскольку кривая чистого спроса на доллары по счетам движения капитальных средств имеет наклонную форму, геометрическая сумма рассматриваемых кривых, представляющая общий суммарный спрос на доллары, характеризуется той же формой. Расстояние по горизонтали между кривой суммарного спроса на доллары и кривой спроса по текущим счетам внешнеторговых операций есть мера степени притока (или оттока) капитала для каждого конкретного валютного курса.

#### **Сдвиги предложения и спроса по текущему счету внешнеторговых операций**

Ранее в этой главе мы ограничились кратким рассмотрением эффектов воздействия на уровень обменных валютных курсов сдвигов и изменений предложения и спроса по текущим счетам внешнеторговых операций. Одновременный учет спроса на доллары по счетам движения капитальных средств представляет собой всеобъемлющий анализ этих процессов в экономике. Их графическая интерпретация дана на рисунке 21.9.

Первоначально экономическая система находится в положении равновесия  $E_1$  при валютном обменном курсе 6 франков за доллар, равно ожидаемому обменному курсу на долгосрочных временных интервалах  $E^*$ . Движения средств по текущим счетам внешнеторговых операций и счетам движения капитальных средств также находятся в равновесии. Чистый спрос на доллары по счету движения капитальных средств равен нулю и, таким образом, общий суммарный спрос и спрос и предложение ( $S_1$ ) по текущим счетам внешнеторговых операций равны.

Далее, как и в примере из предыдущего раздела, предположим, что фаза расширения делового цикла стимулирует развитие экономики США. Фирмы, деловые предприятия и рядовые потребители увеличивают свой спрос на широкий ассортимент товаров и услуг, включая и обширно увеличивающийся импорт. Чтобы приобрести франки (а равно и валюту других стран), которая необходима в качестве платы за импорт, американские хозяйственные агенты будут вынуждены предлагать на внешних валютных рынках все увеличивающееся количество долларов. Результатом этих мероприятий явится сдвиг кривой предложения долларов по текущему счету внешнеторговых операций вправо — из положения  $S_1$  в положение  $S_2$ .

При этом смещении предложение долларов на рынках превосходит спрос при существующем обменном валютном курсе; уровень обменного курса начинает падать, что делает экспортируемые в США товары дешевле для французских покупателей. Это повышает спрос на доллары по текущему счету внешнеторговых операций, что графически интерпретируется смещением экономической системы вправо-вниз вдоль кривой спроса на доллары по текущим счетам. Одновременно это понижение обменного курса доллара приводит к тому, что французские товары становятся для американских покупателей более дорогими. Графически это обстоятельство интерпретируется как перемещение экономической системы влево-вниз вдоль новой кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций  $S_2$ .

Если исходить только лишь из расчетов по текущим счетам внешнеторговых операций (как это делалось в начале настоящей главы), то обменный валютный курс падал бы до отметки  $E_1$  (2,75 франка за доллар), так как новое положение равновесия на внешних валютных рынках в этих условиях будет достигнуто именно здесь. Однако, на практике в действие вступают операции по счетам движения капитальных средств, которые ограничивают столь резкое падение обменного курса.

Этот сдвиг предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций понижает обменный валютный курс доллара ниже уровня паритета. Допуская, что в этом случае не происходит каких-либо изменений в значениях реальных норм процента, такое обстоятельство приводит к тому, что активы, находящиеся в долларовых дивизах, становятся для хозяйственных агентов привлекательнее, чем раньше. Ожидая, что в конечном результате последует некое повышение стоимости доллара, хозяйственные агенты начинают обмен франков на доллары для

**Суперпозиция кривых спроса по текущим счетам внешнеторговых операций и счетам движения капитальных средств.**

Объединение кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств совместно с кривой спроса по текущим счетам внешнеторговых операций приводит к формированию имеющей отрицательный наклон кривой общего суммарного спроса на доллары. При наличии чистого притока капитала кривая общего суммарного спроса располагается справа от кривой по текущим счетам внешнеторговых операций, при наличии оттока капитала — слева от нее. При каждом конкретном обменном валютном курсе расстояние по горизонтали между кривой суммарного спроса на доллары и кривой спроса по текущим счетам внешнеторговых операций характеризует итоговый баланс по счетам движения капитальных средств.

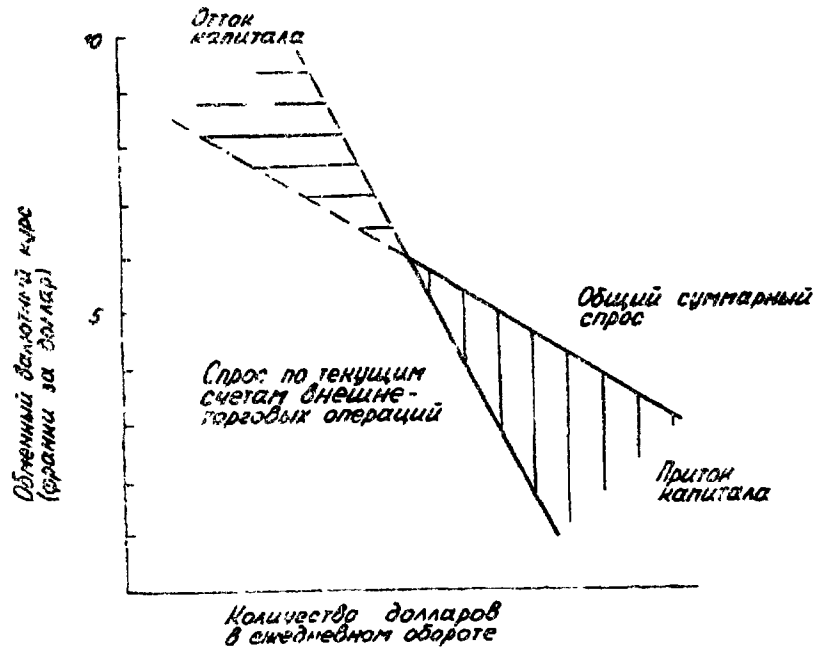


Рис. 21.8

воспоследующего приобретения американских активов. В графической интерпретации это выглядит, как движение экономической системы от положения  $E_0$  в положение  $E_1$  (рисунок 21.9) вдоль кривой общего суммарного спроса на доллары. Чем ниже падает обменный валютный курс доллара, тем выше чистый спрос на доллары по счетам движения капитала, и, следовательно, тем больше разрыв между общим суммарным спросом на доллары и спросом на них по текущему счету внешнеторговых операций. Разрыв между этими кривыми показывает величину притока капитала в экономику США для каждого конкретного обменного курса (на рисунке 21.9 заштрихован).

В точке  $E_2$  экономическая система на внешних валютных рынках вновь достигает положения равновесия, при котором спрос на доллары равен их предложению. Обменный валютный курс доллар-франк в этом положении составляет 4,5 франка за доллар, что ниже уровня ожидаемого в будущем обменного курса, но существенно выше значения обменного курса, которое обеспечивает равновесие на рынке при учете движения средств лишь по текущим счетам внешнеторговых операций. Именно наличие существенного дефицита по текущим счетам (что графически иллюстрируется взаимным положением новой кривой предложения долларов  $S_2$  и кривой спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций) обуславливает достигнутое равновесие на валютных рынках. Стрелкой на рисунке 21.9 отмечено абсолютное значение дефицита по текущим счетам внешнеторговых операций, равное по величине и противоположное по знаку притоку капитала в экономику США.

Следует подчеркнуть, что равновесия на внешних валютных рынках вполне совместимо с дисбалансом по текущим счетам внешнеторговых операций. Например, почти на всем протяжении XIX века экономика США характеризовалась дефицитом по текущему счету внешнеторговых операций, который компенсировался притоком капитала (ситуация аналогичная рассмотренной на рисунке 21.9). Такая ситуация вообще вполне обычная для бурно разви-

**Влияние изменений положения кривой предложения долларов как по текущим счетам внешнеторговых операций, так и по счетам движения капитальных средств**

При наступлении фазы расширения делового цикла в экономике США кривая предложения долларов смещается из положения  $S_1$  в положение  $S_2$ , и избыточное предложение долларов на внешних валютных рынках способствует падению обменного валютного курса доллара. Эти процессы вызывают расширение экспорта США, увеличивая тем самым спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций. Поскольку владельцы портфелей активов ожидают, что в конечном итоге обменный курс доллара вернется назад к уровню  $E^*$  (обменный валютный курс доллара на долгосрочных временных интервалах), чистый спрос на доллары по счету движения капитальных средств также возрастет. По мере того, как оба эти источника увеличивают величину спроса на доллары, обменный валютный курс сдвигается вправо-вниз вдоль кривой общего суммарного спроса, достигая нового положения равновесия экономической системы на внешних валютных рынках  $E_2$ . Отметим, что снижение обменного валютного курса не происходит столь сильно, как это может быть при рассмотрении лишь только текущего счета внешнеторговых операций (в этом случае равновесие достигается в положении  $E_1$ ). Вместо этого, в положении  $E_2$  существует некий дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций, а равный чистый приток капитала, возникающий при синхронном рассмотрении операций по счетам движения капитальных средств, компенсирует этот дефицит. Сравните этот пример с приведенным на рисунке 21.5.

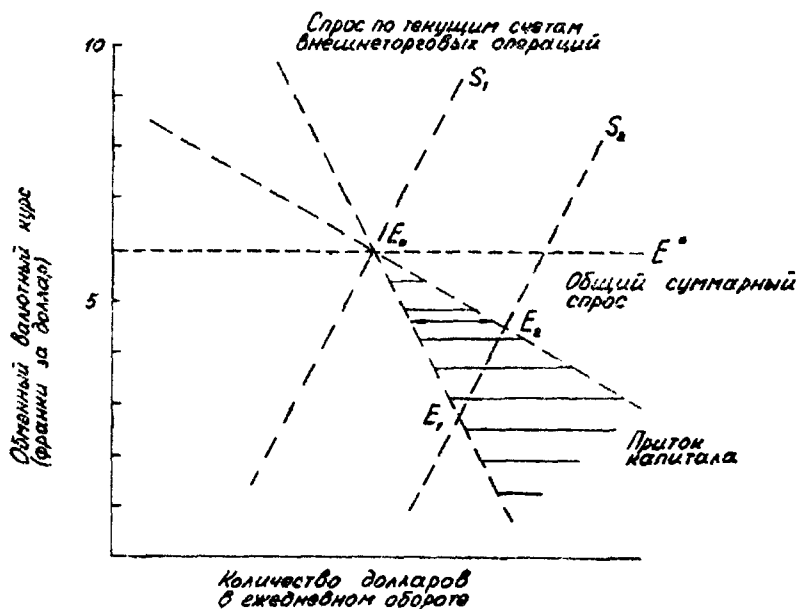


Рис. 21.9

вающейся экономической системы, которая интенсивно вовлекает в себя чистый импорт товаров и услуг, притягивая в то же самое время и денежные средства, инвестируемые в нее с целью обеспечения продолжающегося экономического роста. Возможно и равновесие противоположного типа. Так с 1894 по 1970 года в американской экономике наблюдалось активное сальдо по текущим счетам внешнеторговых операций (т. е. превышение экспорта товаров и услуг над импортом), что компенсировалось чистым оттоком капитала. В это время Соединенные Штаты стали основным поставщиком капитала для всего остального мира.

В восьмидесятые годы стрелка экономического барометра качнулась еще раз — в американской экономике вновь был отмечен дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций, а счет движения капитальных средств приобрел компенсирующее этот процесс активное сальдо. Однако события, произошедшие в этот период в экономической системе США, и их интерпретация несколько отличаются от рассмотренных выше. В следующем разделе мы попытаемся объяснить возникшие обстоятельства.

**Сдвиг кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств и его влияние на валютные рынки**

В предыдущем примере операции по счетам движения капитальных средств адаптировались к изменениям и нарушениям, возникавшим при рассмотрении текущих счетов внешнеторговых операций.

### Сдвиг кривой чистого спроса по счетам движения капиталных средств и его влияние на валютные рынки

По мере роста реальных норм процента в американской экономике чистый спрос на доллары по счетам движения капиталных средств возрастает, и кривая общего суммарного спроса изменяет свое положение из  $TD_1$  в  $TD_2$ . Результирующий избыточный спрос на доллары вызывает увеличение обменного валютного курса доллара, что уменьшает экспорт американских товаров и увеличивает импорт. Таким образом, возникает дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций. В новом положении равновесия экономической системы приток капитала в американскую экономику компенсирует дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций (на рисунке обозначен стрелкой). Отдельно обратите внимание, что в этом примере (в противоположность приведенному на рисунке 21.9) дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций сопровождается обменным валютным курсом, который по своему значению превышает ожидаемый обменный курс на долгосрочных временных интервалах  $E^*$ .

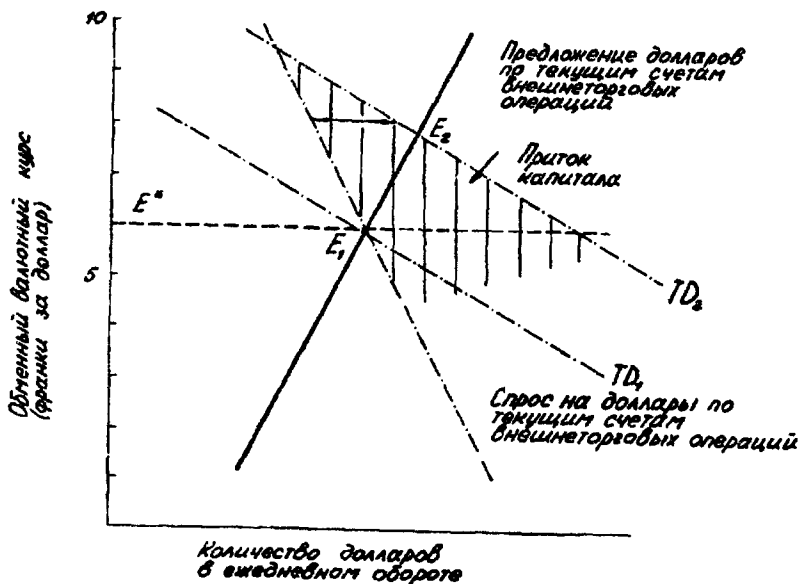


Рис. 21.10

Как обычно, наш анализ опирается на исходное положение равновесия, в котором текущий обменный валютный курс равен ожидаемому в будущем, а операции по обоим типам счетов сбалансированы. Теперь предположим, что реальная норма процента в США возрастает относительно действующей во Франции. Это вызывает сдвиг вверх (разумеется в графической интерпретации) кривой чистого спроса по счетам движения капиталных средств, аналогично показанному на рисунке 21.7. На рисунке 21.10 кривая общего суммарного спроса на доллары сдвигается из положения  $TD_1$  в положение  $TD_2$ , но при этом кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций своего положения не изменяет.

В связи с ростом реальной нормы процента в США владельцы портфелей активов захотят обратить их некоторую часть из франков в доллары. Это обстоятельство повышает чистый спрос на доллары, что способствует увеличению валютного обменного курса; при этом импортные товары и услуги становятся дешевле и доступнее для американских потребителей. Количество долларов, предлагаемое на внешние валютные рынки по текущим счетам внешнеторговых операций, возрастает по мере того, как экономическая система смещается вправо-вверх вдоль кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций. В это же самое время экспорт товаров и услуг из США для зарубежных потребителей все дороже, что уменьшает величину спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций; это обстоятельство иллюстрируется смещением влево-вверх вдоль кривой спроса по текущему счету внешнеторговых операций. Совместное рассмотрение двух этих процессов приводит к тому, что итоговый баланс по текущему счету внешнеторговых операций вновь сводится к дефициту.

Тем временем рост обменного валютного курса оказывает влияние и на операции по счету движения капиталных средств. Кривая чистого спроса по счетам движения капиталных средств смещается, отражая то обстоятельство, что более высокие процентные ставки, действующие в США, делают активы, выраженные в долларовых дивизах, более привлекательными для хозяйственных агентов при заданном обменном валютном курсе. Однако повышение обменного курса выше ожидаемого уровня  $E^*$  несколько уменьшает радость и энтузиазм хозяйственных

агентов, обративших свои средства в долларские дивизы, так как они начинают вполне резонно ожидать грядущее его понижение. Графически это соответствует смещению экономической системы влево-вверх вдоль новой кривой чистого спроса на доллары  $TD_2$ , а новое положение равновесия экономической системы на внешних валютных рынках устанавливается в точке  $E_2$  (рисунок 21.10). Такое положение вещей обеспечивает интенсивный приток капитала в США, обеспечивая существованием относительно высокие процентные ставки, но ограниченный относительно высоким обменным курсом доллара. Дефицит по текущему счету внешнеторговых операций соответствует притоку капитала, характеризующему воздействию относительно высокого обменного курса на импортеров и экспортеров.

Небесполезно сравнить примеры, представленные на рисунках 21.9 и 21.10. В одном аспекте они совпадают: в обоих случаях наличествует дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций при чистом притоке капитала. Однако в другом отношении они совершенно различны. Поясним это обстоятельство. Дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций, вызванный циклическим ростом экономической активности и представленный на рисунке 21.9, сопрягается с равновесным обменным курсом доллара, зафиксированном на уровне ниже ожидаемого на долгосрочных временных интервалах. В этом случае рост экономической активности способствует возникновению дефицита по текущим счетам внешнеторговых операций, что в дальнейшем понижает обменный курс относительно ожидаемого уровня. Дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций, представленный на рисунке 21.10, совсем иного рода: причина его — рост реальных процентных ставок в американской экономике, а сопрягается он с равновесным обменным курсом доллара, зафиксированном на уровне выше ожидаемого на долгосрочных временных интервалах. В этом случае рост реальной нормы процента вызывает повышение обменного валютного курса, что, в свою очередь, вызывает дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций.

### Внешние валютные рынки на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах. Эффект Джей-кривой

В предыдущем разделе указывалось, что при прочих равных условиях рост обменного валютного курса способствует возникновению дефицита по текущим счетам внешнеторговых операций, а его снижение — некоему избытку средств по этим счетам. Это утверждение под понятием «при прочих равных условиях» не подразумевает каких-либо изменений в предложении и спросе по текущим счетам внешнеторговых операций, что само по себе помогает дифференцировать экономические ситуации, представленные на рисунках 21.9 и 21.10.

Исходя из опыта американской экономики восьмидесятых годов (а также ряда других стран в соответствующие периоды времени), этот результат не всегда достижим. Например, начало восьмидесятых годов сопровождалось повышением курса доллара, но в реальной действительности дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций продолжал увеличиваться. Более того, когда в 1984 году курс доллара понизился, дефицит тем не менее продолжал нарастать, установив в 1985 и 1986 годах своеобразные рекорды роста, прежде чем несколько стабилизироваться к концу 1986 года. Фактически данные изменения обменного валютного курса доллара и чистого экспорта представлены на рисунке 21.11. Форма кривой, приведенной на графиках, характеризующая продолжающееся уменьшение объема чистого экспорта после того, как обменный валютный курс начинает снижаться, а затем после некоторой задержки вновь отмечается рост чистого экспорта, напомнила некоторым экспертам и наблюдателям букву J латинского алфавита, откуда это явление и получило свое название.

**Эластичность на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах.** Наиболее распространенной трактовкой экономических процессов, описываемых «эффектом Джей-кривой», является включение в рассмотрение функционирования экономической системы эластичности спроса на импортные и экспортные товары и услуги как на долгосрочных, так и на краткосрочных временных интервалах. Спрос как на импорт, так равно и на экспорт отличается тем, что на долгосрочных временных интервалах он более эластичен, нежели чем на коротких временных отрезках, поскольку потенциальному покупателю требуется некоторое время для того, чтобы приспособиться к новым источникам предложения по мере изменения цен.

Одна из причин такого положения вещей состоит в том, что размещение и выполнение заказов на многие промышленные товары требует достаточно продолжительного времени. Рассмотрим простой пример. Некая авиакомпания обновляет свой парк самолетов и, вследствие этого, стоит перед выбором: предпочесть ей «Боинги», построенные в США, или аналогичный по своим техническим характеристикам аэробус, построенный в Евро-

пе? Естественно, что при этом будут изучаться сопоставимые цены двух вариантов и, следовательно, обменные курсы валют. Однако, заказы на производство такой сложной техники, как самолеты, практически всегда размещаются заранее, — бывает что и от заказа изделия до его доставки потребителю проходят годы. Вероятные изменения валютного обменного курса в период после заключения контракта и до доставки готовой продукции уже никоим образом на оговоренных условиях сказаться не могут: в этом случае поставщиков быстро и скоро, а тем более в последний момент, изменить не удастся.

На коротких временных интервалах спрос менее эластичен также и для потребительских товаров. Здесь основной вопрос заключен не в длительных сроках реализации полученного заказа (от получения заказа до поставки готового изделия), а во времени, необходимом для изменения вкусов, привычек и привязанностей. Так, например,

**Эффект Джей-кривой** — первоначальный рост дефицита платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций, сопровождающий падение обменного курса какой-либо валюты, и последующее спонтанное уменьшение дефицита независимо от дальнейшего падения обменного курса.



### «Эффект Джей-кривой» в американской экономике восьмидесятых годов

В полном соответствии с таким экономическим явлением как «эффект Джей-кривой», снижение обменного курса валюты какой-либо страны не приводит к мгновенному расширению ее чистого экспорта. Наоборот, вместе со снижением обменного валютного курса чистый экспорт в течение некоторого времени все еще продолжает сокращаться. Затем вновь наблюдается рост чистого экспорта. Графические построения, отражающие рассматриваемые экономические реалии, напомнили некоторым наблюдателям буквы «J» латинского алфавита, откуда это явление и получило свое название.

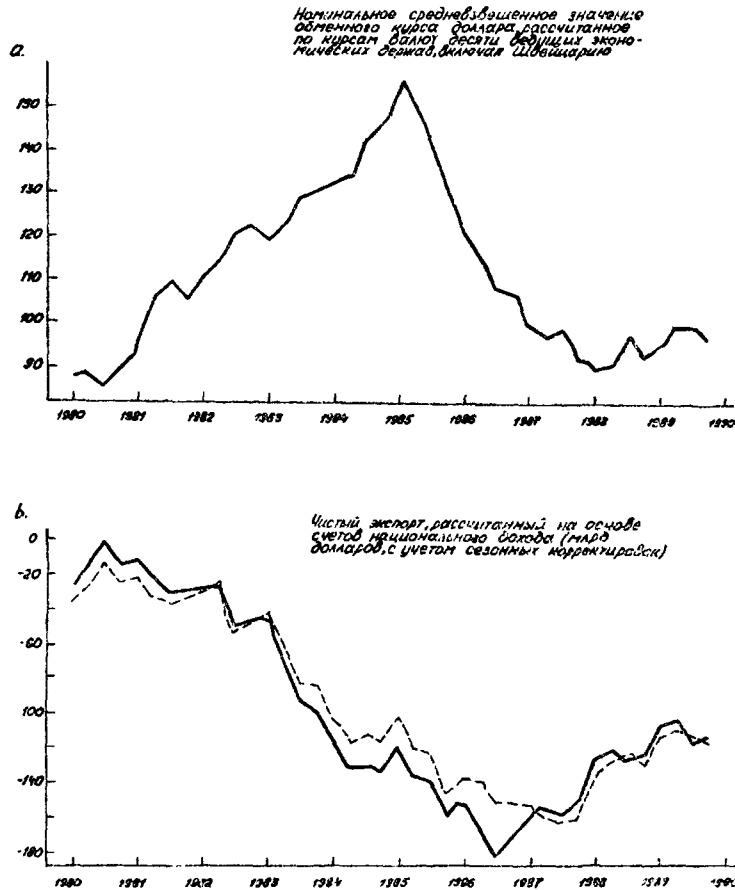


Рис. 21.11

в шестидесятые годы относительно небольшое число покупателей японских автомобилей привлекала главным образом их низкая цена. К середине восьмидесятых годов многие потребители оказались настолько привязанными к репутации японской техники, как высококачественной и очень надежной, что даже рост обменного курса доллара не привнес каких-либо изменений в привычках потребителей.

На эти процессы воздействует и иной фактор. Задержка и отставание изменений розничных цен относительно колебаний обменных курсов валют также имеют место. Например, в 1985-1986 годах стоимость доллара понизилась, однако многие иностранные фирмы компенсировали этот скачок обменного курса долларом вырьированием коэффициента доходности (торговых скидок с установленных розничных цен). Таким образом, уменьшение стоимости доллара на 25% относительно немецкой марки не означает моментального вздорожания автомобилей «Мерседес» на американском рынке на те же 25%. Корректировка розничных цен происходила лишь тогда, когда становилось очевидно, что новая стоимость доллара по отношению к валютам других стран сохранялась всерьез и надолго.

**Эластичность и кривые спроса по текущим счетам внешнеторговых операций.** На рисунке 21.12 представлена графическая интерпретация влияния эластичности спроса по цене на функционирование экономической системы на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах. Рисунок 21.12 — своеобразное продолжение темы, на-

### Понижение обменного валютного курса на краткосрочных и долгосрочных временных интервалах

Предположим, что спрос на импорт (равно как и на экспорт) на краткосрочных временных интервалах имеет относительно невысокую эластичность. Согласно нашему предыдущему анализу, в ответ на увеличение реальных норм процента в американской экономике приходится смещение экономической системы из положения  $E_1$  в положение  $E_2$ . В этом положении произошла полная корректировка всех параметров, входящих в экономическую систему и оперирующих на внешних валютных рынках. Затем отмечается падение реальных норм процента. В этом случае — так как спрос на экспорт менее эластичен на краткосрочных временных интервалах, нежели чем на долгосрочных — экономическая система сдвинется по кривой спроса на краткосрочных временных интервалах ( $D_{sr}$ ), а отнюдь не по аналогичной кривой, построенной для долгосрочных временных интервалов ( $D_{lr}$ ). Кривая общего суммарного спроса таким образом сместится из положения  $TD_2$  в положение  $TD_3$  — геометрической сумме кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств и кривой  $D_{sr}$ . Аналогично — поскольку спрос на импорт также весьма неэластичен на краткосрочных временных интервалах — экономическая система смещается вдоль кривой предложения долларов на краткосрочных временных интервалах  $S_{sr}$ , а не  $S_{lr}$ , что устанавливает новое положение равновесия в точке  $E_3$ . В этом случае наблюдающийся дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций (стрелка (b)) больше, чем до понижения стоимости доллара (стрелка (a)). Позднее, по мере того как произойдет полная адаптация экономической системы к новому обменному курсу валют, процессы экономического развития войдут в свою колею, задействовав кривые спроса и предложения на долгосрочных временных интервалах, и экономическая система вернется в исходное положение равновесия  $E_1$ .

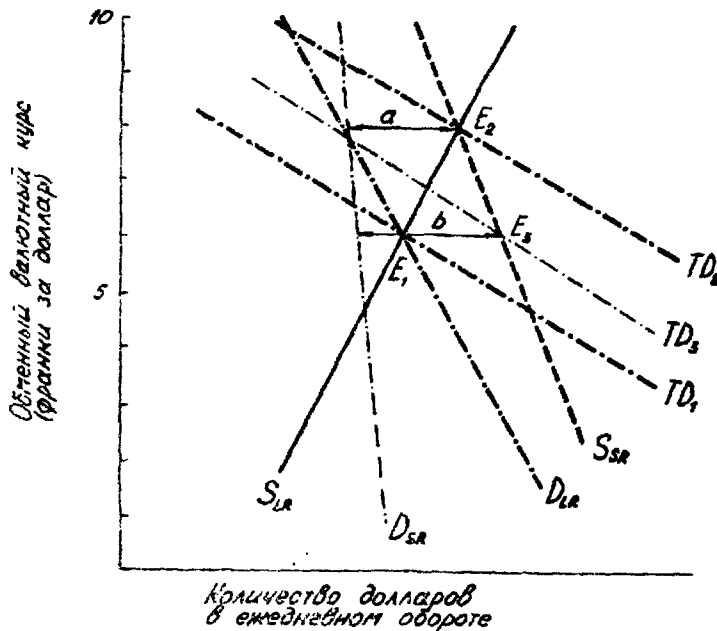


Рис. 21.12

чатой при анализе рисунка 21.10. Начиная с исходного положения равновесия в точке  $E_1$ , рост реальных процентных ставок смещает экономическую систему в новое положение равновесия  $E_2$ . Обозначения  $S_{lr}$  и  $D_{lr}$  введены для кривых предложения ( $S_{lr}$ ) и спроса ( $D_{lr}$ ) на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций на долгосрочных временных интервалах. В результате роста реальной нормы процента кривая общего суммарного спроса смещается из положения  $TD_1$  в положение  $TD_2$ . В положении равновесия  $E_2$  наблюдается дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций (на рисунке отмечен стрелкой с индексом (a), проведенной между кривыми предложения ( $S_{lr}$ ) и спроса ( $D_{lr}$ ) на долгосрочных временных интервалах. Этот дефицит в данном случае компенсируется активным сальдо итогового баланса по счетам движения капитальных средств.

Теперь мы предположим, что реальная норма процента в американской экономике несколько снизилась, уменьшив в результате чистый спрос на доллары по счетам движения капитальных средств. В графической интерпретации этот процесс выглядит как сдвиг вниз кривой общего суммарного спроса на доллары из положения  $TD_2$  в положение  $TD_3$ . Зададим риторический вопрос: возвратит ли это экономическую систему в исходное положение

равновесия, а текущий счет внешнеторговых операций вновь счастливо избежит дефицита? Конечно нет, если не принять во внимание неэластичность спроса на импорт и экспорт на краткосрочных временных интервалах.

По мере того, как обменный валютный курс доллара начинает падать, товары США для французских покупателей становятся дешевле. Однако в этом случае вместо того, чтобы предположить немедленный рост закупок американского экспорта на то количество, которое обеспечивает движение экономической системы вдоль кривой  $D_{fr}$  обратно в положение  $E_1$ , допустим, что французские потребители увеличили свои закупки лишь незначительно. Тогда экономическая система сдвинется вниз вдоль менее эластичной кривой спроса ( $D_{sr}$ ) на краткосрочных временных интервалах.

В то же самое время снижение нормы процента в США делает французские товары более дорогими для американских покупателей. Они несколько сокращают объем закупок импортных товаров, однако процентное уменьшение закупок меньше соответствующего процентного изменения обменного валютного курса. Такой спрос на импорт на краткосрочных временных интервалах неэластичен по цене. Как ранее показано в этой главе, неэластичность спроса на импортируемые товары и услуги сопряжена с наличием отрицательно наклонной кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций. Таким образом, при падении обменного валютного курса экономическая система смещается из положения  $E_2$  вниз-вправо вдоль кривой предложения долларов на краткосрочных временных интервалах ( $S_r$ ).

Как представлено на рисунке 21.12, кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций имеет не только отрицательный наклон, но и пролегает менее круто, чем кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций на краткосрочных временных интервалах. Вследствие этого, по мере падения обменного курса доллара дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций увеличивается (графически это соответствует расширению створа между кривыми  $D_{sr}$  и  $S_r$  по мере продвижения вниз к оси абсцисс). Обменный валютный курс достигает нового положения равновесия  $E_3$ , в котором пересекаются кривая предложения долларов  $S_r$  на краткосрочных временных интервалах с кривой общего суммарного спроса на доллары  $TD_3$ . В этой точке обменный курс снова устанавливается на первоначальном уровне 6 франков за доллар, но теперь дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций (его абсолютное приращение показано на рисунке стрелкой (b)) превосходит его соответствующий уровень, отмеченный в положении  $E_2$ . При определенных обстоятельствах в реальной экономической жизни вполне вероятно, что обменный курс на долгосрочных временных интервалах в течение какого-либо периода времени упал бы ниже равновесного уровня  $E_3$ .

На долгосрочных временных интервалах произойдут дальнейшие корректировки процессов развития экономической системы. Покупатели товаров и услуг во Франции и, равным образом, в США постепенно начнут формировать новую стратегию закупок применительно к новым относительным ценам. Эти действия приведут к тому, что вновь заработает механизм спроса и предложения применительно к долгосрочным временным интервалам, и экономическая система вернется в исходное положение равновесия  $E_1$ . Но все это потребует значительного количества времени, — быть может несколько лет, как свидетельствует опыт США восьмидесятых годов. Тем временем экономическая система испытывает влияние процессов, вызванных к жизни «эффekten Джей-кривой».

### Заглядывая вперед

В настоящей главе вопросы претворения в жизнь той или иной экономической политики в процессе международной торговли остались вне поля нашего внимания. Но всему свое время и свой черед. При рассмотрении экономических процессов на внешних валютных рынках многие хорошо знакомые нам экономические переменные предстали в новой ипостаси. Мы убедились, что изменения национального дохода влияют на спрос на импортные товары и услуги, «экспортируя» таким образом экономические процессы, связанные с развитием делового цикла, за пределы государственных границ. Мы увидели, каким образом концептуальные понятия спроса на активы и выбор определенного портфеля активов могут быть расширены путем включения в анализ денежных активов, наряду с другими активами и пассивами, размещенными в иностранной валюте. Кроме того, нами установлено, что нормы процента играют весьма существенную (и зачастую определяющую) роль при фиксации того или иного уровня обменных валютных курсов, равно как и во многих аспектах внутренней денежно-кредитной политики.

Теперь, когда нам стала очевидна роль дохода, денег и норм процента в международной экономической практике, остается сделать небольшой шаг, чтобы перейти к анализу тех или иных мероприятий международной экономической политики, которые способны повлиять на вышеуказанные переменные. Поскольку контроль за ними (в большей или меньшей степени) со стороны творцов экономической политики вполне осуществим, очевидно, что и обменные валютные курсы до некоторой степени подвержены контролю и ревизии. В следующей главе мы в последний раз рассмотрим взаимодействие денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, чтобы определить каким образом это взаимодействие сказывается не только на внутреннюю экономическую жизнь, но и на состояние мировой экономической системы в целом.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Внешний валютный рынок — это типичный саморегулирующийся рынок, на котором валюта различных стран продается и обменивается одна на другую. Основные участники этого рыночного процесса — крупные коммерческие банки; они выступают в роли как брокеров, так и дилеров. Средства обмена на этих рынках включают в себя телеграфные переводы, переводные векселя, а для небольших сделок также дорожные чеки и наличную валюту.

Котировка обменных валютных курсов дается как для немедленных расчетов (курс по кассовым операциям), так и для расчетов в будущем (курс по срочным операциям).

2. Учет платежей при осуществлении международных финансово-торговых операций разных стран регистрирует все источники поступлений денежных средств и все места их применения в процессе перехода этих средств из рук в руки на внешних валютных рынках. Платежи и сделки в рамках текущих счетов внешнеторговых операций — это первая и основная учетная категория, которая включает в себя экспорт и импорт товаров и услуг, а также разовые односторонние платежи. Международная практика предоставления и получения ссуд и займов, а также процессы купли-продажи финансовых активов регистрируются по счетам движения капитальных средств. Изменения, происходящие в официальных резервных активах центральных банков и правительственных органов, включаются как операции по официальным резервным (расчетным) счетам. Суммарный итог операций по этим трем учетным категориям международных финансово-торговых операций должен быть равен нулю, однако на практике (в основном из-за сложности бухгалтерского учета операций по счетам движения капитальных средств) этот итог дает значительное статистическое расхождение.

3. Спрос на доллары по текущим внешнеторговых операций формируется из спроса зарубежных партнеров на американский экспорт. Поскольку понижение стоимости доллара делает американские товары дешевле для зарубежных потребителей, кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций имеет отрицательный наклон. Предложение долларов по текущим счетам внешнеторговых операций проистекает из спроса США на импортные товары. Увеличение стоимости доллара делает импортные товары дешевле для американских потребителей и, следовательно, увеличивает спрос на импорт. Однако повышение стоимости доллара приведет к увеличению предложения долларов на внешних валютных рынках лишь при условии эластичности спроса на импортные товары. Таким образом, кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций имеет положительный наклон, если спрос на импорт эластичен, и отрицательный наклон, если спрос неэластичен.

4. Чистый спрос на доллары по счетам движения капитальных средств среди прочих факторов зависит от взаимной связи текущего и ожидаемого в будущем обменного валютного курса, а также от уровня реальных норм процента в США относительно существующих за рубежом. При прочих равных условиях экономика США испытывает чистый приток капитала при условии, что текущий обменный курс доллара падает ниже уровня, ожидаемого в будущем, и, соответственно, отток капитала при условии, что текущий обменный курс доллара превышает обменный валютный курс, ожидаемый в будущем. Такая взаимная связь графически может быть представлена кривой чистого спроса на доллары по счетам движения капитальных средств, имеющей отрицательный наклон. Рост реальных норм процента в США относительно процентных ставок, имеющих место в экономике других стран, смещает кривую чистого спроса по счетам движения капитальных средств вверх, а уменьшение реальных норм процента — вниз.

5. Геометрическая сумма (суперпозиция) кривой спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций и кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств представляет собой кривую общего суммарного спроса на доллары. Уровень равновесия обменного валютного курса определяется как точка пересечения этих двух кривых, то есть он имеет место при равновесии операций по текущим счетам движения капитальных средств. Обобщая, можно сказать, что равновесие на внешних валютных рынках наступает тогда, когда дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций компенсируется притоком капитала, либо активное сальдо текущего счета внешнеторговых операций уравнивается оттоком капитала из экономической системы.

6. При заданных кривых спроса и предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций на долгосрочных временных интервалах повышение стоимости валюты способствует увеличению дефицита по текущим счетам, а понижение стоимости валюты приводит к положительному балансу подобных операций. Однако, на краткосрочных временных интервалах спрос на импорт и экспорт товаров и услуг менее эластичен, чем на долгосрочных временных интервалах. Результатом этого является то, что кривая предложения долларов на краткосрочных временных интервалах имеет отрицательный наклон и прелегает менее круто, нежели кривая спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций на краткосрочных временных интервалах. В этом случае понижение стоимости валюты, вызванное падением чистого спроса по счетам движения капитальных средств, на краткосрочных временных интервалах будет увеличивать дефицит по текущим счетам внешнеторговых операций вместо того, чтобы наращивать активное сальдо. Это явление в экономике известно как «эффект Джей-кривой».

### Термины для повторения

Замкнутая экономическая система  
Открытая экономическая система  
Внешние валютные рынки  
Переводной вексель  
Обменный курс по кассовым операциям  
Приток капитала  
Отток капитала  
Статистическое расхождение  
Повышение стоимости (валюты)  
Понижение стоимости (валюты)

Обменный курс по срочным операциям  
Текущий счет внешнеторговых операций  
Торговый баланс  
Сальдо текущего счета внешнеторговых операций  
Счет движения капитальных средств  
Паритет покупательной способности  
Кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств  
Эффект Джей-кривой

### Вопросы для повторения

1. Кто является основным участником процесса торговли на внешних валютных рынках, и какие средства платежей используются на этих рынках?
2. Объясните, исходя из общих позиций, почему суммарный итог операций по текущим счетам внешнеторговых операций, счетам движения капитальных средств и официальным резервным счетам должен равняться нулю? Почему на практике в этом случае существует статистическое расхождение?
3. Какие параметры определяют наклон и положение кривых спроса и предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций?
4. Почему кривая чистого спроса на доллары по счету движения капитальных средств имеет отрицательный наклон? Как влияют на положение и наклон этой кривой реальные нормы процента, соотнесенные к эконоическим системам различных стран?
5. Каким образом внешние валютные рынки могут находиться в состоянии равновесия даже при условии нарушения равновесия между текущими счетами внешнеторговых операций и счетами движения капитальных средств в экономике какой-либо страны?
6. Почему спрос на импорт и экспорт на краткосрочных временных интервалах менее эластичен, нежели на долгосрочных временных интервалах?

### Темы для обсуждения

1. Классифицируйте каждую из следующих операций, сопровождающуюся притоком или оттоком капитала, с точки зрения американской экономики:
  - а) Крупный нью-йоркский банк предоставляет правительству Мексики ссуду в 500.000 долларов.
  - б) Богатый калифорниец приобретает конный завод в Ирландии.
  - в) Пенсионный фонд Союза британских транспортных рабочих приобретает 10.000 акций американской корпорации.
  - г) Американский импортер вина организует краткосрочный займ во Французском банке для оплаты приобретаемой им партии французского шампанского.
2. Нарисуйте две диаграммы спроса и предложения долларов и обозначьте их (а) и (б) На каждой из диаграмм начертите две идентичные кривые спроса, имеющие отрицательный наклон. На диаграмме (а) начертите кривую предложения также имеющую отрицательный наклон, но пролегающую более круто, нежели чем кривая спроса. На диаграмме (б) сделайте аналогичную процедуру, но изобразите кривую предложения пролегающую менее круто, чем кривая спроса. Допустим, что положения равновесия на рынках, описываемых диаграммами (а) и (б) достигается в соответствующих точках пересечения этих кривых. Затем кривая спроса смещается вправо-вверх. Определите, имеется ли на каждом из рынков избыточный спрос или избыточное предложение при исходной цене? Допустим, что избыточный спрос способствует увеличению уровня цен, а избыточное предложение — его снижению. Будет ли достигнуто новое положение равновесия на этих рынках на пересечении кривой предложения и новой кривой спроса? Попытайтесь интерпретировать эти результаты, сопоставляя их с процессами, происходящими на внешних валютных рынках.
3. Начертите рисунок, аналогичный рисунку 21.6, на котором представлена типичная кривая чистого спроса на доллары по счету движения капитальных средств. Предположите, что ранее ни в США, ни во Франции инфляционные процессы не отмечались, а преобладающая в обеих странах норма процента составляла 5%. Далее допустим, что уровень цен в США начинает расти со скоростью 10% в год, и ожидается, что отмеченные темпы роста цен в течение ближайшего года сохранятся. Наоборот, во Франции ожидается постоянство цен. При этом положении вещей как повлияет инфляция в США на следующие параметры экономической системы: реальную норму процента в США; паритет покупательной способности валютного курса доллар-франк; на ожидаемый в будущем обменный валютный курс доллар-франк; на положение кривой чистого спроса по счетам движения капитальных средств? Проиллюстрируйте ваши выводы на построенной диаграмме. Сравните полученные результаты с примером, в котором изменения реальной нормы процента проистекают из изменений номинальной нормы процента без каких-либо перемен в уровне инфляции.
4. С помощью рисунка, аналогичного 21.9, рассмотрите влияние изменений темпов экономического роста во Франции, допуская, что в американской экономике подобные явления не наблюдаются. Каким образом фаза расширения делового цикла, имеющая место во французской экономике, способна повлиять на спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций? На предложение долларов по текущим счетам? На обменный валютный курс доллар-франк? На платежный баланс США по текущим счетам внешнеторговых операций? На платежный баланс по счетам движения капитальных средств? (Маленькая подсказка: если смещается кривая спроса по текущим счетам внешнеторговых операций, то при прочих равных условиях кривая общего суммарного спроса будет смещаться вместе с ней).
5. Вернувшись к анализу экономической ситуации, представленной на рисунке 21.10, рассмотрите влияние уменьшения реальной нормы процента в США, допуская, что во Франции такой процесс не отмечается.

6. В нашем ответе на пункт 2 настоящего задания вы показали, что рынок, характеризующийся кривой предложения с отрицательным наклоном менее крутой формы, чем кривая спроса, будет смещаться назад к новому положению равновесия (после нарушения существовавшего положения вещей), а отнюдь не вперед (подразумевая графическую интерпретацию происходящих событий). Тогда почему внешний валютный рынок может (как это показано на рисунке 21.12.) достичь нового положения равновесия на краткосрочных временных интервалах, несмотря на то, что кривые предложения и спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций на краткосрочных временных интервалах не отвечают условиям, необходимым для обеспечения стабильности на внешнем валютном рынке?

# МЕЖДУНАРОДНАЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА

**После изучения настоящей главы, вы сможете:**

- 1. Перечислить основные моменты воздействия изменений обменных валютных курсов на состояние внутренней экономической системы и обсудить причины, ведущие к регулированию обменного валютного курса, рассматриваемого в качестве промежуточной цели экономической политики.**
- 2. Объяснить средства и методы, с помощью которых центральные банки вмешиваются в деятельность внешних валютных рынков, оказывая соответствующее влияние на обменный курс валют.**
- 3. Обсудить взаимные связи между валютной интервенцией на внешних валютных рынках и внутренней денежно-кредитной политикой.**
- 4. Обсудить значение тарифов, квот на импортные товары, экспортных субсидий и контроля за валютными операциями (валютных ограничений), используемых с целью воздействия на обменные валютные курсы.**
- 5. Описать золотой стандарт, действовавший в международных валютных отношениях в мировой экономике на протяжении XIX — начала XX веков.**
- 6. Проанализировать сильные и слабые стороны Бреттон — Вудсской валютной системы, которая управляла международным денежным обращением с конца Второй Мировой войны вплоть до 1973 года.**
- 7. Объяснить функционирование существующей сегодня международной валютно-кредитной системы.**

В предыдущей главе мы рассмотрели основные параметры, формирующие обменные валютные курсы, почти не привлекая к анализу вопросы экономической политики. Импортёры, экспортёры, владельцы портфелей активов играли главные роли на подмостках внешних валютных рынков, а правительственные органы довольствовались местами статистов.

Хотя преуменьшение влияния правительственных органов упростило в некоторой степени изложение сути экономических процессов, происходящих на внешних валютных рынках, большая часть вопросов, связанных с международным денежным обращением и денежно-кредитными отношениями в мировой экономике, осталась нераскрытой. Их освещение и является собой основной предмет исследования настоящей главы. Глава начинается с рассмотрения обменного валютного курса как цели денежно-кредитной политики. Первый раздел главы обсуждает каким образом изменения и движение обменного валютного курса влияют на положение дел во внутренней экономике, те средства и методы, с помощью которых правительственные органы могут оказывать воздействие и регулировать обменные валютные курсы, а также последствия для внутренней экономической системы реализации определенной международной денежно-кредитной политики. Остальная часть этой главы анализирует эволюцию системы мирового денежного обращения, то есть свод правил, законов и институтов, посредством которых правительственные органы реализуют свои потенции в области международных денежно-кредитных отношений.

## ОБМЕННЫЙ ВАЛЮТНЫЙ КУРС КАК ЦЕЛЬ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ

В главе 20 мы рассматривали проведение в жизнь определенной экономической политики в рамках замкнутой экономической системы и выдвигали в качестве конечных задач денежно-кредитной политики обеспечение стабильности цен, экономического роста и полной занятости. Переход к открытой экономической системе сохраняет эти приоритеты. В этом случае, однако, при рассмотрении промежуточных целей денежно-кредитной политики, а не ее конечных задач, положение меняется. В открытой экономической системе обменный валютный курс и его вероятные изменения рассматриваются как важная промежуточная цель экономической политики наряду с обеспечением стабильности количества денег, находящихся в обращении, или уровня цен. Прежде чем мы рассмотрим технические аспекты варьирования обменных валютных курсов, зададимся вопросом, каковы последствия этих мероприятий для экономической системы, и сколь они важны.

### Избирательный эффект

Изменения уровня обменных валютных курсов воздействуют далеко не на все секторы и отрасли экономики. Вспомним практически в два раза увеличившуюся стоимость доллара в период с 1981 по 1985 год. Как показано на рисунке 22.1, стремительный рост стоимости доллара резко уменьшил возможности обрабатывающих отраслей американской промышленности работать на экспорт и конкурировать с импортируемой продукцией.

Однако, этот процесс затронул различные отрасли промышленности далеко не одинаковым образом. Ряд отраслей (например, производство мебели и предметов домашней обстановки), слабо связанных с мировым рынком, практически ущерба не понесли. Другие отрасли (например, производство строительно-монтажной техники) потеряли большую часть своего экспортного рынка. Станкостроение столкнулось с растущей конкуренцией аналогичных товаров импортного производства. В итоге ряд фирм, принадлежавших к «неблагополучным» отраслям промышленности, были вынуждены свернуть производство, закрыть значительное количество заводов и фабрик, либо максимально жестко сократить производственные издержки и затраты. Экономический опыт этого периода для очень многих хозяйственных агентов и деловых предприятий и сообществ стал весьма болезненным явлением. Кто-то вышел из этих экономических передряг «похудевшим и окрепшим», кто-то был вынужден свернуть операции и был вытеснен с рынков.

Конечно, последствия увеличения стоимости доллара ни в коей мере не ограничивались лишь негативным опытом. Отрасли промышленности, работающие на импортном сырье, — от стали и меди до бокситов и конопли, обнаружили, что их производственные затраты сократились. Кроме того, в значительном выигрыше остались потребители — выбор импортных товаров стал больше, а цены на импорт упали. Несомненным плюсом для американской экономики оказалось и то, что фирмы и деловые предприятия, поставленные в очень жесткие условия «выживания», были вынуждены всемерно снижать производственные затраты и издержки при одновременном повышении качества выпускаемой продукции.

При уменьшении стоимости доллара, победители и побежденные в экономической гонке меняются местами. Те отрасли промышленности (как ориентированные на экспорт, так и на внутренний рынок), которым приходится сталкиваться в конкурентной борьбе с импортными товарами, процветают; деловые предприятия и потребители, использующие в своей хозяйственной деятельности привлекаемые факторы производства, базирующиеся на импортном сырье, материалах и оборудовании — страдают.

Легко убедиться, что победители и побежденные будут существовать всегда, — при любых колебаниях обменного валютного курса. Обзор экономических новостей, политических обзоров и передовиц газет конца семидесятых годов показывает, сколько слез было пролито и сломано копий по поводу имевшего место в тот период времени рекордно низкого обменного курса доллара. Основное внимание тогда уделялось тем негативным последствиям для экономики США, которые принес «слабый» доллар. Однако, аналогичный обзор материалов начала восьмидесятых годов, когда стоимость доллара на внешних валютных рынках резко возросла, показывает, что далеко не все были обрадованы этими переменами. Те же рыдания и выкручивание рук, всхлипы и причитания по поводу неприятностей, которые принес в экономику «сильный» доллар, неслись отовсюду.



### Влияние роста стоимости доллара на некоторые секторы экономики США (1981—1985 годы)

В период между 1981 и 1985 годами валютный курс доллара, измеренный на основании статистически взвешенных торговых взаиморасчетов, повысился почти в два раза. На диаграмме, приведенной ниже, проиллюстрировано влияние этих изменений на различные секторы американской экономики. Все отрасли промышленности, представленные на диаграмме либо потеряли свои экспортные рынки, либо столкнулись со все возрастающей конкуренцией со стороны зарубежных производителей.

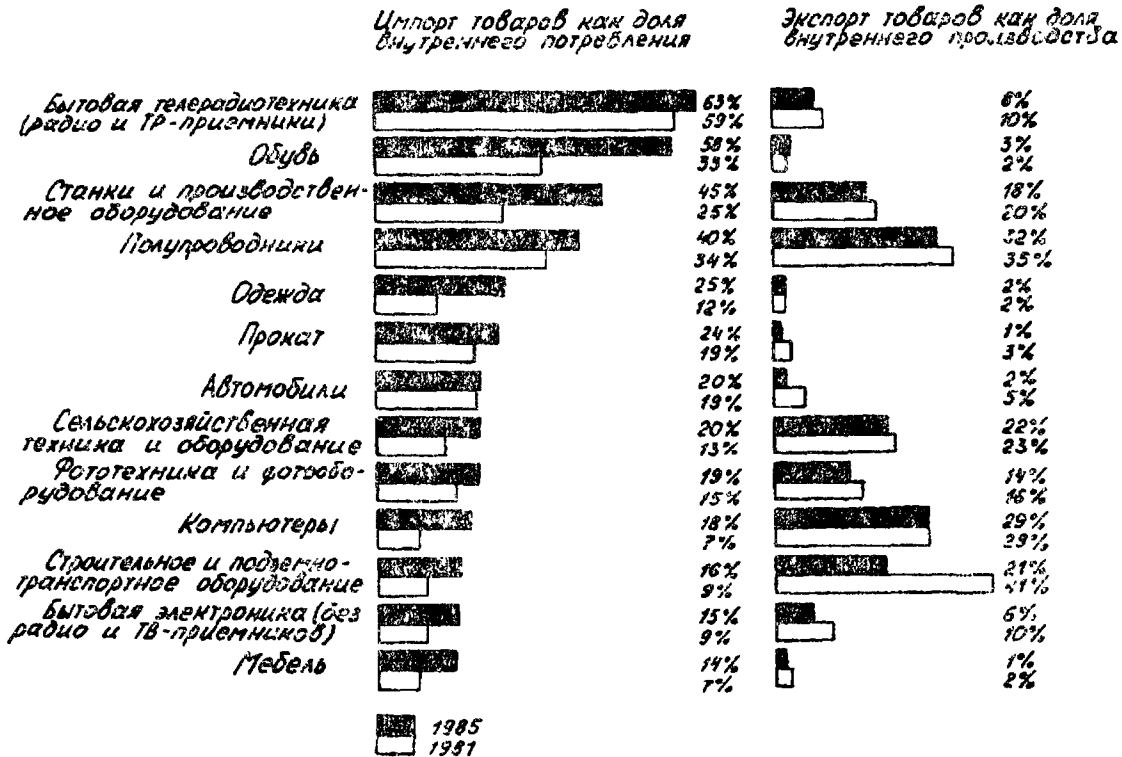


Рис. 22.1

Частично парадоксальность описываемой ситуации объясняется естественными человеческими чувствами: выигравшие, радуясь своим успехам и достижениям, предпочитают скромно помалкивать о своих доходах и барышах, а проигравшие трубят о своих трудностях на целый мир, требуя справедливости и укоряя всех и вся в бездействии. Однако описываемые события свидетельствуют и о том, что хозяйственные агенты (как импортеры, так и экспортеры) предпочитают иметь дело с предсказуемыми изменениями обменных валютных курсов, которые могут обеспечить стабильную основу для планирования их экономической деятельности. Главным образом именно по этой причине (учитывая, что изменения обменных валютных курсов сказываются на различных секторах экономики далеко неравным образом) фиксация обменных валютных курсов и контроль за их изменениями заносится в список целей экономической политики.

### Влияние обменных валютных курсов на совокупный спрос

Кроме влияния изменений обменных валютных курсов на различные секторы экономики (что по сути своей является микроэкономическим воздействием), повышение или понижение стоимости валюты вызывают к жизни важные эффекты на макроэкономическом уровне. Таковыми являются воздействие изменений валютных курсов на совокупные предложение и спрос. Сначала рассмотрим совокупный спрос.

В главе 18 мы ввели в рассмотрение понятие плановых затрат. Там плановые затраты рассматривались как сумма потребления, плановых инвестиций и государственных закупок. Теперь мы оказываемся в состоянии модифицировать это понятие, учитывая и принимая во внимание импорт и экспорт товаров и услуг.

Экспортные операции увеличивают уровень плановых затрат. Подобно внутреннему потреблению, плановым инвестициям и государственным закупкам, такие операции в сути своей являются источником спроса на товары и услуги, производимые и предоставляемые внутренней экономикой. С другой стороны, импорт товаров и услуг уменьшает уровень плановых затрат в том смысле, что некоторые потребительские товары, товары производствен-

ного назначения (т. е. предназначенные для дальнейшего инвестирования) и товары и услуги, приобретаемые правительственными органами, закупаются за рубежом, в иностранных источниках, а спрос на производимые внутри страны аналогичные товары и услуги тем самым падает. Следовательно, общие плановые затраты равны потреблению плюс плановые инвестиции плюс государственные закупки плюс чистый экспорт. Это понятие, концептуально представляющее собой экспорт товаров и услуг за вычетом импорта товаров и услуг, близко по сути и смыслу итоговому платежному балансу по текущим счетам внешнеторговых операций, однако, в отличие от последнего, не включает в себя разовые односторонние (трансфертные) платежи.

**Чистый экспорт** — экспорт товаров и услуг за вычетом импорта товаров и услуг.

Поскольку чистый экспорт является компонентом плановых затрат, его изменение приведет к изменению национального дохода через мультипликативный эффект. Это, в свою очередь, изменит совокупный спрос в экономической системе и окажет воздействие на уровень реального объема производства, занятости и

цен. Уменьшение стоимости (обесценивание) валюты какой-либо страны вследствие увеличения чистого экспорта таким образом окажет на ее экономическую систему экспансионистский эффект. Увеличение стоимости валюты уменьшит чистый экспорт и будет способствовать сжатию и сокращению деловой активности в экономической системе.

Таким образом, взаимная связь между обменным валютным курсом и совокупным спросом, опосредованная через чистый экспорт, означает, что внутренняя экономическая система чутко реагирует на события экономической жизни за рубежом. Например, увеличение темпов экономического роста за рубежом, уменьшение номинальных процентных ставок в других странах или усилившиеся в них инфляционные процессы при прочих равных условиях стимулируют экономическую активность во внутренней экономической системе. Наоборот — снижение темпов экономического роста за рубежом, рост номинальных процентных ставок или сокращение уровня инфляции в других странах сдерживает темпы развития внутренней экономической системы.

### Влияние обменных валютных курсов на совокупное предложение

Изменение обменного курса валюты какой-либо страны, кроме влияния на совокупный спрос в ее экономической системе, оказывает воздействие и на совокупное предложение посредством ожидания определенных цен на привлекаемые факторы производства. Как показано в главе 17, ожидаемый хозяйственными агентами рост уровня цен на привлекаемые факторы производства приводит к сдвигу вверх кривой совокупного предложения, а его уменьшение — к ее соответствующему сдвигу вниз. Короче говоря, изменение обменного валютного курса поворачивает внутреннюю экономическую систему в состояние шока предложения<sup>1</sup>.

Обменные валютные курсы оказывают значительное влияние на уровень цен на привлекаемые факторы производства, так как многие из них импортируются из других стран. Так, например, в экономике США объем импорта сырья и материалов для нужд американской промышленности плюс товары производственного назначения (исключая автомобили и транспортное оборудование) составляет 40% от суммарного импорта товаров и услуг. Включение в рассмотрение доли импортируемой для производственных целей нефти повышает эту цифру до 50%. Кроме того, изменения валютных курсов сказываются на цене потребительских товаров и, следовательно, на стоимости жизни, а эта последняя посредством вызываемых изменений уровня заработной платы производит дальнейшую корректировку цен на привлекаемые факторы производства. И, наконец, изменение валютных курсов косвенно оказывает дополнительное воздействие на цены привлекаемых факторов производства, вследствие обострения конкуренции, с которым сталкиваются производители на внутреннем рынке. Например, рост курса валюты какой-либо страны, уменьшающий цены в валюте этой страны на импортируемую сталь, воздействует на своих производителей, вынуждая их снизить цены на аналогичную продукцию отечественного производства.

На рисунке 22.2 показано, каким образом экономическая система реагирует на изменение обменных валютных курсов, принимая во внимание их воздействие как на спрос, так и на предложение. В приведенном примере первоначально экономическая система находится в положении равновесия на долгосрочных временных интервалах  $E_1$ . Положим, что далее стоимость валюты, обращающейся в этой экономической системе, понижается. В этот период времени экспорт товаров и услуг из этой страны возрастает, а импорт сокращается. Рост чистого экспорта в графической интерпретации смещает кривую совокупного спроса вправо — вверх их положения  $AD_1$  в положение  $AD_2$ . В то же самое время фирмы, деловые предприятия и хозяйственные агенты ожидают, что падение курса валюты их родной страны увеличит цены на привлекаемые факторы производства, смещая тем самым кривую совокупного предложения из положения  $AS_1$  в положение  $AS_2$ . Учитывая оба эти процесса, отметим, что экономическая система движется к новому положению равновесия на краткосрочных временных интервалах  $E_2$ . Воздействия изменения обменного валютного курса на совокупный спрос и совокупное предложение интегрируются, в результате чего отмечается рост уровня цен.

Рисунок 22.2, кроме того, демонстрирует, что понижение обменного валютного курса в чистом виде представляет собой экспансионистское воздействие на экономическую систему. В новом положении равновесия на краткосрочных временных интервалах  $E_2$  как реальный объем производства, так и уровень цен, устанавливаются выше своих прежних значений. Такое положение вещей считается обычной и стандартной ситуацией в экономической си-

<sup>1</sup> Более или менее резко выраженного в зависимости от амплитуды колебаний курсов валют — прим. ред.

### Влияние уменьшения стоимости доллара на совокупный спрос и совокупное предложение

На приведенном рисунке показано, что понижение обменного курса доллара оказывает воздействие как на совокупный спрос, так и на совокупное предложение в экономике. С позиции анализа совокупного спроса ситуация такова: уменьшение стоимости доллара увеличивает чистый экспорт, который является одной из компонент плановых затрат. Рост плановых затрат, воздействуя на экономическую систему опосредованно через мультипликативный эффект, смещает (в графической интерпретации) кривую совокупного спроса вправо-вверх из положения  $AD_1$  в положение  $AD_2$ . В то же самое время понижение обменного валютного курса доллара увеличивает стоимость в долларах привлекаемых факторов производства, импортируемых из-за границы. Это обстоятельство обязывает фирмы и деловые предприятия основывать свои планы о выпуске продукции и ценах на нее, исходя из более высоких цен на привлекаемые факторы производства. Рост ожидаемого уровня цен привлекаемые факторы производства смещает (в графической интерпретации) кривую совокупного предложения вверх из положения  $AS_1$  в положение  $AS_2$ . Приведенный рисунок характеризует вышеописанный процесс на краткосрочных временных интервалах как чисто экспансионистское для экономической системы мероприятие. По мере того, как экономическая система движется от положения  $E_1$  в положение  $E_2$ , наблюдается рост уровня реального объема производства, наряду с ростом уровня цен.

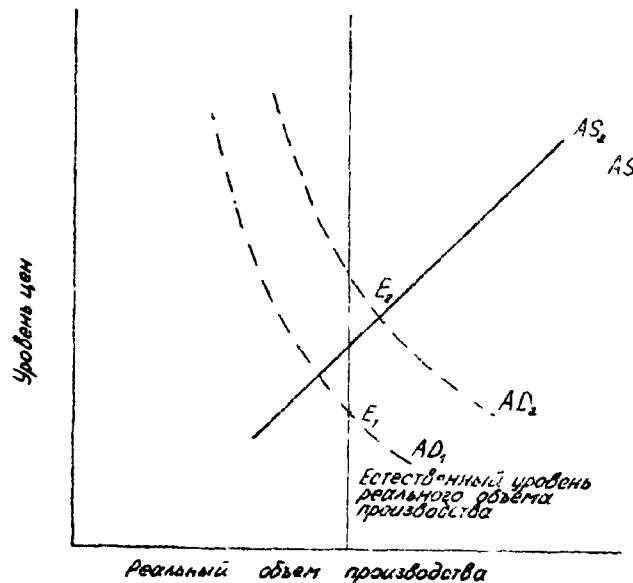


Рис. 22.2

стеме. Однако, следует помнить, что спрос на импорт и экспорт в реальной действительности может оказаться на краткосрочных временных интервалах столь неэластичным, что чистый экспорт в начале не только не увеличивается, а даже сократится при понижении обменного валютного курса. Если влияние шока предложения, связанного с понижением обменного валютного курса, ощущается экономической системой ранее, чем аналогичное воздействие на совокупный спрос, то мгновенной реакцией экономической системы может стать рост уровня цен, сопровождающийся вялым увеличением (а иногда даже сокращением) реального объема производства.

## ВАЛЮТНАЯ ИНТЕРВЕНЦИЯ НА ВНЕШНИХ ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Наш предыдущий анализ предполагал, что состояние и уровень текущего обменного валютного курса можно толковать двояко: с одной стороны — как промежуточную цель экономической политики, а с другой стороны — как инструмент, эту политику регулирующий и сдерживающий.

Именно в качестве промежуточной цели экономической политики изменения обменного валютного курса могут служить средством управления и манипулирования совокупным спросом во многом аналогично тому, как изменения количества денег, находящихся в обращении, или структуры и объема государственных закупок служат этим целям. Если какое-либо правительство намеренно и целенаправленно понижает курс валюты своей страны, рассматриваемый в этот момент как промежуточная цель экономической политики, позволяя ей обесцениться относи-

тельно других иностранных валют, говорят, что правительство проводит **девальвацию** своей валюты. Девальвация призвана стимулировать совокупный спрос, таким же образом как это происходит при обесценивании валюты, вызванном рыночной стихией и рыночными силами. Если какое-либо правительство намеренно повышает курс валюты своей страны, рассматриваемый в этот момент как промежуточная цель экономической политики, позволяя увеличивать стоимость этой валюты относительно других, говорят, что правительство проводит **ревальвацию** своей валюты. Ревальвация валюты будет ограничивать совокупный спрос равным образом, как его сдерживает повышение стоимости валюты под воздействием рыночных сил, расходящихся вне сферы контроля со стороны правительственных органов.

**Девальвация (валюты)** — целенаправленные действия правительства по снижению обменного курса валюты своей страны, рассматриваемого как промежуточная цель экономической политики, в целях стимулирования совокупного спроса в экономической системе.

**Ревальвация (валюты)** — целенаправленные действия правительства по повышению обменного курса валюты своей страны, рассматриваемого как промежуточная цель экономической политики, в целях сдерживания совокупного спроса в экономической системе.

В это же самое время обменные валютные курсы служат не только в качестве промежуточных целей определенной экономической политики, но и оказывают сдерживающее влияние на разнообразные экономические новации. Творцы экономической политики, используя в своей деятельности весь возможный арсенал средств и методов денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики, обязаны иметь в виду, каким образом проводимые мероприятия окажут воздействие на обменный валютный курс. Считает ли ФРС в лице ее руководящих органов разумным в какой-либо определенный период развития экономической системы увеличить

количество денег, находящихся в обращении? Вряд ли ФРС рискнет осуществить такое мероприятие, не принимая во внимание, что эта мера существенно повлияет на номинальные нормы процента и ожидаемые темпы инфляции, а они, свою очередь, — на обменный валютный курс доллара. Жаждет ли Конгресс США увеличить государственные закупки, не повышая при этом налоги, финансирующие эту процедуру? Если да, то Конгрессу придется учитывать последствия воздействия этих шагов на такие экономические параметры, как реальные нормы процента и темпы экономического роста, которые способны моментально изменить текущий обменный валютный курс.

В нашем последующем анализе мы постоянно будем помнить и учитывать оба этих обстоятельства, характеризующие обменный валютный курс.

### Механизм «валютной интервенции»

Предположим, что творцы экономической политики решили, что объектом изменений в силу тех или иных экономических причин должен стать обменный валютный курс. Каким образом их желание реализуется на практике? Механизм валютной интервенции в реальной действительности отличается от способов манипулирования равновесной ценой на любом ином рынке, который становится мишенью для вмешательства правительственных органов, самым незначительным образом. Если правительство хочет «ревальвировать» такой товар как сыр — оно скупит всю продукцию у фермеров, создавая на своих складах огромные излишние запасы. Если правительство возжелает «девальвировать» нефть, то, в дополнение к существующей нефтеторговле, оно начнет распродавать нефть из своих стратегических резервов. Схожим образом оно может манипулировать обменным валютным курсом, покупая или продавая доллары на внешних валютных рынках. Интервенция на внешних валютных рынках проводится под руководством Управляющего зарубежными операциями Федерального Резервного Банка Нью-Йорка под надзором Федерального Комитета Открытого Рынка. Государственное Казначейство играет ведущую роль в определении характера действий и времени валютной интервенции, которая воплощается в практическую жизнь Федеральной Резервной Системой.

**Девальвация доллара.** Предположим, что Государственное Казначейство США задумало девальвировать доллар относительно французского франка. Чтобы осуществить продажу долларов, ФРС свяжется с диллером, специализирующимся на торговле иностранной валютой, предлагая сделку по приобретению франков. На эти франки ФРС приобретает приносящие прибыль в виде процента активы, деноминированные во франки, которые Казначейство добавляет к тем нескольким миллиардам долларов активов, деноминированных в иностранных валютах, которые ФРС обычно имеет на своем платёжном балансе.

ФРС расплачивается за приобретенные иностранные девизы, выраженные во франках, посредством телеграфного перевода в банк дилера. Таким образом ФРС обменивает денежные обязательства, выраженные в долларах (резервный счет банка дилера) на активы, деноминированные во франках. В платёжном балансе США по внешнеторговым операциям такое мероприятие будет представлено как рост резервных активов федерального правительства США. Поскольку в данном случае имеет место использование долларов, соответствующая позиция появится в разделе «официальный резервный счет» со знаком минус.

Рисунок 22.3 иллюстрирует вышеописанные процессы под углом предложения и спроса на внешних валютных рынках. Первоначально внешний валютный рынок находится в положении равновесия  $E_1$ , когда и текущий счет внешнеторговых операций и счет движения капитальных средств находятся в равновесии. Затем правительственные органы предпринимаяют продажу долларов, увеличивая резервные активы федерального правительства, деноминированные во франках. Предпринятые продажи долларовых девизов увеличивают количество долларов, предлагаемое по текущим счетам внешнеторговых операций. Результирующая кривая предложения долларов в итоге пролегает правее кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций.

### Валютная интервенция, понижающая обменный валютный курс

На представленном рисунке приводится графическая интерпретация процессов в экономической системе, вызванных к жизни продажей Федеральной Резервной Системой некоего количества долларов с целью его девальвации. Предпринятая продажа долларов увеличивает количество долларов, предлагаемое на внешних валютных рынках, смещая кривую общего суммарного предложения долларов вправо от кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций. Этот сдвиг кривой предложения долларов понижает обменный валютный курс доллара от  $E_1$  до  $E_2$ . В положении  $E_2$  стрелка, обозначенная на рисунке литерой (а), проходящая между кривыми предложения и спроса на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций, соотносится к активным сальдо платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций. Стрелка, обозначенная на рисунке литерой (b), проходящая между кривой спроса по текущим счетам внешнеторговых операций и кривой общего суммарного спроса, являет собой графическую интерпретацию чистого притока капитала по счету движения капитальных средств. Равный и противоположный по знаку отток долларов по официальным резервным счетам компенсирует активное сальдо платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций и чистый приток капитала.

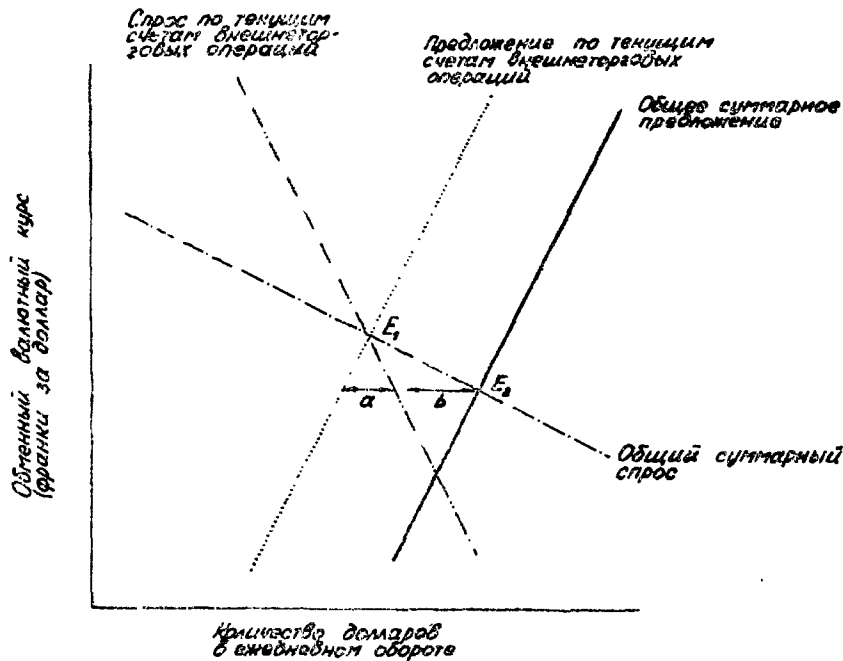


Рис. 22.3

По мере роста и увеличения предложения долларов на внешних валютных рынках, обменный валютный курс доллара снижается; при этом спрос на доллары как по текущим счетам внешнеторговых операций, так и по счетам движения капитальных средств возрастает. Это обстоятельство графически иллюстрируется движением экономической системы вниз и вправо вдоль общей суммарной кривой спроса на доллары. В положении  $E_2$  произошло снижение обменного валютного курса доллара, и равновесие воцарилось в новых условиях.

При новом равновесном валютном курсе доллара спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций превышает предложение долларов по этой позиции. Активное сальдо по текущим счетам внешнеторговых операций означает, что в этот момент экспорт товаров и услуг превышает импорт (графически это интерпретируется как расстояние, отмеченное стрелкой (а) между кривыми спроса и предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций; кроме того общий суммарный спрос на доллары превышает спрос по текущим счетам внешнеторговых операций, что свидетельствует о наличии положительного чистого спроса на доллары по счету движения капитальных средств (графически это интерпретируется как расстояние, отмеченное стрелкой (b) между кривой общего суммарного спроса на доллары и кривой спроса на доллары по текущим счетам) и приток капитала в сумме равняется тому количеству долларов, которое предлагается на внешние валютные рынки Федеральной Резервной Системой при проведении валютной интервенции. Рассматривая в этом случае платежный баланс США по внешнеторговым операциям, отметим, что положительный баланс по счетам движения капитальных средств и текущим счетам внешнеторговых операций компенсируется отрицательным балансом официального резервного счета федерального правительства США.

### Валютная интервенция, повышающая обменный валютный курс

В рассматриваемом на приведенном рисунке случае Федеральная Резервная Система предпринимает покупку долларов на внешних валютных рынках, имеющую целью повысить обменный валютный курс доллара. Эти мероприятия ФРС уменьшают чистое предложение долларов на внешних валютных рынках, смещая тем самым (в графической интерпретации) кривую общего суммарного предложения долларов влево от кривой предложения долларов по текущему счету внешнеторговых операций. При этом обменный валютный курс доллара возрастает от  $E_1$  до  $E_2$ . В положении  $E_2$  стрелка, обозначенная на рисунке литерой (а), сопоставляется с дефицитом платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций, а стрелка (b) — с чистым оттоком капитала. Их компенсирует равный и противоположный по знаку приток долларов по официальным резервным счетам.

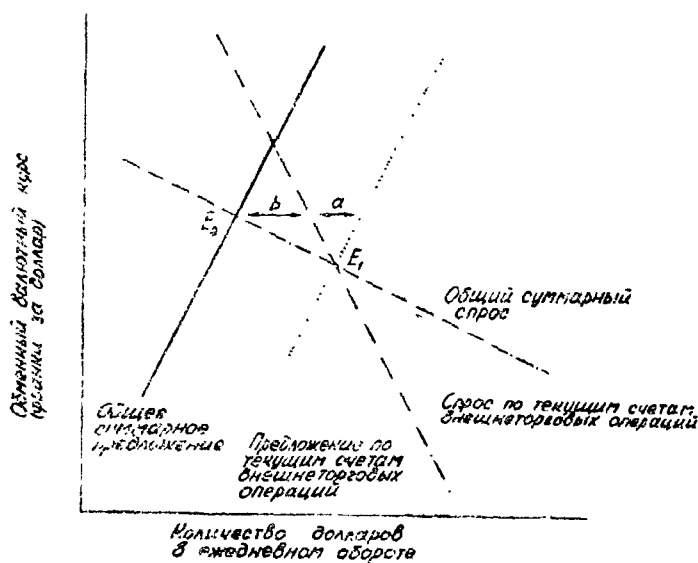


Рис 22.4

**Ревальвация доллара.** Теперь представим, что Государственное Казначейство США вознамерилось ревальвировать доллар, — то есть потребовать от ФРС активно скупать доллары на внешних валютных рынках, вместо того, чтобы продавать их. В большинстве рассмотренных аспектов процесс ревальвации антисимметричен процессу девальвации, с той лишь разницей, что при девальвации доллара ФРС может обеспечить его неограниченное предложение, поскольку Федеральная Резервная Система может произвести любое потребное количество долларов одним росчерком пера, а в случае ревальвации доллара сопутствующая этому продажа иностранной валюты должна

опираться на какой-либо ее источник. Где же его изыскать?

Во-первых, можно понизить уровень активов, размещенных в иностранных девизах. Если Федеральная Резервная Система компенсирует иррегулярные продажи иностранной валюты соответствующими закупками ее в других случаях, вполне возможно создать для этих целей достаточный резервный запас иностранной валюты.

Если резервы иностранной валюты исчерпываются, ФРС может обратиться к другим источникам. Один из этих источников — так называемое «своп»-соглашение (**swap agreement**) с каким-либо иностранным центральным эмиссионным банком. В сути своей «своп»-соглашение — это взаимный межгосударственный краткосрочный кредит,

**«Своп»-соглашение** — соглашение с иной страной о приобретении валюты этой страны в целях осуществления контроля за состоянием обменного валютного курса, либо осуществления валютной интервенции.

**Специальные права заимствования** — особый тип международной валюты, выпускаемой Международным валютным фондом и используемый лишь для межправительственных расчетов через центральные банки.

предусматривающий закупку иностранной валюты на рынке кассовых операций с последующим в некоем оговоренном будущем ее обратным выкупом на рынке срочных сделок. Другой способ изыскания недостающих средств состоит в продаже ценных бумаг, размещенных в иностранной валюте. Альтернативной этому может служить продажа **специальных прав заимствования (СДР)**, — особого вида синтетической международной валюты, выпускаемой Международным Валютным Фондом (МВФ) с 1970 года и используемой лишь в операциях между центральными банками держав, входящих в МВФ. В период активной защиты курса доллара ФРС приходилось прибегать одновременно к нескольким вышеописанным мероприятиям (подробнее смотри раздел «22.1 Денежная политика в действии»).

На рисунке 22.4 представлена графическая интерпретация экономических мероприятий, направленных на повышение обменного валютного курса доллара. Как и в предыдущем примере, первоначально экономическая система находится в положении равновесия  $E_1$ ; в этом положении платежные балансы как по текущим счетам внешнеторговых операций, так и по счету движения капитальных средств, также находятся в равновесии. Затем ФРС начинает активную продажу франков на внешних валютных рынках, поддерживая тем самым обменный валютный курс доллара. Такие действия поглотят некоторую часть долларов, предлагаемых по текущим счетам внешнеторговых операций, уменьшая тем самым чистое предложение долларов на внешних валютных рынках. Результатом этих мероприятий (в графической интерпретации) явится новая кривая общего суммарного предложения долларов, которая пролегает слева от кривой предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций.

При наличии новой кривой предложения долларов, избыточный спрос на доллары «подтягивает» обменный валютный курс доллара вверх. По мере этого роста спрос на доллары как по текущим счетам внешнеторговых опе-

| ФРС   |  |
|---|--|
| Активы  | Пассивы и собственный капитал            |
| Активы, деноминированные во франках<br>+100 млн. долларов | Резервные депозиты<br>+100 млн. долларов |

раций, так и по счету движения капитальных средств, сокращается. Новое положение равновесия устанавливается в  $E_2$  при дефиците платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций (стрелка (а) на графике) и чистом оттоке капитала (стрелка (b) на графике), которые компенсируются соответствующим уменьшением резервных активов федерального правительства США.

### Валютная интервенция и денежная масса на внутреннем рынке

До настоящего времени валютная интервенция на внешних валютных рынках выглядела лишь удобным инструментом в распоряжении определенных кругов творцов экономической политики, они могли приобщить к разнообразному набору средств, предоставляемых внутренней денежно-кредитной политикой. На первый взгляд кажется, что воплощение в жизнь подобных мероприятий с одной стороны позволяет Федеральной Резервной Системе воздействовать на обменный валютный курс, при этом не упуская из-под контроля количество денег, находящихся в обращении внутри страны. Однако внимательное рассмотрение вопросов, связанных с валютной интервенцией, показывает, что дело обстоит далеко не так просто.

Проблема состоит в том, что интервенция на внешних валютных рынках прямо влияет на состояние внутренних денежных резервов и, опосредовано через них, на количество денег, находящихся в обращении. Взгляд на Т-счет 22.1 объясняет, почему это происходит. Судя из приведенной таблицы, Федеральная Резервная Система приобрела 100 миллионов французских франков у дилера, специализирующегося на торговле иностранной валютой. Эти действия преследовали цель девальвировать доллар. ФРС оплатила приобретенные активы с помощью телеграфного перевода в коммерческий банк дилера. Полученные денежные средства были зачислены на резервный счет банка. Таким образом, было создано 100 миллионов долларов новых банковских резервов, а количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, возросло на эту величину, умноженную на денежный мультипликатор.

По мере продолжения усилий ФРС, направленных на понижение стоимости доллара, рост количества денег, находящихся в обращении, только играет на руку, так как рост движения капитальных средств вниз. Это стимулирует спрос на внутреннем рынке, включая спрос на импорт, так что кривая предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций смещается вправо, способствуя тем самым понижению стоимости доллара. Кроме того, рост количества денег, находящихся в обращении, приведет к тому, что обладатели портфелей активов, размещенных в международных дивизах, будут ожидать рост уровня цен внутри США, что заставит понизить их оценку паритета покупательной способности и равновесного обменного валютного курса на долгосрочных временных интервалах. Кривая чистого спроса по счетам движения капитальных средств смещается вследствие этого вниз в еще большей степени, тем самым продолжая понижать стоимость доллара. Валютная интервенция таким образом автоматически запускает в действие механизмы влияния на внутреннюю экономику, которые лишь усиливают и усугубляют первоначальные намерения и цели валютной интервенции, являвшейся их спусковым крючком.

Однако связь между валютной интервенцией на внешних рынках и количеством денег, находящихся в обращении на рынке внутреннем, не всегда устраивает творцов экономической политики. Вероятнее всего, они довольствовались тем количеством денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, которое отмечалось до начала валютной интервенции. Исходя из причин сугубо внутреннего порядка, они могут сократить темпы роста денежной массы во время интервенции с целью девальвации доллара, или позволить денежной массе возрасти при интервенции, преследующей цель ревальвации доллара. Короче говоря, существует возможность разделить

## 22.1 Денежная политика в действии

### СЕМИДЕСЯТЫЕ ГОДЫ: ВСЕ НА ЗАЩИТУ ДОЛЛАРА!

Семидесятые годы нашего столетия были отмечены чрезвычайной «слабостью» доллара США на внешних рынках. Как показано на приведенной ниже диаграмме, индекс доллара, вычисленный по типичным торговым операциям, достигший в 1970 году отметки 121, затем стремительно пошел вниз. В 1973—1974 годах его дальнейшее понижение на время приостановилось — это было обусловлено ростом процентных ставок и сокращением в этот период времени спроса на импорт вследствие экономического спада, поразившего американскую экономику. Затем курс доллара упал до рекордно низкой отметки относительно валют основных торговых партнеров США, в особенности Германии и Японии.

Основной причиной, вызвавшей столь стремительный спад обменного валютного курса доллара, явился высокий темп инфляции в американской экономике, в то время когда инфляционные процессы в других странах не наблюдались, либо росли скромными темпами. В 1977 году темп инфляции составил в США 6,5%, а в Германии — только 3,9%. Хотя в Японии в это время регистрировался темп инфляции равный 8% в год, но рост ее снижался, тогда как в экономике США инфляционные процессы только набирали скорость. Инфляционные процессы понизили реальные нормы процента в экономике США относительно

существовавших за границей и в то же самое время сократили чистый экспорт США.

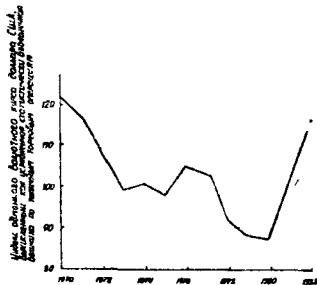
Какое-то время Федеральное правительство США активно не вмешивалось в создавшуюся ситуацию, санкционируя значительные закупки долларов по официальным резервным счетам центральными иностранными банками, что компенсировало избыточное предложение долларов. Закупки долларов по официальным резервным счетам позволили США управлять дефицитом платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций, причем одновременно с этими процессами наблюдался отток капитала.

В третьем квартале 1978 года понижение стоимости доллара еще более ускорилось, и федеральное правительство решило, что настало время действовать. 24 октября 1978 года Президент США Джимми Картер появился на экране национального телевидения и объявил о возобновлении антиинфляционной экономической программы вкупе с мерами государственного регулирования в области цен и заработной платы. По всей видимости торговцев валюты эти заявления затронули в весьма незначительной степени: курс доллара продолжал падать. 1 ноября 1978 года Федеральная Резервная Система обнародовала весьма жесткий план поддержки курса доллара, заявив о следующих денежно-кредитных меро-

приятиях: повышении банковской учетной ставки на один процентный пункт и программе широкомасштабной валютной интервенции на внешних валютных рынках.

Программа валютной интервенции опиралась на все возможные источники. Федеральное правительство прибегло к займам в МВФ по всем доступным кредитным линиям; Федеральное правительство продало часть своих активов, сосредоточенных в форме СДР, укрепляя свои резервные позиции в МВФ для обеспечения успеха валютной интервенции; заключило ряд «своп»-соглашений с иностранными центральными банками (особенно западно-германскими). Кроме этих мероприятий, Государственное Казначейство впервые в американской истории продало ценные бумаги в иностранных девидах. В 1979—1980 годах на рынок было выброшено ценных бумаг на 5,2 млрд. долларов (деноминированных в западногерманских марках) и 1,2 млрд. долларов (деноминированных в швейцарских франках).

Как показано на приведенной схеме, валютная интервенция затормозила дальнейшее падение обменного валютного курса доллара, однако полное восстановление *status quo* потребовало нечто большего, чем претворение в жизнь вышеописанных мероприятий. После 1980 года основные условия в американской экономике изменились. Денежно-кредитная политика всемерно ужесточилась, и нормы процента начали возрастать. Несмотря на то, что экономика США претерпела два следующих один за другим экономических спада, темпы инфляции в конечном счете сократились. В 1982 году обменный валютный курс доллара достиг уровня 1970 года, а к середине восьмидесятых годов поднялся на недостижимую ранее высоту.





проведение определенной денежно-кредитной политики на внутренних рынках от экономической активности на внешних валютных рынках. Но каким образом возможно достичь такого положения вещей? Следующий раздел рассмотрит эти вопросы.

### Стерилизация

Существует способ отделить друг от друга мероприятия, проводимые в рамках внутренней денежно-кредитной политики, и механизмы валютной интервенции на внешних валютных рынках. Этот метод, получивший название «стерилизация», состоит в совмещении каждой продажи активов, деноминированных в иностранной валюте, на внешнем валютном рынке, с равной по величине закупкой на открытом рынке ценных бумаг внутри страны и, соответственно, совмещение каждой закупки на внешнем рынке с равной по величине продажей на рынке внутреннем.

Раздел «Т-счет 22.2» иллюстрирует описанный метод. В этом случае ФРС приобретает у дилера, специализирующегося на торговле иностранной валютой, французские франки на сумму 100 млн. долларов, оплачивая эту сделку телеграфным переводом. Эта операция увеличивает резервы коммерческих банков (выступающих в качестве дилеров при совершении подобных операций). В то же самое время ФРС проводит продажу на внутреннем открытом рынке ценных бумаг обязательства Государственного Казначейства США. Когда дилеры оплачивают стоимость ценных бумаг Государственного Казначейства, ФРС исключает ее из резервов своих банков. Чистый эффект подобного мероприятия состоит в увеличении официальных иностранных резервов в активах ФРС, сопровождающимся равным по величине уменьшением резервов ФРС в обязательствах Государственного Казначейства. При этом никаких изменений в абсолютной величине банковских резервов не происходит.

**Стерилизация** — совмещение валютной интервенции на внешних валютных рынках с равными по величине и противоположными по направлению операциями на внутреннем открытом рынке ценных бумаг, предпринятое в целях исключения взаимовлияния внутренней денежно-кредитной политики от внешней.

| Т-счет 22.2  |                               |
|--|-------------------------------|
| ФРС  |                               |
| Активы   | Пассивы и собственный капитал |
| Активы, деноминированные во франках +100 млн. долларов             | Без изменений                 |
| Обязательства Государственного Казначейства США —100 млн. долларов |                               |

К несчастью, хотя стерилизация позволяет изолировать и исключить влияние операций на внешнем валютном рынке от денежно-кредитных мероприятий внутреннего характера, ее воздействие на состояние обменных валютных курсов в купе с валютной интервенцией не очень велико, — по крайней мере существенно меньше чем то обеспечивает валютная интервенция сама по себе.

Предположим, что в понедельник ФРС предпринимает закупку 100 млн. долларов на внешнем валютном рынке, преследуя цель поддержки и повышения обменного валютного курса доллара. Если эта операция во вторник не будет «стерилизована» на внутреннем рынке, то она будет иметь весьма продолжительный эффект — уже во вторник количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, будет меньше, что, как мы уже видели, будет способствовать повышению обменного валютного курса доллара.

Однако, в случае последующего проведения стерилизации, условия на обоих рынках — внешнем валютном и внутреннем — во вторник вернуться назад в исходное положение, характерное для утра понедельника. Чтобы поддержать обменный курс доллара, ФРС будет вынуждена предложить на внешний рынок больше ценных бумаг, деноминированных в иностранной валюте, а затем приобрести больше ценных бумаг на внутреннем открытом рынке, стерилизуя предыдущее мероприятие. В среду подобную операцию придется повторить, и так можно продолжать до бесконечности.

Экономисты расходятся во взглядах относительно влияния «стерилизованной» интервенции на экономическую систему, рассматриваемую на долгосрочных временных интервалах, — будет ли обеспечено хотя бы небольшое влияние подобных мероприятий или никакие последствия от проведения «стерилизованной» интервенции экономической системе не грозят? В одном они солидарны: стерилизация как экономический инструмент, обеспечивающий исключение взаимовлияния операций на внешних валютных рынках и количества денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, весьма непростое и тонкое дело.

### Другие средства и методы воздействия на обменный валютный курс

В этом наилучшем варианте «стерилизованная» интервенция предоставляет лишь ограниченную свободу для корректировки обменных валютных курсов, обеспечивая при этом независимую внутреннюю денежно-кредитную

политику. Вследствие этого, во многих странах заинтересованные лица изыскивают иные средства воздействия на обменные валютные курсы, исключаяющие их влияние на количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке этих стран. Такие средства пользуются наибольшей популярностью в тех странах, собственные валюты которых находятся на внешних валютных рынках под сильным «прессингом», и которым не хватает резервов иностранной валюты для продажи на рынках с целью сокращения предложения на них своих собственных денег.

Федеральное правительство США может вводить специальные таможенные тарифы, разнообразные квоты на импортные товары и другие протекционистские меры, направленные на ограничение импорта, что уменьшает предложение долларов по текущим счетам внешнеторговых операций и, соответственно, способствует повышению стоимости доллара. Этот весьма распространенный в современной экономической жизни способ не свободен и от недостатков. Во-первых, протекционистские меры повышают цены на импортные товары и услуги, что снижает остроту конкуренции между внутренним производством и импортером. Это обстоятельство оказывает сильное давление на уровень цен внутри страны, увеличивая его. Угроза инфляции может инспирировать отток капитала, который компенсирует любую прибыль от операций по текущим счетам. Кроме того, существует опасность, что протекционистские меры вызовут аналогичную реакцию со стороны торговых партнеров, что нанесет ущерб экспортным отраслям промышленности.

Также правительство США может субсидировать американский экспорт, рассчитывая тем самым увеличить спрос на доллары по текущим счетам внешнеторговых операций. Недостатки этого мероприятия аналогичны приведенным в предыдущем примере, — вполне вероятно соответствующая реакция торговых партнеров за рубежом, усиление инфляционных процессов во внутренней экономике и пр.

Еще одним подобным способом воздействия на обменный валютный курс может быть введение валютных ограничений, — то есть правительственных мер, ограничивающих либо жестко регламентирующих права граждан обменивать валюту своей страны на иностранную. Целью системы валютных ограничений может быть сокращение внешнего оборота капитала, что способно повлиять благоприятным образом на чистый спрос на валюту этой страны по счетам движения капитальных средств. Кроме того, эта система может оказывать влияние на внешнеторговые операции по текущим счетам. Например, ряд стран ограничивают количество валюты, которое допускается вывезти из страны ее гражданину, отправляющемуся в туристическое путешествие. Темные дельцы и богатеи в тех странах, где принята система валютных ограничений, всегда изыщут тысячу лазеек и гениальных способов проскользнуть мимо них, а огромное большинство рядовых граждан считают эти ограничения, распространяющиеся на туризм и путешествия, очень неприятными. Федеральное правительство США практически не предпринимало серьезных попыток в этой сфере, хотя некие малозначительные ограничения иногда имели место.

**Валютные ограничения** — система правительственных мер, ограничивающая либо жестко регламентирующая права граждан обменивать валюту своей страны на иностранную.

**Неконвертируемая валюта** — валюта какой-либо страны, запрещенная к обмену на внешних валютных рынках без специального на то разрешения правительственных органов.

Продолжая эту тему, заметим, что валютные ограничения, вообще запрещающие доступ граждан какой-либо страны на внешние валютные рынки без специального на то разрешения правительства, переходят в иное качество в этом случае принято считать, что валюта этой страны **неконвертируема**. Валюта СССР, а также ряда стран третьего мира неконвертируема<sup>1</sup>. Такими мерами правящие круги этих стран узурпируют монополию участия в операциях на внешних валютных рынках. Зачастую они продают иностранную валюту по искусственно заниженному курсу для финансирования удобных этим правительственным органам проектов, тогда как для других целей такие операции проводятся исходя

из искусственно завышенных обменных курсов валют.

Все эти средства и методы — протекционистские меры, экспортные субсидии, валютные ограничения и неконвертируемость валюты накладывают на прибегающие к ним экономические системы огромные дополнительные затраты. Эти меры разрушают экономику, привнося дисбаланс в относительные цены на разнообразные товары и услуги, а также лишая эти экономические системы преимуществ свободной международной торговли. Для того, чтобы точно установить влияние этих мероприятий, а также применения традиционных форм валютных интервенций на международную валютно-кредитную систему, в пределах которой отдельные страны проводят свою собственную денежно-кредитную политику, мы подробно рассмотрим эти и связанные с ними вопросы в следующем разделе.

## МЕЖДУНАРОДНАЯ ВАЛЮТНО-КРЕДИТНАЯ СИСТЕМА

Международная валютно-кредитная система по сути дела является набором неких правил и законов, которые регулируют деятельность центральных эмиссионных банков на внешних валютных рынках. Цель этих правил состоит в облегчении процессов международной торговли таким образом, чтобы все ее участники получали максимальную возможную пользу, обеспечивающую эффективность и процветание экономических систем, которые представляет международная торговля. В процессе реализации этой цели на практике международная валютно-кредитная

<sup>1</sup> Заметьте, что автор дает несколько иную трактовку этого понятия, нежели прочно укоренившееся, расхожее мнение в нашем массовом сознании. — прим. ред.

система должна обеспечить стабильный фундамент для долгосрочного планирования международных торговых отношений и всемерно способствовать искоренению разного рода валютных ограничений и протекционистских мер со стороны отдельных стран и их правительственных органов.

Столь высокие требования к международной валютно-кредитной системе трудно достижимы. Международная валютно-кредитная система в своем развитии прошла три основных фазы. Чтобы понять, каким образом она функционирует сегодня, весьма полезно рассмотреть процессы ее развития.

### Золотой стандарт

Почти весь девятнадцатый век и часть века двадцатого золото играло центральную роль в международной валютно-кредитной системе. Эра золотого стандарта началась в 1821 году, когда вскоре за окончанием наполеоновских войн, Британская империя сделала фунт стерлингов конвертируемым в золото. Вскоре и Соединенные Штаты сделали то же самое и с американским долларом. Наибольшей силы золотой стандарт достиг в период с 1880 по 1914 год, но никогда больше не возродил свой прежний статус после Первой Мировой войны. Его последние следы исчезли в 1971 году, когда Государственное Казначейство США окончательно отменило практику купли-продажи золота по фиксированной цене.

**Функционирование золотого стандарта.** По сути введение золотого стандарта требует от каждой страны-участника конвертировать свою внутреннюю валюту в золото (равно как осуществлять и обратную процедуру) по фиксированному курсу. Например, стоимость доллара может быть установлена равной  $1/20$  унции золота, а стоимость фунта стерлингов — как  $1/4$  унции золота. Обменный валютный курс, определенным с помощью пересчета золотого содержания, устанавливает золотой паритет для каждой валюты, обращающейся на внешних валютных рынках. В нашем примере паритет обменного курса между долларом и фунтом стерлингов устанавливается на уровне 5 долларов за один фунт стерлингов, что эквивалентно, 0,2 фунта стерлингов за один доллар. В 19 веке золото обращалось на внутренних рынках в виде монет и, кроме того, служило формой резервов коммерческих банков, обеспечивающих вклады до востребования.

В период господства золотого стандарта американская фирма, захотевшая, к примеру, импортировать из Британии шерсть, могла обратиться на внешний валютный рынок, продать доллары, купить фунты стерлингов и расплачиваться за товар. Аналогично эта операция выглядела бы и сегодня. Однако, если в то время спрос на доллары был ниже их предложения на рынке, и обменный валютный курс падал ниже 0,2 фунта стерлингов за доллар, у этой фирмы существовала иная возможность выйти из положения. Фирма могла использовать кассовые остатки в местном банке для покупки золота по 20 долларов за унцию, отправить это золото в Британию и реализовать его в английских банках по цене 4 фунта стерлингов за унцию. Такая операция имела смысл, когда обменный валютный курс смещался относительно золотого паритета на величину, большую стоимости транспортировки золота (обычно эта величина составляла около 1%).

**Обеспечение равновесия.** Пока каждая из стран-участниц золотого стандарта готова конвертировать свою валюту в золото, обменные валютные курсы не могут сильно отклоняться от золотого паритета. Любое давление на обменные валютные курсы, отклоняющее их от паритетных значений, будет скорректировано влиянием транснациональных золотых потоков на денежную массу, обращающуюся внутри какой-либо страны.

Предположим, что внезапно американские потребители испытали необъяснимую тягу к английским шерстяным пальто. В результате этого образовавшееся увеличение предложения долларов по текущим счетам внешнеторговых операций понижает обменный валютный курс доллара. Как только обменный валютный курс доллара падает ниже паритета на величину, большую чем стоимость перевозки золота, золото потечет из США в Британию. Этот процесс истощит резервы американской банковской системы и пополнит резервы английских банков, — тем самым количество денег, находящихся в обращении в США, сократится, а денежная масса Британии возрастет.

По мере этих изменений денежной массы в экономических системах рассматриваемых стран, в их экономике произойдут и другие сдвиги. В США сокращение количества денег, находящихся в обращении, ограничит спрос, включая спрос на импортные товары; это сокращение понизит уровень цен и, соответственно, повысит нормы процента. Каждый из этих процессов воздействует на обменный валютный курс доллара, повышая его уровень. Наоборот, в Британии рост денежной массы стимулирует спрос, включая спрос на импорт; этот рост повышает уровень цен и снижает нормы процента. Оказывая влияние на внешний валютный рынок, эти процессы понижают обменный валютный курс фунта стерлингов. Таким образом, перемещение золота на мировом рынке вызывает соответствующие корректировки экономической ситуации на рынках внутренних, которые приводят обменные валютные курсы в равновесие при сохранении их золотого паритета.

**Преимущества и недостатки золотого стандарта.** Многие экономисты считают, что золотой стандарт, господствовавший в мировой экономике в 19—начале 20 века, имел ряд неоспоримых преимуществ. С точки зрения сегодняшнего дня его основное преимущество состояло в обеспечении стабильности как во внутренней, так и во внешней экономической политике. Транснациональные потоки золота, как мы уже видели, стабилизировали обменные валютные курсы и создавали тем самым благоприятные условия для роста и развития международной торговли. В то же самое время стабильный обменный валютный курс, слабо подверженный вероятным колебаниям, вызванными к жизни обширным комплексом причин, обеспечивает стабильность уровня цен во внутренней экономической системе. Какая-либо страна, ввергнутая в инфляционные процессы, вскоре испытывала отток золота, что вело к сокращению обращающейся внутри страны денежной массы, игравшее в этот период позитивную роль в рассматриваемой экономической системе. Если в экономике какой-либо страны имеют место дефляционные процессы, то приток золота и впоследствии расширение денежной массы стабилизирует уровень цен. До сего момента ряд

## 22.1 Из истории денег

### СИЛА ЗЛАТА

Сторонники возврата и реанимации золотого стандарта, как средства обеспечения стабильности международной валютно-кредитной системы, часто вспоминают положительный опыт в экономике США конца 19 века, когда США, отказавшись от практики золотого стандарта в период Гражданской войны, вернулись к нему в 1879 году. Приведенные ниже отрывки взяты из отчетов Национальной Комиссии США по золоту и золотому обращению, подготовленных Ронем Паулом и Льюисом Лерманом:

«Хотя статистическая отчетность столетие назад не была столь изощренной как теперь, тем не менее вырисовывается ясная картина. Энциклопедия Американской Экономической Истории называет этот период времени «периодом наибольшего расцве-

та» в американской истории. Уровень инвестиций в капитальные средства был необычайно высок... безработица практически отсутствовала... реальные производственные затраты и издержки снижались быстрыми темпами...»

Никакой период в американской экономике — ни до, ни после этого — не обеспечивал столь значительные темпы роста реальной заработной платы.

По многим меркам восьмидесятые годы прошлого века были наиболее продуктивным десятилетием в истории США. В своей книге «История денежно-кредитного обращения в США» профессора М. Фридмен и А. Шварц цитируют по этому поводу труды Р. Голдсмита: «Наивысшие темпы роста реального богатства на душу населения с 1805 по 1960 год очевидно были достигнуты в вось-

мидесятые годы прошлого столетия, когда они составляли 3,8% в год.

С 1869 по 1879 год общее количество фирм и деловых предприятий практически не возросло, а в следующем десятилетии их количество увеличилось на 39,4%. Не удивительно, что это десятилетие с характерным для него снижением уровня цен, ростом реальных доходов и гигантскими прибылями и доходами, полученными в виде процентов, послужило надежным фундаментом для обширных капиталовложений, обеспечивающих будущий рост промышленного производства».

Источник: Ron Paul and Lewis Lehrman, *The Case For Gold* (Washington, D. C.: The Cato Institute, 1982), pp. 104—107

экономистов с теплотой и ностальгией оглядываются назад на добрые старые времена господства и расцвета золотого стандарта (см. раздел 22.1 «Из истории денег»).

Однако, золотой стандарт имел и некоторые недостатки. Во-первых, золотой стандарт установил зависимость денежной массы, обращающейся в мировой экономике, от добычи и производства золота. Открытие новых месторождений золота и увеличение его добычи приводило в этих условиях к транснациональной инфляции. Наоборот, если производство золота отставало от роста реального объема производства, наблюдалось всеобщее снижение уровня цен.

Более неблагоприятным для творцов экономической политики явилось то обстоятельство, что в условиях господства золотого стандарта оказывается невозможным проведение независимой денежно-кредитной политики, направленной на решение внутренних проблем своих экономических систем. В военное время, например, существование золотого стандарта препятствовало широко распространенным методам финансирования военных действий, что включало выпуск бумажных денег и равнозначную практику монетизации государственного долга посредством продаж новых выпусков ценных бумаг центральному эмиссионному банку страны. Любая страна, которая пыталась финансировать военные расходы путем эмиссии денег, поддерживая при этом из конвертируемость в золото, моментально становилась свидетелем того, как ее золотые запасы исчезали за рубежом. По этой причине Соединенные Штаты отказались от практики золотого стандарта во время Гражданской войны, а европейские державы отказались от него во время Первой Мировой войны. Другие страны также отходили от практики золотого стандарта.

После Первой Мировой войны попытки восстановить золотой стандарт не увенчались долговременным и продолжительным успехом. После того как международная валютно-кредитная система перенесла во время Великой Депрессии и Второй Мировой войны ряд жестких испытаний, настало время использовать другие основы, обеспечивающие ее функционирование.

#### Бреттон-Вудская валютно-кредитная система

В 1944 году, незадолго до окончания Второй Мировой войны, основные участники процесса международной торговли встретились на конференции в местечке Бреттон-Вудс, штат Нью-Гэмпшир, США, чтобы придти к соглашению о будущей международной валютно-кредитной системе. На этой конференции был основан Международный Валютный Фонд (МВФ) для внедрения и руководства принятой валютной системы, получившей название Бреттон-вудской. Штаб-квартира Международного Валютного фонда располагается в городе Вашингтон, федеральный округ Колумбия, США.

**Фиксация обменных курсов на основе валютных паритетов.** Бреттон-Вудская система пыталась сохранить стабильность обменных курсов валют, которые, казалось, являлись одним из основных преимуществ золотого стандарта, увеличив при этом гибкость их регулирования за счет уменьшения роли и значения золота в этом процессе. Для достижения этой цели Бреттон-Вудская валютная система предложила своеобразную методику фиксации обменных валютных курсов. Так, как золотые паритеты канули в Лету, паритетные обменные курсы валют устанавливались и исчислялись в долларах США; сам же американский доллар обменивался на золото по фиксированной цене 35 долларов за 1 тройскую унцию. Кроме того, Бреттон-Вудскими соглашениями сводились до минимума отклонения свободных рыночных обменных курсов валют от официально заявленных паритетов — они могли изменяться в ответ на колебания спроса и предложения на внешних валютных рынках только в узких пределах: 1% в каждую сторону от официально заявленных паритетов. Если стоимость валюты какой-либо страны повышалась до верхнего предела, либо падала до нижнего, центральный эмиссионный банк этой страны был обязан вмешаться в создавшуюся ситуацию. При наличии угрозы дальнейшего повышения стоимости валюты сверх установленного момента, центральный эмиссионный банк должен был реализовать на рынке достаточное количество своей валюты, удовлетворяя избыточный спрос на нее. При наличии угрозы понижения стоимости валюты ниже критической отметки, центральный эмиссионный банк должен был реализовать на рынке часть своих резервов, денонмированных в иностранной валюте, большей частью — в долларах США, чтобы поглотить избыточное предложение своей валюты на внешних валютных рынках.

Предполагалось, что паритетные обменные курсы валют будут устанавливаться исходя из реалистических равновесных уровней, отражающих эквивалентность покупательной силы различных валют на долгосрочных временных интервалах. В этих условиях осуществление валютных интервенций будет необходимо лишь для корректировки и сглаживания незначительных временных колебаний обменных валютных курсов. Более того, если правительство какой-либо страны-участницы Бреттон-Вудских соглашений приходило к выводу, что наблюдаемые отклонения курса валюты этой страны от паритета отражают фундаментальные изменения в условиях обеспечения состояния долгосрочного равновесия, то в его распоряжении имелся еще один выход. Ввиду наблюдаемых изменений в экономических условиях, правительство располагало возможностью скорректировать саму основу обменного курса валюты своей страны, а именно — установить новый паритетный обменный курс для своей валюты.

Существовало два способа проведения в жизнь такого решения. Правительство могло моментально заявить о введении нового паритетного обменного курса своей валюты, более высоком или низком, а также объявить о временном переходе своей валюты на «плавающий» относительно других валют обменный курс, повышение или понижение которого будет определяться условиями спроса и предложения на внешних валютных рынках. В последнем случае подразумевается, что по достижении новых условий равновесия «плавающего» курса правительство объявляет о переходе на новый паритетный обменный курс своей валюты. Ряд стран (среди них особенно выделялась Канада) вводили «плавающие» курсы своих валют на несколько лет подряд. Такие мероприятия однако принято было рассматривать как нарушение духа, если не буквы, законов Бреттон-Вудской валютной системы.

Основатели Бреттон-Вудской системы полагали, что валютные интервенции, направленные на поддержку паритетного обменного валютного курса, предоставляют разработанным валютным соглашениям возможность самоадаптации к изменению экономических условий, как то обеспечивал золотой стандарт. Подразумевалось, что продажа валюты, предпринятая с целью предотвращения роста ее стоимости, увеличит количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке. Вызванная этим денежная экспансия, опосредовав через совокупный спрос, уровень цен и нормы процента свое влияние, стимулирует предложение валюты по текущим счетам внешнеторговых операций и ограничивает чистый спрос по счету движения капитальных средств до тех пор, пока возникший в экономической системе дисбаланс не будет устранен. Аналогичным образом закупки своей валюты за рубежом, предпринятые с целью предотвращения уменьшения ее стоимости, истощают банковские резервы страны, сокращая объем денежной массы на внутреннем рынке. По мере адаптации экономической системы к сокращению денежной массы, первоначальное избыточное предложение своей валюты на внешних рынках исчезало.

**Проблемы и противоречия Бреттон-Вудской валютной системы.** По достигнутым в Бреттон-Вудсе соглашениям любая страна, обменный курс валюты которой снижался относительно допустимого предела изменений, принимала на себя отчетливые и недвусмысленные обязательства. Предполагалось, что правительство этой страны либо должно автоматически положиться на силу денежно-кредитной политики, либо установить новый паритетный обменный курс своей валюты и проводить в жизнь внутреннюю экономическую политику, исключающую возможность появления отмеченного дисбаланса в будущем. К несчастью, большинство властей предрасположенных не делали ни того, ни другого, когда они сталкивались с понижением обменного курса валют своих стран. Убоявшись роста безработицы и повышения процентных ставок, сопутствующих грядущему в этом случае сокращению денежной массы на внутреннем рынке, чаще всего они прибегали к стерилизации мероприятий на внешних валютных рынках. Понимая негативные последствия избирательных эффектов на различные отрасли экономики при снижении обменного курса валюты или ее девальвации, правительственные органы всеми способами придерживались неизменных паритетных обменных курсов валют. К этому добавлялось введение протекционистских мер по текущим счетам внешнеторговых операций и практика валютных ограничений по счету движения капитальных средств. Но эти мероприятия лишь отдаляли час расплаты.

Те страны, положение которых на внешних валютных рынках было устойчиво, могли бы прийти на помощь путем

ревалюации своих валют, но они делали это не часто и весьма неохотно. Дело в том, что валютная интервенция от этих стран требовала лишь продажи своей валюты, которую они могли без ограничений производить с помощью печатного станка, бумаги и типографской краски, так что особых выгод от ревалюации они не испытывали. Такие страны, как Федеративная Республика Германия, располагавшая мощной промышленностью, ориентированной на экспорт, многие годы процветала, вовсе не собираясь поднимать обменный валютный курс немецкой марки.

**Кризисы и спекуляция.** Так, как необходимые корректировки обменных валютных курсов весьма редко возникали в качестве свободного волеизъявления, Бреттон-Вудскую валютную систему время от времени сотрясали кризисы. Необходимые локальные корректировки обменных курсов зачастую игнорировались, а меры принимались лишь в критических ситуациях, которые разрушали сложившиеся валютные отношения.

Рассмотрим типичный сценарий валютного кризиса. Какая-либо страна, например Британия, начинает ощущать постоянное избыточное предложение своей валюты при действующем паритетном обменном курсе. Английские банки будут вынуждены реализовать программу «поддержки» фунта стерлингов на внешнем рынке, стерилизуя это мероприятие на рынке внутреннем в попытке не допустить сокращения денежной массы, обращающейся внутри страны. По мере сокращения резервов, английский банкам приходится прибегать к кредитам в МВФ, либо в других странах. Правительство Британии накладывает ряд торговых и валютных ограничений на экспортно-импортные операции, однако все труднее и труднее удерживать фунт стерлингов от провала.

В этот самый момент на сцене появляется спекулянт. Обычно его функции весьма утилитарны. Он рассуждает приблизительно так: фунт «плавает» около своего паритетного обменного курса в 2,5 доллара за фунт, иногда повышаясь до 2,525 доллара за фунт, иногда падая до 2,475 долларов. Если сегодня я куплю некоторое достаточное количество фунтов стерлингов по курсу 2,49 доллара за фунт, а завтра на рынке его курс поднимется до 2,5 долларов, я неплохо заработаю, реализовав свое приобретение. Весь фокус в том, что в стабильной экономической ситуации он не может быть уверен в направлении колебания фунта стерлингов, — ведь курс его может и упасть до 2,48 доллара за фунт, что грозит существенными убытками. То есть ситуация аналогична рулетке: красное — я выиграл, черное — проиграл...

Вернемся к нашим рассуждениям (очень скоро мы вспомним одиозную личность спекулянта). Мы остановились на том, что британское правительство балансирует у края пропасти вынужденной девальвации своей валюты, фунт стерлингов достиг минимальной отметки в 2,475 доллара. На повестке дня один вопрос: удержится ли он на этом уровне или будет девальвирован? Заметим, что при равновесном рыночном курсе валюты, значительно отличающимся от паритета, никаких надежд на ее ревалюацию испытывать не нужно. Это обстоятельство предоставляет спекулянту валютой редкую возможность: красное — выиграл, черное — остался, как говорят, при своих. Он берет максимально доступный для его кармана заем в фунтах стерлингов и реализует их на внешнем валютном рынке. Если фунт на следующей день девальвирован, то на вырученные от этой вчерашней продажи иностранные дивизы он может приобрести их в существенно большем количестве, вернуть займ и сорвать приличный куш. Если фунт стерлингов еще агонизирует, спекулянт практически ничего не теряет и повторяет свою операцию снова и снова, покупая сегодня и продавая завтра. Сделка, сулящая солидные барыши, обходится лишь в проценты за несколько дней.

Такова финальная сцена валютного кризиса: спекулянты хватают одно и то же, заваливая внешние валютные рынки сотнями миллионов фунтов. Избыточное предложение фунтов наносит валютно-финансовой системе Британии последний удар, который приводит фунт стерлингов к девальвации. Спекуляция в этих условиях становится беспроектным бизнесом.

В начале 1973 года острейший валютно-финансовый кризис затронул доллар США, немецкую марку и японскую йену. Ответом на него явился смелый шаг экономически наиболее развитых стран: практика официально заявленных паритетов основных валют была объявлена исчерпанной. Бреттон-Вудская валютная система приказала долго жить...

**«Плавающие» обменные валютные курсы и механизмы управления**<sup>1</sup> Валютная система, в основу которой были положены «плавающие» обменные курсы валют, изменяющиеся в ответ на рыночный спрос и предложение, в итоге заменила Бреттон-Вудскую систему. Принятые соглашения не копировали со стопроцентной точностью систему «плавающих» курсов в ее чистом виде. На внешних валютных рынках продолжали иметь место различные типы валютных интервенций. По этой причине разработанную и принятую в качестве основы новую валютную систему точнее всего назвать системой скорректированных «плавающих» курсов.

По-прежнему целый ряд стран, избегая негативных последствий избирательного воздействия на внутренние экономические системы, вызванных изменениями обменных курсов валют, выходили на внешние валютные рынки с интервенционистскими программами. Ранее уже указывалось, что федеральное правительство США в конце семидесятых годов активно прибегало к этим методам, стремясь поддержать обменный курс доллара. После 1981 года федеральное правительство США значительно поумерило свою активность на внешних валютных рынках (подразумевая осуществление валютных интервенций как официальной внешнеэкономической политики), и оста-

<sup>1</sup> В отечественной литературе рассматриваемая ниже валютная система получила название Ямайской, т.к. соглашения эти были подписаны в январе 1976 году в г. Кингстон, Ямайка. Всем, кого заинтересовали вопросы международных валютно-кредитных отношений, рекомендуем работу Г. Г. Матюхина «Доллар США и валютные отношения Запада» М., Наука, 1989 г., где они изложены несравненно более подробно. — прим. ред.

вили это оружие в своем арсенале лишь как средство противодействия «хаотичным условиям на внешних рынках». Так, например, ФРС предприняла валютную интервенцию с целью стабилизации доллара, «пошатнувшегося» после покушения на Президента США Р. Рейгана в начале его первого срока президентства. С 1985 года федеральное правительство США регулярно и постоянно проводит консультации со своими основными торговыми партнерами относительно происходящих с обменными валютными курсами изменений и несколько более благоприятно относится к перспективам возможных валютных интервенций.

В дополнение к спорадическим валютным интервенциям, некоторые правительства систематически прибегают к этой практике, обеспечивая таким образом стабильность соотношений между обменными курсами валют. Наилучшим примером такого взаимодействия корректировок обменных курсов валют в заранее определенных пределах является западно-европейская валютная система, которая охватывает большинство стран-членов Европейского Экономического Сообщества («Общего рынка»). В рамках этой системы центральные эмиссионные банки Германии, Франции и других стран-участниц поддерживали фиксированные обменные курсы своих валют друг относительно друга, исходя из правил, очень похожих на Бреттон-Вудские соглашения. Кроме того, ряд небольших стран — страны Карибского бассейна, Центральной и Южной Америки, Восточной Азии и ряд других, фиксируют обменные курсы своих валют относительно какой-либо мощной валюты (валюты-лидера). Так, например, поступают латиноамериканские страны, связывая обменные курсы своих валют с курсом доллара США (ряд африканских стран связывают свои валюты с французским франком и т.д.). Такие договоренности и соглашения известны как **валютные блоки**. Члены валютных блоков пренебрегают возможностью проводить абсолютно независимую денежно-кредитную политику в надежде создать стабильное внешнеэкономическое окружение, способствующее развитию торговли с основными своими партнерами.

### Перспективы развития международной валютно-кредитной системы

**Валютный блок** — соглашение между какой-либо группой стран о фиксации обменных курсов валют своих стран относительно друг друга и определенной мощной валюты (валюты-лидера).

Бреттон-Вудская валютная система, определявшая в течение четверти века практику международных валютных отношений, получила горячее одобрение и широкую поддержку в политических кругах. Наоборот, эта система не вызвала особого энтузиазма у большинства экономистов, которые подвергли ряд ее положений яростной критике. Они считали порочной практику произвольных корректировок обменных валютных курсов, недопустимым — нарушения правительственными органами ряда стран установленных в Бреттон-Вудсе соглашений и, более всего, были обеспокоены невозможностью обеспечения должного уровня международной ликвидности, способствующего росту и развитию мировой торговли в рамках Бреттон-Вудской валютной системы.

Критики Бреттон-Вудской валютной системы считали, что только введение «плавающих» обменных курсов валют устранил основную причину существования протекционистских барьеров в мировой экономике, полагая, что со временем обменные валютные курсы установятся около своих равновесных значений, которые обеспечат стабильные и благоприятные условия для развития мировой экономики. Сменившая Бреттон-Вудскую, международная валютная система, основывающаяся на «плавающих» обменных курсах, в некоторой степени удовлетворила запросы экспертов в области международной экономики, — мало кто из яростных критиков Бреттон-Вудских соглашений хотел вернуться назад, к фиксированным обменным курсам валют. Однако, эту в целом радужную картину, все же омрачали тучи.

Первое разочарование принесла широкомасштабная инфляция семидесятых годов, охватившая всю мировую экономику. При фиксированных обменных валютных курсах, как мы ранее наблюдали, страна, пораженная инфляционными процессами, была вынуждена покупать свою валюту на внешних рынках, не допуская снижения ее обменного курса ниже установленного предела. Такие меры сдерживали количество денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке этой страны, и, следовательно, оказывают наступавшей инфляции активное противодействие. Хотя правительственные органы и не всегда проводили в жизнь такие денежно-кредитные мероприятия, система фиксации обменных курсов валют в этом отношении все-таки приносила некоторые плоды. Вполне допустимо, что инфляция, разразившаяся во многих странах вскоре после отказа от Бреттон-Вудской валютной системы, этим отказом и была инспирирована. Однако, инфляция восьмидесятых годов отмечалась и в условиях отказа от фиксированных обменных валютных курсов.

Вторым весьма неприятным сюрпризом для многих бывших противников Бреттон-Вудса явилось непостоянство и резкая изменчивость обменных валютных курсов при введении их «свободного плавания». Как мы уже видели, стоимость доллара между 1979 и 1985 годами выросла почти в два раза, а затем снова понизилась. На краткосрочных временных интервалах отмечались случаи, когда обменные курсы определенных валют в течение недели поднимались и падали с амплитудой колебаний  $\pm 10\%$ . Такая неустойчивость и нестабильность объясняется влиянием на внешние валютные рынки движения капиталов, а также чувствительностью финансовых операций по счетам движения капиталов средств к изменению любого фактора, который способен изменить ожидания хозяйственных агентов относительно будущих обменных валютных курсов и не ждет изменений таких основополагающих параметров экономической системы как ВНП или уровень цен. Внешние валютные рынки практически мгновенно реагируют на малейшие предположения и прогнозы, которые допускают возможные изменения основных параметров экономической системы в весьма неопределенном будущем.

В ряде случаев фирмы и деловые предприятия, оперирующие на внешних валютных рынках, могут обезопасить себя от возможных неблагоприятных изменений обменных курсов валют посредством заключения контрактов и сделок на определенный срок в будущем. Предположим, например, что некая американская фирма заключает контракт на покупку технологического оборудования в Германии, оплачивая свое приобретение в течение 90 дней с момента отгрузки продукции. Положим, что стоимость оборудования составляет 12 млн. марок, а обменный валютный курс составляет в момент заключения контракта 2 немецкие марки за доллар США. Фирма предполагает перепродать это оборудование в США за 6 млн. долларов (т.е. по его стоимости, запрошенной немецким партнером) плюс 1 млн. долларов, рассматриваемых в качестве прибыли. Однако, если за эти 90 дней курс доллара упадет до полутора марок за доллар, за заказ придется заплатить уже 8 млн. долларов, и в этом случае 1 млн. долларов ожидаемой прибыли обернется миллионным убытком. Защищая себя от риска при заключении контракта, американская фирма может приобрести 12 млн. немецких марок на внешнем валютном рынке, осуществляя эту покупку как срочную (то есть заключаемую на определенный в будущем срок) операцию. В этом случае определенная прибыль ей гарантирована. Такая операция в практике известна как **хеджирование**<sup>1</sup>.

Хеджирование не всемерно — оно не может защитить от всех возможных неблагоприятных последствий изменений обменных валютных курсов. Рассмотрим, к примеру, японскую фирму, рассчитывающую открыть свой производственный филиал в США, либо американскую корпорацию, решившую вложить миллион долларов долгосрочную маркетинговую программу в Японии. Временные горизонты в случае осуществления подобных

проектов слишком далеки, а привлекаемые (особенно в первом случае) суммы слишком расплывчаты, чтобы компенсировать вероятный риск обычной практикой хеджирования. Охотников заключить срочный контракт, поддерживающий эти проекты, скорее всего не найдется. Если мера изменчивости обменного курса валют в течение последующих пяти лет достигнет 100% — а это вполне вероятный масштаб, основанный на экономическом опыте последнего времени, — то риск осуществления этих проектов ста-

**Хеджирование** — система заключения срочных контрактов и сделок, учитывающая вероятные в будущем изменения обменных валютных курсов и преследующая цель избежать неблагоприятных последствий этих изменений.

нет очень значительным.

И последнее. Введение в обиход «плавающих» обменных курсов валют не открыло свободной международной торговле эру всеобщего процветания. Те правительства, которые использовали фиксацию обменных валютных курсов Бреттон-Вудса, как оправдание протекционистских мероприятий, нашли иные отговорки. С 1973 года объем международной торговли возрос, однако во многих отраслях — текстильной и сталелитейной промышленности, сельскохозяйственном производстве — и поныне торжествует протекционизм.

Несмотря на вышеперечисленные недостатки и трудности, практически стопроцентно можно утверждать, что корректируемые «плавающие» обменные валютные курсы будут существовать в мировой экономической системе достаточно большой период времени. Те рыночные силы, которые ныне определяют «подвижность» обменных курсов валют и их чувствительность к потокам и перемещениям капитала, превосходят в своем могуществе способности и потенциалы даже самых мощных в экономическом отношении государств поддерживать курсы своих валют на фиксированных уровнях за счет валютных интервенций на внешних рынках и их стерилизации на рынках внутренних. Более того, сегодня правительственные органы, многих стран предпочитают иметь стабильную основу для внешней торговли, нежели абсолютно независимую денежно-кредитную систему внутри страны. В настоящий момент не возникает вопроса о поиске лучшей международной валютно-кредитной системы. Вероятнее всего на сегодня она единственно возможна.

## КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

1. Повышение стоимости (обменного курса) валюты какой-либо страны идет на благо потребителям и тем отраслям промышленности, которые зависят от импорта привлекаемых факторов производства. Экспортеры и отрасли промышленности, конкурирующие с импортными товарами, в этом случае страдают. Понижение стоимости валюты в силу отмеченного избирательного эффекта воздействует на производство противоположным образом. Кроме того, изменения обменных валютных курсов оказывает свое влияние на экономические системы и на макроуровне. Повышение стоимости валюты приводит к снижению чистого экспорта, тем самым уменьшая совокупный спрос; аналогично понижение стоимости валюты увеличивает чистый экспорт, стимулируя совокупный спрос. Рассматривая эти процессы с точки зрения макроэкономической категории предложения, очевидно следующее: понижение стоимости валюты повышает цены на привлекаемые факторы производства, тем самым (в графической интерпретации) смещая кривую совокупного предложения вверх (повышение стоимости валюты смещает эту кривую вниз). В силу многочисленных и тесных связей с функционированием внутренней экономической

<sup>1</sup> Необходимо отметить, что практика хеджирования в экономических отношениях Запада ныне весьма широко распространена и на иных рынках, — внутренних, финансовых и товарных. Так, представители хлебопекарной промышленности заключают срочные контракты на поставку зерна, избегая риска от последствий неурожая; срочные контракты заключаются при купле-продаже акций промышленных корпораций и т.д. — прим. ред.



системы, контроль и корректировка уровня обменного валютного курса зачастую могут рассматриваться как важная промежуточная цель экономической политики.

2. Центральные эмиссионные банки могут проводить на внешних валютных рынках так называемые валютные интервенции, способствуя тем самым девальвации или ревальвации валюты своих стран. При осуществлении девальвации банк реализует валюту своей страны на внешнем рынке, при ревальвации — скупает. Продажа валюты своей страны в обмен на иностранные девизы повышает банковские резервы, и, таким образом, при прочих равных условиях способствует увеличению предложения денег на внутреннем рынке. Рост предложения денег в свою очередь инспирирует рост уровня цен внутри страны, повышение внутреннего совокупного спроса и снижению реальных норм процента во внутренней экономической системе. Эти процессы усиливают влияние проводимой валютной интервенции на уровень обменного валютного курса. Равным образом, приобретение центральным эмиссионным банком валюты своей страны в обмен на имеющиеся у него резервы, деноминированные в иностранной валюте, предпринятое с целью ревальвации собственной валюты, способствует сокращению предложения денег на внутреннем рынке, которое автоматически усугубляет предпринятые усилия на внешних валютных рынках.

3. Если центральный эмиссионный банк желает осуществить валютную интервенцию на внешнем рынке и при этом минимизировать ее влияние на состояние денежной массы и денежного обращения на внутренних финансовых рынках, он может совместить продажу иностранной валюты на внешнем рынке с соответствующей закупкой на внутреннем открытом рынке (или продажу на внутреннем рынке с закупкой иностранной валюты на внешнем рынке). Такая процедура известна в экономическом мире как стерилизация. Необходимо заметить, что стерилизация весьма эффективно изолирует денежную массу, обращающуюся на внутреннем рынке, от вероятного влияния валютной интервенции на внешних валютных рынках, но совмещение этих мероприятий в очень существенной степени уменьшает эффективность проведения валютной интервенции с точки зрения ее влияния на долговременное изменение обменных валютных курсов.

4. Очень часто правительственные органы ряда стран в стремлении избежать девальвации своей валюты прибегают к протекционистским мероприятиям в процессе международной торговли. К этим мерам относятся разного рода таможенные тарифы, квоты на импорт товаров и услуг, экспортные субсидии, а так же практика валютных ограничений, то есть ограничение прав хозяйственных агентов и граждан этих стран в проведении операций на внешних валютных рынках. В ряде стран правительственные органы вводят государственную монополию на любые действия и операции на внешних валютных рынках. Считают, что валюта таких стран неконвертируема.

5. Практически на всем протяжении девятнадцатого века, а также в начале века двадцатого в международных валютно-кредитных отношениях господствовал золотой стандарт. При подобной валютно-кредитной системе каждое правительство было обязано конвертировать свою валюту в золото по установленному обменному курсу. Избыточное предложение валюты какой-либо страны на внешних валютных рынках в этих условиях приводило к тому, что вместо понижения обменного курса этой валюты золотой запас этой страны частично перетекал за границу. Эти процессы уменьшали объем денежной массы, обращавшейся внутри страны, корректируя таким образом избыточное предложение денег. Подобным образом избыточный спрос на валюту какой-либо страны приводил к увеличению ее золотого запаса, расширяя тем самым количество денег, находившихся в обращении на внутреннем рынке.

6. В конце Второй Мировой войны основные страны-участники процессов международной торговли встретились в крохотном местечке Бреттон-Вудс, штат Нью-Гэмпшир, США и разработали положения новой международной валютно-кредитной системы, основанной на фиксации обменных курсов валют. Каждый из участников подписанных соглашений взял на себя обязательства осуществлять валютную интервенцию как необходимое средство обеспечения фиксации обменного курса валюты своей страны относительно доллара США. При изменении каких-либо основополагающих параметров экономических систем стран-участниц от членов Бреттон-Вудсской валютно-кредитной системы требовалось кардинальное изменение паритетного обменного курса своей валюты.

7. Вследствие несоблюдения и пренебрежения правил и регламентирующих положений Бреттон-Вудсских соглашений со стороны ряда стран-участниц, сама идея Бреттон-Вудсской валютной системы зачастую оказывалась дискредитированной, а система подвергалась кризисным явлениям. В международной экономической системе сегодняшнего дня большинство основных валют обладают «плавающим» обменным курсом, колеблющимся в зависимости от спроса и предложения на внешних валютных рынках. Так, как эта валютно-кредитная система не исключает проведение валютных интервенций, предпринимаемых для коррекции обменных валютных курсов, зачастую ее называют валютно-кредитной системой «плавающих» обменных курсов валют. При этом некоторые группы стран входят в так называемые валютные блоки, которые фиксируют обменные курсы валют относительно остальных участников блока.

### Термины для повторения

Чистый экспорт

Девальвация

Ревальвация

«Своп»-соглашение

Специальные права заимствования (СДР)

Стерилизация

Валютные ограничения

Неконвертируемость (валюты)

Валютный блок

Хеджирование

### Вопросы для повторения

1. Каким образом повышение и понижение стоимости валюты влияет на нижеперечисленные субъекты экономической деятельности?
  - а. Потребители
  - б. Отрасли промышленности, использующие импортные сырье и оборудование в своем производстве.
  - в. Отрасли промышленности, ориентированные на экспорт.
  - г. Отрасли промышленности, конкурирующие с импортными товарами на внутреннем рынке.
  - д. Чистый экспорт.
  - е. Совокупный спрос.
  - ж. Совокупное предложение.
2. Какие мероприятия должен предпринять центральный эмиссионный банк при осуществлении валютной интервенции на внешнем валютном рынке, добиваясь девальвации либо ревальвации валюты своей страны?
3. Перечислите задачи центрального эмиссионного банка, призванные обеспечить изоляцию количества денег, находящихся в обращении на внутреннем рынке, от последствий валютной интервенции на внешних валютных рынках.
4. Какими средствами, помимо валютной интервенции на внешнем рынке, правительственные органы могут повлиять на обменный курс валют?
5. Дайте характеристику экономическим факторам, стабилизировавшим обменные валютные курсы в эпоху господства золотого стандарта в международных валютно-кредитных отношениях.
6. Какие обязательства налагала Бреттон-Вудская валютно-кредитная система на страны-участницы этих соглашений, обменный курс валют которых достигал критического уровня?
7. Опишите преимущества валютно-кредитной системы, основанной на корректируемых «плавающих» обменных курсах валют, перед валютно-кредитными отношениями, основанными на полном отсутствии какой-либо их регламентации.

### Темы для обсуждения

1. В главе 18 в рамках кейнсианской модели изучался график функции плановых затрат для замкнутой экономической системы (чистый экспорт в этом случае не рассматривался). В открытой экономической системе плановые затраты равняются потреблению плюс государственные закупки плюс чистый экспорт. Предположим, что экспорт экономической системы составляет 400 млрд. долларов, импорт равен нулю при нулевом уровне национального дохода, и импорт возрастает на 20 центов при увеличении национального дохода на один доллар. Используя в качестве основы рисунок 18,3, постройте график функции плановых затрат в этих обстоятельствах. Каков будет наклон кривой плановых затрат в открытой экономической системе? Каким образом включение в экономический анализ иностранного сектора экономики влияет на мультипликатор затрат?
2. Опираясь на рисунок 22.2, проиллюстрируйте влияние понижения стоимости валюты в том случае, когда эффект «Джей-кривой» инспирирует временное снижение чистого экспорта.
3. На рисунке 22.3 представлена графическая интерпретация процессов в экономической системе, вызванных понижением стоимости валюты вследствие ее распродажи на внешних валютных рынках, предпринятой центральным эмиссионным банком. Начертите сравнительные диаграммы процессов, вызванных понижением стоимости валюты вследствие роста спроса на импорт (то есть при изменении предложения по текущим счетам внешнеторговых операций) и понижении реальной нормы процента (то есть при изменении чистого спроса по счету движения капитальных средств). В каждом из этих случаев отдельно покажите влияние понижения стоимости валюты по текущим счетам внешнеторговых операций, счетам движения капитальных средств и официальным резервным счетам.
4. На рисунке 21.9 дана графическая интерпретация обесценивания доллара, вызванного ростом спроса на импорт. Используя приведенный материал, покажите, каким образом валютная интервенция на внешнем валютном рынке может стабилизировать обменный курс доллара на уровне 6 франков за доллар. Каковы будут последствия этого мероприятия с точки зрения вероятных изменений по текущим счетам внешнеторговых операций, счетам движения капитальных средств и официальным резервным счетам?
5. На рисунке 21.10 дана графическая интерпретация процессов, вызванных повышением стоимости доллара вследствие роста реальных норм процента в США. Используя предоставленный материал, покажите каким образом валютная интервенция на внешних рынках способна стабилизировать обменный курс доллара на уровне 6 франков за доллар. Каковы будут последствия этого мероприятия с точки зрения вероятных изменений по текущим счетам внешнеторговых операций, счетам движения капитальных средств и официальным резервным счетам?
6. Предположим, что французский центральный эмиссионный банк задумал девальвировать франк относительно доллара. Руководствуясь этим, он приобретает на 100 млн. долларов долларовых девизов в американских коммерческих банках по курсу 6 франков за доллар, оплачивая эту сделку чеком, деноминированным во франках. Дилер депонирует этот чек во французском коммерческом банке.
  - а) Составьте Т-счета для французского центрального эмиссионного банка; системы французских ком-

мерческих банков; ФРС; системы американских коммерческих банков; мирового сообщества и покажите влияние этой операции на банковские резервы и, следовательно, на денежную сумму, обращающуюся во Франции и в США.

б) Центральные эмиссионные банки весьма часто хранят свои резервы, размещенные в иностранных девидах, в форме государственных ценных бумаг других стран, а не в форме банковских вкладов. Представьте себе, что после осуществления сделки, описанной в подпункте а), французский эмиссионный банк приобретает у валютного дилера казначейские векселя Государственного Казначейства в США на сумму 100 млн. долларов, оплачивая эту сделку ранее приобретенными деноминированными в долларах депозитами в коммерческом банке. С помощью Т-счетов покажите влияние этой операции на денежную массу, обращающуюся во Франции и в США.

в) В итоге французский центральный эмиссионный банк решает стерилизовать проведенную на внешнем рынке валютную интервенцию и приобретает на открытом рынке внутри страны ценные бумаги на сумму в 600 млн. франков. С помощью Т-счетов подведите итоги всех этих финансовых операций.

7. Рассмотрим международную экономическую систему в несколько упрощенном варианте — ее членами состоят только США и Канада. В обеих странах единственной формой денег, находящихся в обращении, являются золотые монеты. И канадский, и американский доллар содержат по 1/20 тройской унции золота. Единственная форма международного торгового обмена — это партии готовой продукции, за которую расплачиваются золотыми монетами. Первоначально обмен по текущему счету внешнеторговых операций находится в равновесии. Затем открытие новых золотых рудников в США вызывают рост количества денег, находящихся в обращении в американской экономической системе, что в свою очередь увеличивает реальный объем производства с одновременным повышением уровня цен в США. По мере расширения и экспансии, отмечаемых в американской экономике, спрос в США на импорт из Канады возрастает. Объясните, как этот процесс повлияет на направление потока золотых монет и количество денег, находящихся в обращении в США и в Канаде. Что произойдет с уровнем цен и уровнем реального объема производства в Канаде и в США? Какие изменения будут наблюдаться в платежных балансах по текущим счетам внешнеторговых операций этих стран?



# ГЛОССАРИЙ

## ЧАСТЬ I

### К главе 1

**Деньги (money)** — средство оплаты товаров и услуг, средство измерения стоимости и средство сохранения (накопления) стоимости.

**Микроэкономика (microeconomics)** — отрасль экономической науки, изучающая деятельность малых экономических единиц, таких как семейные хозяйства, деловые фирмы и правительственные учреждения.

**Макроэкономика (macroeconomics)** — отрасль экономической науки, изучающая такие крупномасштабные экономические явления, как инфляция, безработица и экономический рост.

**Поток (flow)** — экономический процесс, происходящий непрерывно во времени и измеряемый в единицах за некоторый период времени.

**Национальный продукт (national product)** — совокупная стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных в экономической системе.

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

**Промежуточные товары (intermediate goods)** — товары, которые покупаются с целью последующего их использования в виде ресурсов производства других товаров.

**Национальный доход (national income)** — суммарный доход, полученный семейными хозяйствами, включая всю сумму заработной платы, ренты, процентных выплат и прибыли.

**Номинальная оценка (nominal measures)** — экономический количественный показатель, рассчитанный без учета инфляционных влияний.

**Реальная оценка (real measures)** — экономический количественный показатель, рассчитанный с учетом инфляционных влияний.

**Уравнение обмена (equation of exchange)** — уравнение, согласно которому произведение величины денежной массы на скорость обращения денег равно произведению уровня цен на реальный национальный продукт.

**Скорость обращения денег (velocity of money)** — среднее количество раз в год, которое каждый доллар из общей массы денег, находящихся в обращении, используется на покупку готовых товаров; равна отношению номинального национального продукта к массе денег в обращении.

**Уровень цен (price level)** — среднее взвешенное значение цен готовых товаров и услуг, выраженное относительно базового годового показателя, равного 1,0.

**Сбережения (savings)** — та часть доходов семейных хозяйств, которая не идет на приобретение товаров и услуг или на уплату налогов.

**Инвестиции в основной капитал (fixed investments)** — приобретение вновь произведенных капитальных благ, к числу которых относятся производственное оборудование, компьютеры, новые производственные здания, и т. д.

**Инвестиции в товарно-материальные запасы (inventory investments)** — накопление запасов сырья для последующего производственного потребления, а также запасов не реализованных готовых товаров.

**Финансовые рынки (financial markets)** — совокупность рыночных институтов, направляющих поток денежных средств от собственников сбережений к заемщикам.

**Прямое финансирование (direct finance)** — совокупность финансовых рыночных каналов, средства по которым перемещаются непосредственно от собственников сбережений к заемщикам.

**Капитальное финансирование (capital finance)** — любое соглашение, по которому фирма получает инвестиционные средства в обмен на предоставление права долевого участия в собственности на эту фирму.

**Обыкновенная акция (common stock)** — сертификат долевого участия в собственности корпораций, дающий его владельцу право голоса при принятии управленческих решений, а также право на долю прибыли корпорации.

**Финансирование путем получения займов (debt finance)** — любое соглашение, согласно которому фирма получает денежные средства для инвестиций в обмен на обязательство выплатить эти средства в будущем с процентом, но без предоставления кредитору прав на какую бы то ни было долю собственности фирмы.

**Облигации (bonds)** — сертификат, представляющий собой обязательство выплатить денежный долг в течение определенного периода времени (обычно за несколько лет) с оговоренным процентом, а также в соответствии с заранее определенным графиком.

**Ценные бумаги (securities)** — общий термин для обозначения обыкновенных акций, облигаций и некоторых других финансовых инструментов, продаваемых и покупаемых на финансовых рынках.

**Косвенное финансирование (indirect finance)** — совокупность финансовых рыночных каналов, по которым денежные средства перемещаются в направлении от семейных хозяйств к фирмам через финансовых посредников.

**Финансовые посредники (financial intermediaries)** — совокупность финансовых фирм, таких, например, как банки, взаимные и пенсионные фонды, а также страховые компании, чьи функции заключаются в аккумуляровании денежных средств семейных хозяйств и последующем предоставлении этих средств в распоряжение фирм (на коммерческой основе).

**Трансфертные платежи (transfer payments)** — все выплаты, осуществляемые государством (в лице правительства) семейным хозяйствам (пенсии, выплаты лицам с низкими доходами, пособия по безработице и т. п.), которые не представляют собой какого-либо рода компенсацию за оказываемые государству текущие трудовые услуги.

**Чистые налоги (net taxes)** — разность между доходом правительства, полученным от взимания налогов и правительственными трансфертными платежами.

**Фискальная (налогово-бюджетная) политика (fiscal policy)** — политика правительства в области налогообложения и государственных расходов.

**Денежно-кредитная политика (monetary policy)** — правительственная политика, воздействующая на количество денег, находящихся в обращении.

**Замкнутая экономическая система (closed economy)** — экономическая система, не имеющая связей с зарубежными странами.

**Открытая экономическая система (open economy)** — экономическая система, связанная с зарубежными странами механизмами экспорта, импорта и финансовых операций.

**Приток капитала (capital inflows)** — величина нетто-средств (чистая величина), полученных путем займов у иностранных финансовых посредников, а также путем продажи реальных или финансовых активов иностранным покупателям.

**Отток капитала (capital outflows)** — величина нетто (чистая величина) кредитов, выданных иностранным заемщикам, и средств, использованных для покупки реальных или финансовых активов у иностранных продавцов.

**«Утечи» (leakages)** — те части национального дохода, которые не используются семейными хозяйствами для покупки потребительских товаров, произведенных внутри страны; в их состав включаются сбережения, чистые налоги и расходы на покрытие импорта.

**«Инъекции» (injections)** — расходы на финансирование национального продукта, осуществляемые не потребителями; в состав инъекций входят инвестиции, государственные закупки и денежное покрытие экспорта.

## К главе 2

**Средство обращения (medium of exchange)** — деньги, используемые для покупки товаров и услуг, а также для уплаты долгов.

**Бартер (бартерная сделка) (barter)** — обмен одного товара (или услуги) на другой без помощи денег.

**Рационирование (rationing)** — система распределения товаров и услуг, устанавливающая максимальный предел того количества товаров и услуг, которые может купить или получить одна потребляющая единица.

**Мера стоимости (unit of account)** — денежная единица, используемая для измерения и сравнения стоимости товаров и услуг.

**Денежная реформа (monetary reform)** — переход от одной меры стоимости к другой, сопровождаемый уменьшением общего количества денег.

**Гиперинфляция (hyperinflation)** — инфляция, характеризующаяся очень высокими темпами роста, уровень которой может превышать несколько сот процентов в год.

**Средство накопления (store of value)** — актив, сохраняемый после продажи товаров и услуг и обеспечивающий покупательную способность в будущем.

**Ликвидность (liquidity)** — возможность использования актива в качестве средства платежа (или быстрого превращения его в средство платежа), и способность актива сохранять свою номинальную стоимость неизменной.

**Денежный агрегат (monetary aggregates)** — любая из нескольких специфических группировок ликвидных активов, служащих альтернативными измерителями денежной массы.

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

**Трансакционные депозиты (transaction deposits)** — депозиты, средства с которых могут быть переведены другим лицам в виде платежей по сделкам, осуществляемым с помощью чеков или электронных денежных переводов.

**Параметр M1(M1)** — денежный параметр, в который включаются наличные деньги и трансакционные депозиты.

**Депозитные институты (depository institutions)** — финансовые посредники, в число которых входят коммерческие банки и сберегательные учреждения, которые принимают вклады у населения.

**Вклады до востребования (demand deposits)** — не приносящие процента вклады, владельцы которых обладают правами на пользование чеками и электронными переводами.

**Прочие чековые депозиты (вклады) (other checkable deposits)** — приносящие процент вклады, владельцы которых обладают правами на пользование чеками и электронными переводами.

**Взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds (MMMFs))** — независимые финансовые

посредники, которые продают паи населению и используют вырученные деньги для покупки краткосрочных ценных бумаг с фиксированным процентом.

**Депозитные счета денежного рынка (money market deposit account (MMDAs))** — приносящие процент вклады в депозитных институтах, средства с которых могут быть изъяты без штрафа в любой момент; эти вклады не предоставляют их владельцам прав на пользование чеками.

**Срочные вклады (time deposits)** — приносящие процент вклады в депозитных институтах, средства из которых могут быть изъяты без штрафа только по истечении установленного в договоре периода.

**Однодневные соглашения об обратном выкупе (overnight repurchase agreements (RPs))** — краткосрочные ликвидные активы, предоставляющие собой договоры о согласии фирмы или частного лица купить у финансового учреждения ценные бумаги, с тем, чтобы перепродать их обратно на следующий день по заранее оговоренной цене.

**Однодневные займы в евродолларах (overnight eurodollars)** — краткосрочные ликвидные активы, аналогичные соглашения об обратном выкупе (RPs), служащие для операций с долларовыми фондами, находящимися на балансах депозитных институтов вне США.

**Параметр M2(M2)** — денежный параметр, включающий в себя M1, сберегательные вклады, срочные вклады, однодневные соглашения об обратном выкупе и однодневные займы в евродолларах, а также принадлежащие семейным хозяйствам паи взаимных фондов денежного рынка.

**Депозитные сертификаты (ДС) (certificates deposit (CDs))** — срочные депозиты с крупными номиналами, продаваемые единицами не менее 100.000 долларов.

**Параметр M3 (M3)** — денежный параметр, включающий в себя M2, а также депозитные сертификаты, срочные и срочные займы в евродолларах, акции взаимных фондов денежного рынка.

**Параметр L (L)** — денежный параметр, включающий в себя параметр M3, а также банковские акцепты, коммерческие бумаги, краткосрочные казначейские векселя и сберегательные облигации США.

**Биметаллический стандарт (bimetallic standard)** — правительство выражает стоимость национальной денежной единицы в определенных количествах как золота, так и серебра.

**Полноценная монета (full-bodied coin)** — монета, содержащая драгоценный металл в количестве, соответствующем ее номинальной стоимости.

**Монетный паритет (mint ratio)** — (при биметаллическом стандарте) — отношение официальной стоимости весовой единицы золота к официальной стоимости такой же единицы серебра.

**Закон Грешама (Gresham's law)** — закон, гласящий, что любой тип денег, который становится более ценным в каком-либо ином качестве, чем деньги, постепенно исчезает из обращения.

**Сеньораж (seigniorage)** — прибыль, получаемая Казначейством от выпуска денег; равна разности номинальной стоимости денег и издержек эмиссии.

**Разменная монета (token coin)** — монета, номинальная стоимость которой превышает стоимость содержащегося в ней металла.

**Неразменные деньги (fiat money)** — деньги, которые не могут быть превращены в драгоценные металлы.

**Золотой сертификат (gold certificate)** — тип бумажных денег, обеспечиваемый золотым запасом Казначейства США; вышел из обращения в 1933 году.

**Банкноты штатов (state banknotes)** — основной тип бумажных наличных денег, находившихся в обращении в США до 1865 года, и выпускаемых банками по соглашениям с правительствами штатов; банкноты штатов являлись обязательствами этих частных банков.

**Национальные банкноты (national banknotes)** — основной тип бумажных денег, находившихся в обращении в США с 1863 по 1935 год, и выпускавшихся частными национальными банками; национальные банкноты являлись обязательствами национальных банков.

**Банкноты Соединенных Штатов (United States notes)** — известны как «гринбэки»; это — первый тип бумажных денег, выпускавшихся в обращение федеральным правительством США, Казначейство США начало выпуск этих денег во время Гражданской войны.

**Банкноты банков ФРС (Federal Reserve bank notes)** — приняты к обращению в 1913 году; предполагалось, что эти деньги заменят национальные банкноты.

### К главе 3

**Государственный долг (National debt)** — совокупное количество выпущенных в обращение правительственных ценных бумаг.

**Первичный рынок (primary market)** — продажа ценных бумаг их эмитентами; например — продажа Казначейством ценных бумаг федерального правительства США.

**Вторичный рынок (secondary market)** — продажа или покупка дилерами и брокерами выпущенных в обращение ценных бумаг.

**Рыночные ценные бумаги федерального правительства США (marketable U. S. government security)** — ценные бумаги, которые могут быть проданы одним собственником другому.

**Форма книжной записи (book-entry form)** — хранение эмитентом записи о собственности на ценные бумаги вместо выдачи сертификатов.

**Срок погашения (maturity date)** — дата, в которую финансовый инструмент подлежит погашению наличными деньгами в размере его стоимости на момент погашения.

**Казначейский вексель (Treasury bill)** — краткосрочная рыночная ценная бумага федерального правительства США, реализуется с дисконтом.

**Казначейская облигация (Treasury bond)** — долгосрочная рыночная ценная бумага федерального правительства США со сроком погашения более 3 лет.

**Аукцион векселей (bill auction)** — еженедельная распродажа Государственным Казначейством США краткосрочных ценных бумаг федерального правительства тем покупателям, которые предлагают наиболее высокую дисконтированную цену.

**Неконкурентная заявка (noncompetitive bid)** — предложение купить казначейский вексель по средней цене принятых конкурентных заявок, причем без участия в аукционе.

**Ставка по векселям (bill rate)** — рассчитываемая на погодовой основе норма прибыли, получаемая инвесторами-собственниками казначейских векселей США.

**Купонный эквивалентный доход (coupon equivalent yield)** — более точная мера дохода на казначейский вексель, чем ставка по векселю. Рассчитывается на 365-дневный год по уплаченной цене, а не по стоимости на момент погашения.

**Среднесрочный казначейский вексель (Treasury note)** — рыночная ценная бумага федерального правительства США со сроком погашения от одного года до десяти лет.

**Рефинансирование (refunding)** — обмен ценных бумаг правительства США с истекшим сроком погашения на новые ценные бумаги.

**Уменьшение стоимости (attrition)** — количество ценных бумаг, которое собственники их выпусков, подлежащих погашению, отказываются принять в виде рефинансирования.

**Предварительная дата (call date)** — первая дата (обычно — пять лет до погашения), на которую Казначейство резервирует право выплаты долга по долгосрочной облигации.

**Купонная норма процента (coupon rate of interest)** — норма процента, которая указана на ценной бумаге, и которую заемщик обязуется уплатить.

**Запрашиваемая цена («цена продавца») (asked price)** — цена, по которой дилеры готовы продать рыночные ценные бумаги федерального правительства США.

**«Цена покупателя» (bid price)** — цена, по которой дилеры готовы купить рыночные ценные бумаги федерального правительства США.

**Доход на момент погашения (yield to maturity)** — прибыль, полученная от ценной бумаги, купленной по запрашиваемой цене и удержанной до погашения.

**Процентный риск (interest risk)** — риск того, что цена ценной бумаги упадет из-за роста нормы процента.

**Кредитный риск (credit risk)** — риск, того, что заемщик не уплатит по ссуде.

**Нерыночные ценные бумаги правительства США (nonmarketable U. S. government security)** — сберегательные облигации или ценные бумаги, которые не могут быть проданы другому лицу.

**Сберегательная облигация (saving bond)** — нерыночная ценная бумага правительства США; существует в вариантах повышения ее стоимости так и текущего дохода.

**Облигация с повышающейся стоимостью (appreciation bond)** — сберегательная облигация, купленная дешевле своей стоимости на момент погашения, процент выплачивается в виде разницы между ценой при покупке и стоимостью на момент погашения.

**Иностранные правительственные серии (foreign government series)** — нерыночные ценные бумаги, которые Государственное Казначейство продает иностранным правительствам и финансовым органам.

**Серии правительственных счетов (government account series)** — казначейские ценные бумаги, продаваемые только федеральным агентствам и траст-фондам.

**Серии местных органов власти (state and local government series)** — нерыночные ценные бумаги Казначейства, которые могут быть куплены только правительствами штатов и местными органами власти.

**Муниципальные облигации (municipal bonds)** — облигации, выпущенные штатом или местным органом власти; процент на эти ценные бумаги не облагается федеральным подоходным налогом.

**Инвестиционный банк (investment bank)** — финансовый институт, контролирующий процесс выпуска муниципальных облигаций, а также акций и облигаций корпораций.

**Общая облигация (general obligation bond)** — муниципальная облигация, доход по которой и ее стоимость при погашении выплачивается из будущих налоговых сборов эмитента.

**Облигация, обеспеченная доходом от определенного объема (revenue bond)** — муниципальная облигация, доход по которой и ее стоимость при погашении выплачиваются из доходов проекта, который она финансирует.

**Целевая муниципальная облигация (private-purpose obligation bond)** — свободная от налогов ценная бумага, выпущенная правительством штата или местным органом власти для финансирования жилищного строительства или другого частного предприятия.

**Коммерческие бумаги (commercial paper)** — краткосрочные ценные бумаги, выпускаемые в основном



промышленными корпорациями, предприятиями общественного пользования, финансовыми компаниями и банковскими держателями компаниями.

**Структура процентных ставок по срокам погашения (term structure of interest rates)** — связь процентных ставок со сроком погашения облигации.

**Кривая дохода (yield curve)** — кривая, показывающая доходы (на определенную дату) от ценных бумаг Федерального правительства США различных сроков погашения.

**Ценные бумаги с нулевым купоном (zero-coupon security)** — ценная бумага, выпущенная Казначейством США, проданная с большим дисконтом, не дающая права на получение процентных платежей, которые продаются отдельно.

**Ценные бумаги, обеспеченные залогами (mortgage-backed security)** — новый тип финансового инструмента, дающий возможность осуществлять мелкие инвестиции в общий фонд залогов.

**Фьючерный контракт (futures contract)** — соглашение о покупке или продаже финансовых инструментов или товаров в будущем в оговоренный срок по цене, установленной сегодня (при заключении контракта).

**Опционный контракт (options)** — право (но не обязательство) купить данную ценную бумагу по установленной в контракте цене в будущем в установленный срок.

## ЧАСТЬ II

### К главе 4

**Коммерческий банк (commercial bank)** — банки, предоставляющие широкий диапазон финансовых услуг, в особенности открытие счетов до востребования и предоставление ссуд и кредитов.

**Сберегательное учреждение (thrift institution)** — взаимно сберегательный банк, ссудо-сберегательная ассоциация или кредитный союз.

**Коммерческая ссуда (commercial loan)** — краткосрочная ссуда, выдаваемая хозяйственному агенту обычно с целью финансирования покупки товарных запасов.

**Свободные банковские акты (Free banking act)** — законы, принятые в начале XIX века и значительно упростившие получение банковского чартера от администрации штата.

**Национальный банк (National bank)** — банк, получивший чартер от отдела контролера денежного обращения США.

**Банк штата (state bank)** — банк, получивший чартер от правительства штата.

**Контролер денежного обращения (Controller of the Currency)** — лицо, назначаемое президентом США для работы в министерстве финансов, ответственное за регулирование деятельности национальных банков и контроль за их деятельностью (банковские ревизии).

**Закон о дерегулировании депозитных учреждений и о контроле за денежным обращением 1980 г. (Depository Deregulation and Monetary Control of 1980)** — законодательный акт, в соответствии с которым была расширена сфера контроля Федеральной Резервной Системы, а «Инструкция «Q» была упразднена.

**Бесфилиальный банк (unit bank)** — банк без отделений.

**Открытие отделений (branch banking)** — ситуация, при которой один банк обслуживает большие территории с помощью сети отделений и банковских автоматов.

**Банк с ограниченными услугами (limited-service bank)** — банковская контора, которая не подпадает под категорию отделений банков, так как она не осуществляет одну из двух важнейших банковских операций — либо не принимает депозиты, либо не выдает ссуды.

**Банк, созданный согласно закону Эджа (Edge Act bank)** — дочернее банковское учреждение, осуществляющее международные банковские операции.

**Банки-корреспонденты (correspondent bank)** — банки, связанные между собой системой межбанковских депозитов.

### К главе 5

**Балансовый отчет (balance sheet)** — определенное расположение бухгалтерской информации о состоянии дел банка, показывающее баланс между активами (кредит) с левой стороны отчета и пассивами (дебет) и собственным капиталом предприятия (net worth) с правой стороны отчета.

**Активы (assets)** — кассовая наличность, банковские депозиты, ценные бумаги, недвижимость и другие объекты «физической» собственности, которыми владеет то или иное лицо или фирма.

**Пассивы (liabilities)** — требования (claims), выставленные фирме или юридическому лицу (за исключением требований самого владельца или владельцев фирмы).

**Платежеспособный банк (solvent bank)** — банк, активы которого превосходят его пассивы.

**Капитал, представленный в акциях (equity capital)** — собственный капитал банка или величина на которую банковские активы превосходят пассивы банка.

**Собственный капитал банка (net worth)** — величина, на которую активы превосходят пассивы.

**T-счет (T-account)** — упрощенный балансовый отчет, обычно используемый для того, чтобы показать изменения, последовавшие за банковской (коммерческой) операцией той или иной фирмы или банка.

**Управление портфелем (portfolio management)** — управление активами и пассивами банка, преследующее достижение целей прибыльности, платежеспособности и ликвидности.

**Межбанковский депозит (interbank deposit)** — депозит одного банка в другом банке.

**Вторичные резервы (secondary reserves)** — те ликвидные активы, которые банк хранит сверх суммы резервов, обязательных по закону.

**Федеральные фонды (federal funds)** — депозиты коммерческого банка в Федеральном Резервном банке.

**Продажа федеральных фондов (federal funds sold)** — ссуды, выдаваемые коммерческим банком другим банкам из средств, лежащих на депозитах банка в Федеральном Резервном банке.

**Покупка федеральных фондов (federal funds purchased)** — однодневный заем, который один банк берет у другого из депозитов последнего в Федеральном Резервном банке.

**Реализуемость (marketability)** — присуща таким ценным бумагам, которые можно продать быстро и со сравнительно низкими операционными расходами по цене, обычно определяемой активными рынками.

## К главе 6

**Простой вексель (promissory note)** — письменное подписанное обязательство выплатить определенную сумму денег в определенный момент времени в будущем либо по частям, либо по требованию.

**Овердрафт (overdraft)** — отрицательный баланс (остаток) на текущем счету, иногда приобретающий статус ссуды.

**Залог (collateral)** — некоторое обеспечение, передаваемое заемщиком кредитору в качестве гарантии возврата ссуды.

**Необеспеченная ссуда (discounted loan)** — ссуда, номинальная величина которой меньше той величины, которая фактически передается в распоряжение заемщика банком в момент выдачи ссуды. Разница между номинальной величиной ссуды и суммой передаваемой заемщику удерживается с заемщика также в момент выдачи ссуды авансом и представляет собой форму ссудного процента (дисконт).

**Базисная ставка (prime rate)** — широко известная ставка ссудного процента, взимаемая очень крупными банками по краткосрочным коммерческим ссудам наиболее надежным заемщиком. (Для этой категории ссуд уровень банковского риска минимален).

**Торгово-промышленные ссуды (commercial and industrial loan)** — краткосрочные ссуды, выдаваемые хозяйственным агентам (производственным или торговым предприятиям) обычно для финансирования покупки товарно-материальных ценностей.

**Кредитная линия (line of credit)** — согласие банка (предоставляемое фирме-заемщику) осуществлять предоставление ссуд в будущем в размерах, не превосходящих оговоренные заранее пределы без проведения каких бы то ни было специальных переговоров.

**Теория коммерческих ссуд (commercial loan theory of banking)** — совокупность взглядов, в соответствии с которыми одни лишь краткосрочные самопогашаемые ссуды являются для коммерческих банков наиболее приемлемыми.

**Ссуда с погашением в рассрочку (installment loan)** — ссуда, выплачиваемая по частям согласно строго оговоренному графику.

**Закладные с корректируемой процентной ставкой (adjustable rate mortgages — ARMs)** — ссуда, обеспеченная недвижимостью, норма (ставка) ссудного процента по которой периодически корректируется в зависимости от изменений других процентных ставок на ссудных рынках.

**Закладные с корректировкой (платежей) на уровень инфляции (graduated payment mortgages — GPMs)** — закладные, платежи по которым возрастают по определенному заранее графику, что дает возможность скорректировать их размеры на известный уровень инфляции.

**Потребительская ссуда (consumer loan)** — ссуда, возвращаемая по частям и выданная частному лицу для покупки потребительских товаров длительного пользования.

**Предписываемая маржа (margin requirement)** — процент рыночной стоимости акций или облигаций, который инвестор должен по закону заплатить из собственных денежных средств при получении ссуды на приобретение этих акций или облигаций.

**Дебиторская задолженность по лизингу (lease financing receivables)** — сумма арендной платы за оборудование, сданное банком в аренду деловым единицам в качестве альтернативы получению ссуды на приобретение этого оборудования.

**Практика «красной черты» (redlining)** — практика отказа в выдаче ссуды по закладной в районах мало-перспективных, деградирующих городских окраин.

## К главе 7

**Основные депозиты (core deposits)** — депозиты, сделанные хозяйственными агентами (деловыми предприятиями и семейными хозяйствами), расположенными и функционирующими в непосредственной близости от банка.

**Нау-счета (NOW-account)** — чековый депозит, по которому платится процентный доход.

**Чековый депозит (checkable deposit)** — счет, дающий право на выписывание вкладчиком чека, подлежащего обязательному погашению.

**Удостоверенные чеки (certified checks)** — чеки, платежи по которым гарантированы одним из банковских служащих.

**Счета с автоматической «очисткой» (sweep account)** — счета, по которым банк перечисляет любые избыточные денежные средства с согласия (но без обязательного уведомления) клиента с обычного вклада до востребования на счета приносящие процентный доход, или с соглашения об обратном выкупе (RP).

**Компенсационный баланс (compensating balance)** — баланс в форме вкладов до востребования, который банки иногда требуют от своих клиентов для оплаты банковских услуг.

**Счета автоматического перечисления средств (automatic transfer service (ATS) accounts)** — вид депозитов, который позволяет автоматически перечислять денежные фонды со сберегательных счетов, приносящих проценты на чековые депозиты для покрытия чеков.

**Супер-нау-счета (super-NOW-accounts)** — счета, которые не имеют ограничения верхнего предела нормы процентных выплат.

**Счета на сберегательных книжках (passbook saving deposit)** — приносящие процент нечековые депозиты, которые можно изымать немедленно. Вкладчик для того, чтобы сделать вклад или изъятие, обязан предъявить сберкнижку.

**Счета с выпиской состояния сберегательного вклада (statement savings accounts)** — счета, аналогичные счетам на сберегательных книжках; однако для них периодические выписки о состоянии счета заменяют сберкнижку с точки зрения ведения записей.

**Депозитные счета денежного рынка (money market deposit account (MMDA))** — сберегательные вклады, ставка процента по которым варьируется вместе с изменениями рыночных ставок процента.

**Срочные депозиты (time deposits)** — депозиты, приносящие процент, срок возврата по которым наступает в какой-то установленный в будущем момент времени, причем дата особо оговаривается.

**Индивидуальный пенсионный счет (individual retirement account — IRA)** — специальный сберегательный или срочный счет с налоговыми преимуществами, предназначенный для того, чтобы обеспечить занятых пенсионным доходом.

**Векселя до востребования, выпускаемые для Государственного Казначейства США (Demand note issued to the Treasury)** — приносящие процент векселя коммерческих банков и других депозитных институтов, которые выпускаются под денежные фонды Казначейства США, которые содержатся в этом коммерческом банке или учреждении.

**Управляемые пассивы (managed liabilities)** — определенные источники денежных фондов, которые банк в состоянии привлечь путем предложения более высокой нормы процента; в их число входят депозитные сертификаты, займы в евродолларах, также взятые в ссуду средства из федеральных фондов.

**Евродолларовые займы (eurodollar borrowing)** — банки США делают займы и платят проценты по долларovým депозитам, принадлежащим иностранным банкам, и помещенным этими иностранными банками в качестве резервов евродолларовых банковских операций.

**Соглашение об обратном выкупе (repurchase agreement (RP))** — денежные средства хозяйственных агентов, обеспеченные ценными бумагами правительства, которые банки берут в займы по соглашению, действие которого может быть прервано в любой момент.

**Счета движения капитальных средств (capital accounts)** — статьи балансового отчета компании, расположенные в пассивной его части отражающие претензии или требования, предъявляемые собственниками компании на принадлежащие им активы.

**Акционерный капитал (capital stock)** — статья в балансовом счете, показывающая величину нарицательной стоимости всех обращающихся акций компании.

**Резервный капитал (surplus)** — статья в балансовом отчете, в которой, наряду с объемом нераспределенной прибыли, отражена сумма, на которую общие активы компании превышают ее общие пассивы, величину акционерного капитала и резервов, предназначенных для покрытия убытков по ссудам.

**Нераспределенная прибыль (undivided profits)** — статья балансового отчета, весьма близкая к статье «резервный капитал» (surplus).

**Регистрационная стоимость, приходящаяся на одну акцию (всего акционерного капитала банка) (book value per share of a bank's stock)** — общая стоимость акционерного капитала, резервного капитала, нераспределенной прибыли и резервов на покрытие убытков по ссудам, поделенная на общее число обращающихся акций.

**Коэффициент (соотношение) «капитал — активы» (capital-asset ratio)** — отношение величины банковского капитала к размерам его активов.

## К главе 8

**Аннуитет (annuity)** — инвестиции, приносящие клиенту через регулярные промежутки времени определенную сумму денег; обычно после выхода на пенсию.

**Финансовая компания (finance company)** — финансовый институт, чьи активы состоят из потребительских и прочих ссуд, а пассивы — из коммерческих ценных бумаг и других видов заемных средств.

**Диверсификация (diversification)** — уменьшение риска для отдельных вкладчиков путем объединения ссудной и инвестиционной деятельности целой группы заемщиков.

**«Взаимная» форма собственности (mutual form of ownership)** — кооперативная фирма, принадлежащая ее вкладчикам (депозиторам).

**Инструкция Q (Regulation Q)** — инструкция Федеральной Резервной Системы, определявшая ранее верхние границы процентных ставок для сберегательных и срочных депозитов; в настоящее время запрещает выплачивать процентный доход по вкладам до востребования.

**Отлив средств от финансовых посредников (disintermediation)** — сокращение депозитов в финансовых институтах, сопровождающееся уменьшением инвестиций, осуществляемых этими институтами.

**Счета расчетных трат (share-draft accounts)** — пассивы кредитных союзов, очень близкие к чековым депозитам в банках.

**Взаимные фонды денежного рынка (money market mutual funds (MMMFs))** — особый тип инвестиционной компании, которая выпускает акции и вкладывает средства в покупку депозитных сертификатов, векселей Государственного Казначейства, коммерческих бумаг и прочих краткосрочных кредитных инструментов.

## К главе 9

**Полное («стоцентное») резервное покрытие (100-percent reserves)** — ситуация, при которой депозитный институт обладает резервами, равными своим депозитам.

**Частичное резервное покрытие (fractional reserves)** — ситуация, при которой сберегательное учреждение держит резервы равные только части своих депозитов.

**Неплатежеспособный банк (insolvent bank)** — банк, у которого обязательства по депозитам плюс обязательства по заемным средствам превосходят активы.

**Резервы на возмещение потерь по ссудам (loan loss reserves)** — позиция в банковском балансовом отчете, отражающая ссуды, вероятность погашения которых мала.

**Банковский кризис или паника (bank crisis or panic)** — проблема ликвидности, связанная с массовым изъятием банковских депозитов вкладчиками, опадающим грядущего банкротства банка.

**«Эластичные» деньги (elastic currency)** — денежная система, позволяющая расширить предложение денег на внутреннем рынке.

**«Банковские каникулы 1993» (Bank Holiday of 1993)** — семь дней, в течение которых все американские банки были закрыты.

**Федеральная Корпорация по Страхованию Депозитов (Federal Deposit Insurance Corporation)** — занимается страхованием всех банков, относящихся к Федеральной Резервной Системе, а также ряда других депозитных учреждений.

**Исторический подход к калькуляции (банковских) затрат (historic cost accounting)** — оценка банковских инвестиций по ценам на момент осуществления, а не по текущим ценам.

**Политика предоставления информации (disclosure policy)** — финансово-информационная политика Федеральной Корпорации по Страхованию Депозитов, которая обязывает банки предоставлять информацию о ссудах, не приносящих банку прибыли. Кроме того, ФКСД публикует в средствах массовой информации названия банков и фамилии банковских служащих, к которым были приняты какие-либо меры административного воздействия.

## К главе 10

**Обязательные резервы (required reserves)** — доля (в процентах) банковских депозитов и других пассивов, полученных из других источников, которые должны содержаться в форме кассовой наличности или депозитов в Федеральном Резервном банке.

**Избыточные резервы (excess reserves)** — банковские резервы, превышающие количество, требуемое по закону.

**Операции на открытом рынке (open market operations)** — покупка или продажа государственных ценных бумаг Федеральной Резервной Системой для осуществления контроля над финансово-экономическими условиями.

**Мультипликативное расширение (multiple expansion)** — расширение депозитов путем многократного увеличения любых новых резервов, получаемых банковской системой в целом.

**Мультипликатор «депозиты-к-резервам» (deposits-to-reserves multiplier)** — показывает общее количество новых депозитов, возможных при данном количестве новых резервов, банковской норме резервов, заданном коэффициенте «наличность — депозиты населения» и других, относящихся к этому факторам.

**Денежная база (monetary base)** — банковские резервы (кассовая наличность и депозиты в Федеральных Резервных банках) плюс наличность, обращающаяся вне банка. Любой тип денег, который можно использовать как банковские резервы, представляют собой денежную базу.

**Мультипликатор M1 (M1 multiplier)** — расширение суммы чековых депозитов и массы денег как величины кратной увеличению денежной базы.

**Скорректированная денежная база (adjusted monetary base)** — величина денежной базы, пересчитанная исходя из предположения о постоянстве требований к обязательным резервам.

**Альтернативная стоимость (opportunity cost)** — (вмененные издержки) издержки содержания актива, выраженные в терминах потери возможности содержания какого-либо альтернативного актива.

## ЧАСТЬ III

### К главе 11

**Федеральные Резервные банки (Federal Reserve banks)** — финансовые институты, хранящие резервные вклады и осуществляющие клиринговые операции по платежным балансам (поручениям) депозитных учреждений и вкладкам Государственного Казначейства США; выпускают в обращение Федеральные Резервные банкноты и контролируют процессы создания депозитов и кредитования депозитных учреждений.

**Банк-член ФРС (member bank)** — банк, входящий в структуру Федеральной Резервной Системы.

**Федеральный Комитет Открытого Рынка (Federal Open Market Committee (FOMC))** — организационная структура, формирующая определенный тип денежно-кредитных отношений, на практике осуществляемых посредством операций на рынке ценных бумаг.

**Независимый (от федерального правительства США) орган (independent agency)** — организационная структура, основанная по распоряжению Конгресса США, ему подотчетная и находящаяся вне любого контроля со стороны исполнительной власти.

**Счет золотых сертификатов (gold certificate account)** — позиция активов Федеральных банков, учитывающая наличие золотых сертификатов, которыми они располагают.

**Золотой сертификат (gold certificate)** — бумажные деньги, имевшие хождение в США до 1933 года, которые обесценивались золотым запасом Государственного Казначейства США (т. е. своего рода сохранная расписка на то или иное количество золота, выданная Казначейством США в обмен на металл Федеральной Резервной Системы. Отметим, что в финансовой практике США существовали и серебряные сертификаты.— прим. пер.).

**Счет сертификатов специальных прав заимствования (special drawing rights certificate account)** — позиция активов в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков, определяющая количество СДР в собственности Государственного Казначейства США.

**Специальные права заимствования (СДР) (special drawing rights (SDRs))** — особый тип международной валюты, выпускаемый Международным Валютным Фондом и используемый лишь для межправительственных расчетов через центральные банки.

**Отложенный (неразмещенный) кредит (deferred credit items)** — счет пассивов в балансовом отчете Федерального Резервного банка для обеспечения покрытия чеков, которые он должен получить от банков, находящихся в других Федеральных Резервных округах.

### К главе 12

**Операция на открытом рынке (ценных бумаг) (open market operations)** — купля-продажа Федеральной Резервной Системой ценных бумаг Федерального правительства США, опосредованная через дилерскую сеть и преследующая цели контроля и управления сложившейся экономической ситуацией.

**Управляющий текущими операциями на открытом рынке (manager of the open market account)** — вице-президент Федерального Резервного банка Нью-Йорка, который отвечает за процесс купли-продажи ценных бумаг Федерального правительства согласно указаний Федерального Комитета Открытого Рынка

**Защитные операции на открытом рынке ценных бумаг (defensive open market account)** — финансовые операции, преследующие цели противодействию нежелательному изменению банковских резервов.

**Динамические операции на открытом рынке ценных бумаг (dynamic open market operations)** — финансовые операции, преследующие цели обеспечения экономической стабильности либо экономического роста.

**«Вексельная» политика (bills-only policy)** — финансовая политика, ограничивающая операции на открытом рынке сделками исключительно с векселями Государственного Казначейства США и другими краткосрочными ценными бумагами.

**Твист-операции (operation twist)** — финансовые операции на открытом рынке ценных бумаг, призванные повысить доходы по краткосрочным ценным бумагам федерального правительства США и понизить доходы от долгосрочных ценных бумаг и облигаций.

**Учетная ставка (discount rate)** — норма процента, взимаемая Федеральными Резервными банками при предоставлении ссуд коммерческим банкам.

**Неличный вклад на срок (nonpersonal time deposits)** — срочный вклад, не принадлежащий отдельному частному лицу.

**Текущий учет резервного покрытия (contemporaneous reserve accounting)** — новая, действующая с 1984 года, система расчета уровня обязательных резервов банковской сферы по их транзакционным счетам.

**Избирательный контроль за кредитом (selective credit controls)** — контроль со стороны Федеральной Резервной Системы за определенными видами кредитования и выдачи ссуд.

**Предписываемая маржа (margin requirements)** — процент рыночной стоимости акций и облигаций, который инвестор должен по закону уплатить банку при получении ссуды на приобретение этих акций или облигаций.

**Инструкция Q (Regulation Q)** — постановление Федеральной Резервной Системы, запрещающее выплату процентов по вкладам до востребования и ограничивающее верхние пределы норм процента по иным помещениям средства в банки. Действовала с 1933 по 1980 годы.

### К главе 13

**Уравнение банковских резервов (bank reserve equation)** — финансово-экономические факторы, определяющие состояние денежной базы и объем резервных депозитов в Федеральных Резервных банках.

**Флоут (float)** — разность между двумя позициями в балансовом отчете какого-либо Федерального Резервного банка: чеками и другими платежными документами в процессе инкассации (рассматриваемыми как актив) и неразмещенным кредитом.

**Чеки и другие платежные документы в процессе инкассации (items in process of collection)** — чеки и другие платежные документы, находящиеся в процессе клиринга; рассматриваются как актив (потенциальный актив) в балансовом отчете банка, получившего их для дальнейшей обработки.

**Отложенный (неразмещенный) кредит (deferred credit items)** — счет пассивов в балансовом отчете Федерального Резервного банка для обеспечения покрытия чеков, которые он должен получить от банков, находящихся в других Федеральных Резервных округах.

**Счет золотых сертификатов (gold certificate account)** — позиция активов Федеральных Резервных банков, учитывающая наличие золотых сертификатов, которыми они располагают.

**Счет сертификатов специальных прав заимствования (special drawing rights certificate account)** — позиция активов в объединенном балансовом отчете Федеральных Резервных банков, определяющая количество СДР в собственности Государственного Казначейства США.

**«Сеньораж» (seigniorage)** — прибыль казначейства какой-либо страны, определяемая разностью номинальной стоимости денег (монет) и стоимостью их физического производства (ср. с определением гл. 2).

**Платежные средства Государственного Казначейства (Treasury currency)** — монеты, банкноты США и некоторое количество иных бумажных денег в процессе изъятия из обращения.

**Обращающиеся платежные средства (currency in circulation)** — банкноты ФРС и платежные средства Государственного Казначейства США, выпущенные в обращение, за исключением находящихся на хранении в Федеральной Резервной Системе и Государственном Казначействе.

**Авуары Государственного Казначейства (Treasury cash holdings)** — монеты и бумажные деньги, хранящиеся в Государственном Казначействе США.

## ЧАСТЬ IV

### К главе 14

**Теория денег (монетаристская теория) (monetary theory)** — раздел экономической теории, изучающий процессы воздействия денег и денежной политики на состояние экономики в целом.

**Деловой цикл (business cycle)** — цикл, при котором периоды роста реального объема производства чередуются с падением реального объема производства, сопровождающимся высокой безработицей.

**Сжатие (contraction)** — фаза делового цикла, сопровождающаяся падением реального объема производства.

**Спад (recession)** — фаза сжатия, длящаяся от 6 месяцев и более.

**Дно цикла (trough)** — точка делового цикла, в которой реальный объем производства достигает своего наименьшего уровня.

**Расширение (экспансия) (expansion)** — фаза делового цикла, в течение которой реальный объем производства повышается относительно дна цикла.

**Высшая точка, пик цикла (peak)** — точка делового цикла, в которой реальный объем производства достигает наивысшего уровня.

**Монетаризм (monetarism)** — школа экономической мысли, акцентирующая внимание на изменениях в количестве находящихся в обращении денег, как определяющей функции цен, доходов и занятости.

**Современная количественная теория (modern quantity theory)** — направление развития количественной теории денег и цен, допускающее систематические изменения скорости обращения денег и реальных доходов аналогично измерениям количества денег, находящихся в обращении, и абсолютного уровня цен.

#### К главе 15

**Портфель (portfolio)** — совокупность активов предприятия или какого-либо хозяйственного агента.

**Предпочтение ликвидности (liquidity preference)** — термин, введенный Дж. Кейнсом, для обозначения спроса на деньги.

**Транзакционный мотив (transactions motive)** — мотив хранения денег, возникающий из желания избежать потерь капитала, вызываемых хранением активов в форме облигаций в периоды ожидаемого повышения норм ссудного процента.

#### К главе 16

**Рынок денег (финансовый рынок) (money market)** — сеть институтов, обеспечивающих взаимодействие предложения и спроса на деньги.

**Тактическая цель (operating target)** — задача денежно-кредитной политики, проводимой ФРС, которая достигается путем проведения ряда последовательных операций на открытом рынке.

**Гибкая денежно-кредитная политика (accommodating monetary policy)** — сохранение Федеральной Резервной Системой постоянного уровня номинальной нормы процента в качестве тактической цели, обеспеченное необходимыми операциями на открытом рынке.

**Программа поддержки облигаций (bond support program)** — поддержка со стороны ФРС максимальных фиксированных уровней процентных ставок по обязательствам казначейства США, предотвращающая падение рыночных цен на эти ценные бумаги в период с 1941 по 1951 годы.

**Соглашение между Казначейством США и Федеральной Резервной Системой (Treasury-Federal Reserve Accord)** — настоящее соглашение положило конец программе поддержки облигаций, что позволило ФРС сосредоточить усилия на смягчении последствий циклических подъемов и спадов в экономике, а также на другие цели.

**Свободные резервы (free reserves)** — избыточные резервы за вычетом резервов, полученных путем займов у Федеральной Резервной Системы.

#### К главе 17

**Дефлятор ВВП (GNP deflator)** — показатель среднего уровня цен на всю совокупность товаров и услуг.

**Кривая совокупного спроса (aggregate demand curve)** — кривая, иллюстрирующая изменение суммарного реального уровня покупок, запланированного всеми потребителями в зависимости от изменения уровня цен.

**Кривая совокупного предложения (aggregate supply curve)** — кривая, иллюстрирующая изменение суммарного объема производства всех без исключения готовых товаров и услуг в зависимости от изменения уровня цен.

**Естественный уровень реального объема производства (natural level of real output)** — уровень реального объема производства, при котором предприятия работают в ритме, обеспечивающем нормальную производительность и в условиях полной занятости рабочей силы.

**Кривая совокупного предложения на долгосрочных временных интервалах (long-run aggregate supply curve)** — вертикальная линия, характеризующая естественный уровень реального объема производства.

**Нейтральность денег (neutrality of money)** — положение в экономической теории о том, что изменение количества денег, находящихся в обращении, влияет лишь на абсолютный уровень цен, оставляя неизменным реальный объем производства.

**Инфляция, инспирированная спросом (Demand-pull inflation)** — инфляция, вызванная повышением цен со стороны хозяйственных агентов в ответ на возросший спрос.

**Инфляция, инспирированная затратами (инфляция издержек) (cost-push inflation)** — инфляция, вызванная повышением цен со стороны хозяйственных агентов для покрытия более высоких ожидаемых затрат.

**Теория ускорения инфляции (accelerationist of inflation)** — теория, согласно которой реальный объем производства может поддерживаться выше своего естественного уровня в течение длительного периода времени за счет увеличения темпов инфляции из года в год.

**Инфляция, сопряженная со спадом (inflationary recession)** — период, характеризующийся ростом цен, ростом безработицы и спадом производства.

**Шок (срыв) предложения (supply shock)** — резкое нарушение предложения отдельного вида товаров или группы товаров, связанных между собой.

**Теория адаптивных ожиданий (adaptive expectations hypothesis)** — теоретическая посылка указывающая на то, что формирование ожиданий хозяйственных агентов происходит путем экстраполяции тенденций развития процесса в прошлом.

**Неоклассическая экономика (new classical economics)** — школа экономической мысли, основанная на теории рациональных ожиданий.

**Теория рациональных ожиданий (rational expectations hypothesis)** — теоретическая посылка, указывающая на то, что формирование ожиданий относительно будущего экономической системы происходит как на основе экстраполяции тенденций развития в прошлом, так и на основе анализа грядущих возможностей.

**Супернейтральность денег (superneutrality of money)** — предположение, что ожидаемые изменения в росте количества денег, находящихся в обращении, не влияют на реальный объем производства даже на краткосрочных временных интервалах.

### К главе 18

**Фискальная (налогово-бюджетная) политика (fiscal policy)** — меры, предпринимаемые со стороны правительственных органов по изменению налогообложения и структуры государственных закупок с целью воздействия на экономику.

**Располагаемый доход (disposable income)** — доход, оставшийся в распоряжении потребителей после уплаты налогов.

**Предельная склонность к потреблению (marginal propensity to consume)** — часть каждого добавочного доллара располагаемого дохода, затраченная на потребление.

**Функция потребления (consumption function)** — связь между располагаемым доходом и величиной потребления, выраженная в аналитической форме.

**Автономное потребление (autonomous consumption)** — величина потребления, соответствующая нулевому располагаемому доходу.

**Автономные затраты (autonomous expenditure)** — расходы, не зависящие от изменений в доходе.

**Автономные чистые налоги (autonomous net taxes)** — разность между налогами и трансфертными платежами, не зависящая от величины дохода.

**Предельная налоговая ставка (marginal tax rate)** — доля каждого добавочного доллара национального дохода, взимаемая в виде чистых налогов.

**«Кейнсианский крест» (Keynesian cross)** — диаграмма, определяющая уровень равновесия экономической системы как точки пересечения графика функции плановых затрат и графика функции национального продукта.

**Мультипликативный эффект (multiplier effect)** — изменение уровня равновесия национального дохода в степени большей, чем вызвавшее его изменение исходного уровня автономных затрат.

**Мультипликатор затрат (expenditure multiplier)** — отношение изменения уровня нового равновесия национального дохода к изменению автономных затрат его вызвавших.

### К главе 19

**График плановых инвестиций (planned investment schedule)** — графическое изображение взаимной связи нормы процента и инвестиций.

**Кривая IS (IS curve)** — графическая интерпретация взаимной связи между нормой процента и национальным доходом при равновесии на рынках товаров.

**Кривая LM (LM curve)** — графическая интерпретация взаимной связи между нормой процента и национальным доходом при равновесии на рынках товаров.

**Передаточный механизм (transmission mechanism)** — процесс, посредством которого денежно-кредитная политика осуществляет влияние на уровень плановых затрат.

**Ликвидная ловушка (liquidity trap)** — условия на рынке денег, при которых норма процента реагирует на изменения в предложении денег в весьма незначительной степени (особенно при низких нормах процента).

**Эффект вытеснения (crowding out effect)** — уменьшение плановых инвестиций, вызванное ростом норм процента и частично компенсирующее влияние экспансионистской фискальной политики.

**Эффект реального богатства (real wealth effect)** — уменьшение богатства, вызванное ростом уровня цен, приводящее к уменьшению автономного потребления.



## К главе 20

**Тактическая цель (operating target)** — задача денежно-кредитной политики (проводимой ФРС), которая достигается путем проведения ряда последовательных операций на открытом рынке.

**Промежуточная цель (intermediate target)** — задача денежно-кредитной политики, в сути которой лежит регуляция значений ключевых экономических переменных на достаточно продолжительных временных интервалах.

**Спад темпов роста (growth recession)** — ситуация, в которой темпы роста реального объема недостаточны для стабилизации уровня безработицы на фиксированной отметке.

**«Концепция предложения» в экономической мысли (supply-side school)** — точка зрения определенного круга экономистов, акцентирующая внимание на содействии быстрому росту естественного уровня реального объема производства в противовес контролю и управлению совокупным спросом.

**Денежно-кредитная конституция (monetary constitution)** — свод заранее определенных и практически неизменных правил и законов денежно-кредитной политики.

**Проблема временных несоответствий (time-inconsistency problem)** — противоречие между долгосрочными и краткосрочными задачами Федеральной Резервной Системы, обусловленное наличием определенных экономических ожиданий, связанных с проведением тех или иных денежно-кредитных мероприятий.

**Структурный дефицит (structural deficit)** — вычисленная разность между федеральными доходами и расходами при определенной фискальной политике и постоянно заданном уровне безработицы.

**Циклический дефицит (cyclical deficit)** — разность между реально наблюдаемым дефицитом и структурным дефицитом.

**Монетизация дефицита (monetization of deficit)** — создание денег путем проведения покупок на открытом рынке ценных бумаг, предпринятых для компенсации займов государственного Казначейства, размещенных для покрытия правительственных затрат.

## Часть V

## К главе 21

**Замкнутая экономическая система (closed economy)** — экономическая система, в которой все деловые операции и сделки происходят внутри одной страны, а расчеты по ним производятся в валюте этой страны.

**Открытая экономическая система (open economy)** — экономическая система, в которой наряду с деловыми операциями внутри страны включены международные внешнеэкономические связи, а расчеты по ним требуют использования иностранных валют.

**Внешние валютные рынки (foreign exchange market)** — финансовые рынки, на которых осуществляется международная торговля и обмен иностранных валют.

**Переводной вексель (bill of exchange)** — распоряжение, которое требует со стороны импортера или банка, представляющего импортера, заплатить определенное количество денег в оговоренной валюте экспортеру.

**Обменный курс по кассовым операциям (spot rate (of exchange))** — обменный курс валют, обслуживающий торговые сделки, которые будут заключены в течение 48 часов.

**Обменный курс по срочным операциям (forward rate (of exchange))** — обменный курс валют, обслуживающий торговые сделки, которые состоятся в будущем.

**Текущий счет внешнеторговых операций (current account)** — учетная категория импорта и экспорта товаров и услуг, включающая в себя разовые односторонние платежи.

**Торговый баланс (merchanised balance)** — разность между импортом и экспортом товаров.

**Сальдо текущего счета по внешнеторговым операциям (current account balance)** — сумма торгового баланса, чистого дохода от реализованных услуг и односторонних разовых платежей.

**Счет движения капиталных средств (capital account)** — международные валютные операции, связанные с куплей-продажей финансовых активов и практикой предоставления и получения кредитов и займов.

**Приток (ввоз) капитала (capital inflows)** — приобретения активов США иностранными покупателями, а также займы в иностранных банках американскими фирмами, деловыми предприятиями и отдельными гражданами США.

**Отток (вывоз) капитала (capital outflows)** — приобретения иностранных активов фирмами и отдельными гражданами США, а также ссуды, предоставляемые банками США и иными небанковскими источниками иностранным фирмам и гражданам.

**Статистическое расхождение (statistical discrepancy)** — разность между всеми зарегистрированными источниками денежных средств и всеми зарегистрированными операциями по использованию денежных средств на внешних валютных рынках.

**Повышение стоимости валюты (appreciation (of a currency))** — рост обменного курса валюты; фунт стерлингов

повышает, например, свою стоимость, если его обменный курс увеличивается с 1,5 долларов за один фунт стерлингов до 1,6 долларов за один фунт стерлингов.

**Понижение стоимости валюты (depreciation (of a currency))** — падение обменного курса валюты; фунт стерлингов понижает, например свою стоимость; если его обменный курс уменьшается с 1,5 долларов за один фунт стерлингов до 1,4 долларов за один фунт стерлингов.

**Паритет покупательской способности (purchasing power parity)** — уровень обменного курса валют, выравнивающий покупательную способность каждой из них.

**Кривая чистого спроса по счету движения капитальных средств (capital account net demand curve)** — графическое изображение величины чистого спроса на доллары для операций по счету движения капитальных средств в зависимости от существующего обменного валютного курса.

**Эффект Джей-кривой (J<sup>''</sup>-curve effect)** — первоначальный рост дефицита платежного баланса по текущим счетам внешнеторговых операций, сопровождающийся падением обменного курса какой-либо валюты, и последующее спонтанное уменьшение дефицита независимо от дальнейшего падения обменного курса.

## К главе 22

**Чистый экспорт (net exports)** — экспорт товаров и услуг за вычетом импорта товаров и услуг.

**Девальвация валюты (devaluation)** — целенаправленные действия правительства по снижению обменного курса валюты страны, рассматриваемого как промежуточная цель экономической политики, в целях стимулирования совокупного спроса в экономической системе.

**Ревальвация (валюты) (revaluation)** — целенаправленные действия правительства по повышению обменного курса валюты своей страны, рассматриваемого как промежуточная цель экономической политики, в целях сдерживания совокупного спроса в экономической системе.

**«Своп»-соглашение (swap agreement)** — соглашение с иной страной о приобретении валюты этой страны в целях осуществления контроля за состоянием обменного валютного курса, либо осуществления валютной интервенции.

**Специальные права заимствования (СДР) (special drawing rights (SDRs))** — особый тип международной валюты, выпускаемой Международным валютным фондом и используемый лишь для межправительственных расчетов через центральные банки.

**Стерилизация (sterilization)** — совмещение валютной интервенции на внешних валютных рынках с равными по величине и противоположными по направлению операциями на внутреннем открытом рынке ценных бумаг, предпринятое в целях исключения взаимовлияния внутренней денежно-кредитной политики от внешней.

**Валютные ограничения (exchange controls)** — система правительственных мер, ограничивающая либо жестко регламентирующая права граждан обменивать валюту своей страны на иностранную.

**Неконвертируемая валюта (inconvertibility)** — валюта какой-либо страны, запрещенная к обмену на внешних валютных рынках без специального на то разрешения правительственных органов.

**Валютный блок (currency block)** — соглашение между какой-либо группой стран о фиксации обменных курсов валют своих стран относительно друг друга и определенной мощной валютной (валютой-лидером).

**Хеджирование (hedging)** — система заключения срочных контрактов и сделок, учитывающая вероятные в будущем изменения обменных валютных курсов и преследующая цель избежать неблагоприятных последствий этих изменений.

# СОДЕРЖАНИЕ

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ

7

## ЧАСТЬ I ПРИРОДА ДЕНЕГ

### ГЛАВА 1. ДЕНЬГИ И ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ (РЫНКИ ДЕНЕГ) В КРУГООБОРОТЕ ДОХОДОВ И ПРОДУКТОВ

|   |    |
|---|----|
| Деньги в кругообороте   | 12 |
| Сбережения, инвестиции и финансовые рынки                               | 15 |
| Роль государственного сектора в кругообороте продуктов и доходов        | 17 |
| Модель кругооборота с учетом воздействия иностранного сектора экономики | 20 |
| Краткое содержание  | 23 |

### ГЛАВА 2. ФУНКЦИИ, СПОСОБЫ ИЗМЕРЕНИЯ И ИСТОРИЯ ДЕНЕГ

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| Деньги как средство обращения  | 26 |
| Деньги как мера стоимости      | 28 |
| Деньги как средство накопления | 30 |
| Краткая история денег          | 34 |
| Краткое содержание             | 42 |

### ГЛАВА 3. РЫНКИ ЦЕННЫХ БУМАГ И НОРМЫ ПРОЦЕНТА

|   |    |
|---|----|
| Ценные бумаги федерального правительства США          | 46 |
| Муниципальные облигации                               | 53 |
| Ценные бумаги корпораций                              | 56 |
| Факторы, определяющие текущую стоимость ценной бумаги | 58 |
| Структура процентных ставок по срокам погашения       | 60 |
| Нововведения на рынках ценных бумаг                   | 61 |
| Заглядывая вперед                                     | 63 |
| Краткое содержание                                    | —  |

## ЧАСТЬ II БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

### ГЛАВА 4. СИСТЕМА КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

|   |    |
|---|----|
| Развитие системы коммерческих банков и их классификация | 71 |
| Организация системы коммерческих банков                 | 74 |
| Международные банковские операции                       | 78 |
| Краткое содержание                                      | 83 |

### ГЛАВА 5. ДЕНЕЖНЫЕ АКТИВЫ И ИНВЕСТИЦИИ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ: КАК БАНКИ УПРАВЛЯЮТ СВОИМИ ПОРТФЕЛЯМИ

|  |    |
|--|----|
| Некоторые общие принципы                               | 36 |
| Кассовая наличность и остатки, не приносящие процентов | 39 |
| Вторичные резервы                                      | 33 |
| Прочие виды несудных активов                           | 36 |
| Краткое содержание                                     | 39 |

## ГЛАВА 6. ССУДЫ КОММЕРЧЕСКИХ БАНКОВ

|  |     |
|--|-----|
| Коммерческие банки в качестве финансовых посредников | 102 |
| Характеристика банковских ссуд                       | 104 |
| Категории банковских ссуд                            | 106 |
| Регулирование ссудных операций банков                | 115 |
| Краткое содержание                                   | 119 |

## ГЛАВА 7. ДЕПОЗИТЫ, КРЕДИТЫ И СЧЕТА ДВИЖЕНИЯ КАПИТАЛЬНЫХ СРЕДСТВ

|                                    |     |
|------------------------------------|-----|
| Основные депозиты                  | 122 |
| Управляемые пассивы                | 129 |
| Счета движения капитальных средств | 133 |
| Краткое содержание                 | 134 |

## ГЛАВА 8. НЕБАНКОВСКИЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОСРЕДНИКИ

|  |     |
|--|-----|
| Финансовое посредничество: детальный взгляд      | 138 |
| Ссудо-сберегательные институты                   | 141 |
| Взаимные фонды денежного рынка                   | 146 |
| Финансовые посредники федерального правительства | 148 |
| Краткое содержание                               | 150 |

## ГЛАВА 9. НАДЕЖНОСТЬ И СТАБИЛЬНОСТЬ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

|  |     |
|--|-----|
| Первые опыты частичного резервного покрытия в банковской сфере | 154 |
| Банкротства банков   | 155 |
| Государственное регулирование банковской сферы                 | 160 |
| Краткое содержание   | 167 |

## ГЛАВА 10. СОЗДАНИЕ ДЕПОЗИТОВ БАНКОВСКОЙ СИСТЕМЫ

|  |     |
|--|-----|
| Откуда «приходят» депозиты                                   | 170 |
| Мультипликативное расширение банковских кредитов и депозитов | 174 |
| Факторы, ограничивающие расширение чековых депозитов         | 177 |
| Поведение избыточных резервов                                | 181 |
| Краткое содержание   | 183 |

# ЧАСТЬ III ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА

## ГЛАВА II. СТРУКТУРА ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ

|   |     |
|---|-----|
| История становления и развития Федеральной Резервной Системы          | 188 |
| Организационная структура Федеральной Резервной Системы               | 189 |
| Независимость Федеральной Резервной Системы                           | 194 |
| Объединенный балансовый отчет двенадцати Федеральных Резервных банков | 196 |
| Краткое содержание  | 202 |

## ГЛАВА 12. ФЕДЕРАЛЬНАЯ РЕЗЕРВНАЯ СИСТЕМА: МЕТОДЫ КОНТРОЛЯ И УПРАВЛЕНИЯ

|   |     |
|---|-----|
| Операции на открытом рынке                          | 206 |
| Изменения банковской учетной ставки                 | 208 |
| Изменения требований к уровню обязательных резервов | 211 |
| Избирательный контроль за кредитом                  | 217 |
| Краткое содержание                                  | 219 |

## ГЛАВА 13. УРАВНЕНИЕ БАНКОВСКИХ РЕЗЕРВОВ И ДЕНЕЖНАЯ БАЗА

|  |     |
|--|-----|
| Предложение резервных депозитов  | 222 |
| Поглощение резервных депозитов   | 228 |
| Изменения нескорректированной денежной базы<br>(ноябрь 1985 — ноябрь 1986) | 231 |
| Краткое содержание   | 233 |

# ЧАСТЬ IV МОНЕТАРИСТСКАЯ МОДЕЛЬ: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

## ГЛАВА 14. ДЕНЬГИ И ЭКОНОМИКА

|   |     |
|---|-----|
| Классическая количественная теория            | 238 |
| Деньги и деловой цикл                         | 240 |
| Денежно-кредитная теория на современном этапе | 245 |
| Краткое содержание                            | 249 |

## ГЛАВА 15. СПРОС НА ДЕНЬГИ

|                                       |     |
|---------------------------------------|-----|
| Почему существует спрос на деньги?    | 252 |
| Теоретические модели спроса на деньги | —   |
| Стабильность спроса на деньги         | 258 |
| Краткое содержание                    | 261 |

## ГЛАВА 16. РАВНОВЕСИЕ НА РЫНКЕ ДЕНЕГ

|  |     |
|--|-----|
| Основные понятия рынка денег   | 264 |
| Стратегии управления денежно-кредитной политикой и предложение денег                         | 268 |
| Эволюция стратегии Федеральной Резервной Системы в управлении<br>денежно-кредитной политикой | 273 |
| Краткое содержание   | 280 |

## ГЛАВА 17. ДЕНЬГИ, ИНФЛЯЦИЯ И РЕАЛЬНЫЙ ОБЪЕМ ПРОИЗВОДСТВА

|   |     |
|---|-----|
| Совокупный спрос и совокупное предложение         | 284 |
| Экономика спада                                   | 291 |
| Динамика инфляции                                 | 295 |
| Рациональные ожидания и неоклассическая экономика | 302 |
| Заглядывая вперед                                 | 307 |
| Краткое содержание                                | —   |

## ГЛАВА 18. КЕЙНСИАНСКАЯ МОДЕЛЬ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКОГО РАВНОВЕСИЯ

|                             |     |
|-----------------------------|-----|
| Равновесие в макроэкономике | 312 |
| Равновесие и мультипликатор | 313 |
| Краткое содержание          | 322 |

## ГЛАВА 19. ДЕНЬГИ И ДОХОД В КЕЙНСИАНСКОЙ МОДЕЛИ

|   |     |
|---|-----|
| Нормы процента, инвестиции и национальный доход   | 326 |
| Денежно-кредитная и налогово-бюджетная (фискальная) политика<br>в рамках IS-LM модели с фиксированными ценами | 333 |
| Модель IS-LM с гибкими ценами   | 339 |
| Краткое содержание  | 348 |

## **ГЛАВА 20. АКТУАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНОЙ ПОЛИТИКИ: ЦЕЛИ, ОБЩИЕ ПРАВИЛА И ДЕФИЦИТ БЮДЖЕТА**

|   |     |
|---|-----|
| Цели денежно-кредитной политики                                   | 352 |
| Денежно-кредитная политика: свод регламентирующих правил          | 361 |
| Денежно-кредитная политика, фискальная политика и дефицит бюджета | 366 |
| Краткое содержание  | 373 |

# **ЧАСТЬ V ДЕНЬГИ И МИРОВАЯ ЭКОНОМИКА**

## **ГЛАВА 21. ВНЕШНИЕ ВАЛЮТНЫЕ РЫНКИ**

|  |     |
|--|-----|
| Организация внешнего валютного рынка   | 380 |
| Бухгалтерский учет платежей по международным операциям   | 383 |
| Внешние валютные рынки — текущие операции  | 388 |
| Внешние валютные рынки: текущие счета внешнеторговых операций и счета движения капитальных средств | 391 |
| Краткое содержание   | 403 |

## **ГЛАВА 22. МЕЖДУНАРОДНАЯ ДЕНЕЖНО-КРЕДИТНАЯ ПОЛИТИКА**

|  |     |
|--|-----|
| Обменный валютный курс как цель экономической политики | 408 |
| Валютная интервенция на внешних валютных рынках        | 411 |
| Международная денежно-кредитная система                | 418 |
| Краткое содержание                                     | 424 |

|           |     |
|-----------|-----|
| ГЛОССАРИЙ | 429 |
|-----------|-----|

|            |     |
|------------|-----|
| СОДЕРЖАНИЕ | 443 |
|------------|-----|

|             |     |
|-------------|-----|
| ДЛЯ ЗАМЕТОК | 447 |
| ДЛЯ ЗАМЕТОК | 448 |