



ПРОКЛЯТИЕ
НАЛИЧНОСТИ

КЕННЕТ РОГОФФ

ИЗДАТЕЛЬСТВО ИНСТИТУТА ГАЙДАРА

и весьма важная книга. Кеннет Рогофф приводит убедительную аргументацию в пользу сокращения в наших экономиках объема бумажных денег. В книге затрагиваются многочисленные аспекты этой проблемы.

**БЕН Ш. БЕРНАКЕ, БЫВШИЙ ГЛАВА
ФЕДЕРАЛЬНОЙ РЕЗЕРВНОЙ СИСТЕМЫ США**

В занимательной, заставляющей задуматься о многих проблемах книге «Проклятие наличности» убедительно показано, что время бумажных денег подходит к концу. Как и в более ранних своих работах, Кеннет Рогофф задает стандарт для изучения проблемы, значимость которой со временем будет только возрастать. Эта книга, безусловно, окажет глубокое влияние на дебаты по поводу того, в состоянии ли центральные банки обеспечить экономический рост и финансовую стабильность. Эту книгу стоит прочитать каждому.

**МОХАМЕД ЭЛЬ-ЭРИАН, АВТОР КНИГИ «ЕДИНСТВЕННАЯ
ИГРА В ГОРОДЕ: ЦЕНТРОБАНКИ, НЕСТАБИЛЬНОСТЬ
И ПОПЫТКА ИЗБЕЖАТЬ ОЧЕРЕДНОГО КРАХА»**

В оригинальной и увлекательной книге «Проклятие наличности» приводятся не вызывающие сомнений аргументы в пользу того, что по самым разным причинам экономикам развитых стран как можно скорее стоит начать постепенно избавляться от наличности. Как никогда ясно и убедительно, Кеннет Рогофф доказывает, что наличность идет на службу нелегальной деятельности, а также что большая часть находящейся в обращении наличных денег циркулирует в различных сферах нелегальной экономики. В этой книге поднимаются самые злободневные вопросы, поэтому она, несомненно, представляет интерес для самого широкого круга читателей.

**ДЖОН КЕЙ, АВТОР КНИГИ «ДЕНЬГИ ДРУГИХ ЛЮДЕЙ:
НАСТОЯЩИЙ ФИНАНСОВЫЙ БИЗНЕС»**

ПРОКЛЯТИЕ НАЛИЧНОСТИ

Kenneth S. Rogoff

The Curse of Cash

Кеннет Рогофф

Проклятие наличности

Перевод с английского

АЛЛЫ БЕЛЫХ

под научной редакцией

АНДРЕЯ БЕЛЫХ

ИЗДАТЕЛЬСТВО ИНСТИТУТА ГАЙДАРА

МОСКВА · 2018

УДК 336.74
ББК 65.262.6
P59

Рогофф, К.

P59 Проклятие наличности [Текст] / пер. с англ. Аллы Белых; под науч. ред. Андрея Белых. — М. : Изд-во Института Гайдара, 2018. — 472 с.

ISBN 978-5-93255-509-5

Мир задыхается от наличности. От этого мы становимся беднее и беззащитнее. В своей книге «Проклятие наличности» Кеннет Рогофф, один из ведущих мировых экономистов, выдвигает идею, которая вплоть до недавнего времени наверняка показалась бы совершенно нелепой: избавиться от большей части всего объема бумажных денег, которая используется для ухода от уплаты налогов, для финансирования коррупции, терроризма, в наркоторговле и торговле людьми, а также в других сферах масштабной международной нелегальной экономики. К. Рогофф предлагает план по постепенному сокращению объема большей части бумажных денег при условии сохранения в обращении мелких купюр и монет в течение неопределенно долгого времени. Автор также анализирует проблемы, которые могут возникнуть в переходный период, начиная с потенциальной угрозы приватности и стабильности цен и заканчивая необходимостью выпуска бесплатных дебетовых платежных карт для малообеспеченной части населения.

THE CURSE OF CASH

Copyright © 2016, Kenneth Rogoff

All rights reserved

© Издательство Института Гайдара, 2018

ISBN 978-5-93255-509-5

СОДЕРЖАНИЕ

От научного редактора · 9

Предисловие к русскому изданию · 21

Предисловие · 27

Глава 1. Введение и общие замечания · 31

ЧАСТЬ I. ТЕМНАЯ СТОРОНА БУМАЖНЫХ ДЕНЕГ:
УКЛОНЕНИЕ ОТ НАЛОГОВ, НАРУШЕНИЕ
РЕГУЛИРОВАНИЯ, ПРОБЛЕМЫ ПРЕСТУПНОСТИ
И БЕЗОПАСНОСТИ

Глава 2. Возникновение и эволюция монет
и бумажных денег · 55

Появление металлических монет · 59; Изобретение
бумажных денег в Китае · 65; Бенджамин Франклин и бу-
мажные деньги в колониальных Соединенных Шта-
тах · 73; От обеспеченных денег к декретным
бумажным деньгам · 79

Глава 3. Размер и структура запасов мировых валют
и их доля за границей · 83

Огромное количество бумажных денег в обращении · 83;
Иностранная валюта за границей · 98

Глава 4. Объем национальной валюты в легальном
законопослушном секторе внутренней экономики · 111

Сколько наличности находится в коммерческом обороте
и в банках · 112; Сколько денег находится у потребите-
лей · 113; Использование наличных денег в легальной вну-
тренней экономике · 122; Данные о транзакциях в рознич-
ной торговле, считываемые со штрихкодов · 126

Глава 5. Наличные деньги в теневой экономике · 129

Использование наличных денег в целях ухода от уплаты
налогов · 130; Уход от уплаты налогов в Европе · 136; Соб-

ственно криминальная деятельность · 147; Деньги и здоровье людей · 170

Глава 6. Сеньораж · 172

Практика сеньоража · 175; Насколько упадут доходы от сеньоража · 181; Затраты на замену бумажных денег процентными долговыми бумагами · 184; Политэкономическое значение сеньоража · 191

Глава 7. План постепенного выведения из обращения большей части бумажных денег · 193

Постепенное сокращение объема бумажных денег · 198; Всеобщее финансовое включение · 204; Конфиденциальность · 208; Проведение транзакций в режиме реального времени и транзакции между частными лицами · 211; Дополнительные вопросы · 214; Варианты · 218; Экстремальные ситуации и безопасность · 224; Выводы по части I · 232

ЧАСТЬ II. ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Глава 8. Издержки, связанные с нулевыми процентными ставками · 237

Исторический опыт установления нулевых процентных ставок · 255; Краткий обзор литературы, посвященной проблеме нулевой границы и ее количественным последствиям · 262; Количественное смягчение · 269; Руководство к будущим действиям · 288

Глава 9. Более высокий уровень таргетирования инфляции, номинальный ВВП, оговорки о праве отмены и фискальная политика · 292

Повышение целевого уровня инфляции с 2 до 4% · 295; Таргетирование номинального ВВП · 301; Ослабление жесткости схемы инфляционного таргетирования · 303; Использование гибкой фискальной политики и неработающие деньги · 307; Использование налоговых инструментов · 313

Глава 10. Другие способы достижения отрицательных процентных ставок · 316

Введение отрицательных процентных ставок без проведения серьезных институциональных изменений · 317; Предложение Сильвио Гезелля по взиманию налогов с помощью марок · 327; Система двойной валюты Роберта

Эйслера: подход хана Хубилая — Эйслера— Бьютера —
Кимбалла · 334

Глава 11. Другие потенциальные минусы политики
отрицательных процентных ставок · 347

Финансовая стабильность и отрицательные процентные
ставки · 348; Технические вопросы, связанные с отрица-
тельными процентными ставками · 355

Глава 12. Отрицательные процентные ставки: потеря
доверия и шаг назад от систем, основанных
на строгих правилах · 360

Разрушат ли отрицательные процентные ставки денеж-
ные системы, основанные на правилах · 370; Волшебник
страны Оз и монетарная политика · 377; Выводы по ча-
сти II · 383

ЧАСТЬ III. МЕЖДУНАРОДНЫЙ КОНТЕКСТ И ЦИФРОВАЯ ВАЛЮТА

Глава 13. Постепенное сокращение объема бумажных
денег в мировом масштабе · 389

Не придет ли на смену национальной валюте иностран-
ная? · 390; Выгоды, упущенные в связи с предоставлением
преступному миру их излюбленной транзакционной тех-
нологии · 394; Развивающиеся рынки · 398; Требуется ли
международная координация для установления отрица-
тельных процентных ставок? · 400

Глава 14. Криптовалюты и золото · 405

Криптовалюты и обеспечение приватности · 415; Золо-
то · 416; Выводы по части III · 419

Заключительные замечания · 421

Благодарности · 427

Приложение · 433

Потенциальные проблемы, которые могут возникнуть
в валютной системе при переходе к электронной валю-
те · 435; Правило Тейлора, проблема доверия и нулевая
граница · 439; Независимые центральные банки и тарге-
тирование инфляции: мимо цели? · 446

Библиография · 450

От научного редактора

В ВАШИХ руках книга известного экономиста Кеннета Рогоффа¹. Основную идею книги можно сформулировать просто — в развитых странах необходимо уйти от использования крупных наличных купюр, оставив в обращении монеты и, может быть, мелкие купюры. Это нанесет сильный удар по теневой экономике, улучшит собираемость налогов, уменьшит коррупцию. Разумеется, реализовать такую идею совсем непросто. Но важно понимать, что Рогофф не принадлежит к экономистам-теоретикам, проживающим в башне из слоновой кости. Приведем первый абзац из русскоязычной Википедии:

КЕННЕТ СОЛ РОГОФФ (англ. *Kenneth S. Rogoff*; р. 22 марта 1953, Рочестер, штат Нью-Йорк) — видный американский экономист, шахматный гроссмейстер². Профессор экономики Гарварда. Один из ведущих ученых в области сравнительного изучения экономик, он часто входит в рейтинги самых влиятельных экономистов мира. Главный экономист Международного валютного фонда (2001–2003). Известность получили его исследования истории мировых финансовых кризисов.

Исследования Рогоффа по истории кризисов нашли отражение в известной книге, написанной совместно

-
1. Для русского читателя может быть небезразлично то, что его дед, носивший фамилию Рогов, был выходцем из России.
 2. В статье о Рогоффе в русскоязычной Википедии есть ссылка на базу Chessgames.com, где можно ознакомиться с лучшими партиями Рогоффа.

с Кармен Рейнхарт, — «На этот раз все будет иначе». Эта книга была переведена на русский язык и уже выдержала три издания³. Более того, на момент написания нашего введения этой книги нет в наличии ни в одном российском интернет-магазине. Еще одна его работа, написанная совместно с М. Обстфельдом и переведенная на русский, посвящена проблемам международной макроэкономики⁴.

Таким образом, «Проклятие наличности» — третья работа Рогоффа, издаваемая в России, причем стоит отметить, что с момента ее публикации на английском до выхода русского перевода прошло около года. Возникает вопрос — имело ли смысл торопиться, особенно учитывая тот факт, что сам Рогофф не считает, что уход от наличных денег в развивающихся странах, к которым он относит Россию, является насущной задачей? По-нашему мнению, безусловно, имело смысл, причем по ряду причин.

Прежде всего, российские экономисты должны иметь возможность быстро знакомиться с лучшими достижениями зарубежной научной мысли. Это — естественная компонента нормального развития отечественных научных исследований. Но дело, разумеется, не только и не столько в этом. Те явления, которые подпитываются наличными деньгами — уход от уплаты налогов, теневая экономика, коррупция, — характерны, разумеется, и для России, и те рецепты по борьбе с ними, которые предлага-

3. Рейнхарт К. М., Рогофф К. С. *На этот раз все будет иначе: восемь столетий финансового безрассудства* / предисл. М. Хазина; пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Карьера Пресс, 2011; Рейнхарт К. М., Рогофф К. С. *На этот раз все будет иначе: механизмы финансовых кризисов восемь столетий одни и те же* / пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Карьера Пресс, 2012; Рейнхарт К. М., Рогофф К. С. *На этот раз все будет иначе: восемь столетий финансового безрассудства* / пер. с англ. Д. Стороженко. М.: Сбербанк, Альпина Паблишер, 2014.

4. Обстфельд М., Рогофф К. *Основы международной макроэкономики*. М.: Дело, 2015.

ет известный ученый, не могут не привлекать наше внимание.

Ситуация с наличным оборотом в России, конечно, вызывает беспокойство. По оценкам Российской академии народного хозяйства и государственной службы, в теневой рынок труда включены 30 млн россиян (более 40% экономически активного населения), из которых 21,7 млн человек — это те, кто имеет дополнительные к основному месту работы неоформленные заработки либо получает часть зарплаты неофициально, в «конвертах»⁵. Более того, эта доля в последние годы устойчиво растет. О фактах масштабной коррупции широко известно. Достаточно упомянуть, что в 2016 году был арестован полковник Захарченко, занимавший пост заместителя главы управления «Т» Главного управления по экономической безопасности и противодействию коррупции МВД России. На квартире его сестры нашли такую сумму наличных денег, для которой трудно подобрать адекватные эпитеты, — 120 миллионов долларов и 2 миллиона евро наличными (на тот момент это было эквивалентно около 8,5 миллиарда рублей)⁶.

Сокращение обращения наличных в нашей стране может быть вызвано двумя факторами — изменениями законодательства и деятельностью банков, экономически заинтересованных в увеличении безналичного оборота. Действительно, определенные попытки в этой области предпринимаются различными государственными структурами. В настоящее время Центральный банк России ограничивает наличные расчеты между юридическими лицами суммой в 100 тысяч рублей, однако расчеты наличными

5. <http://www.rbc.ru/economics/17/04/2017/58f4b8789a7947c1418ff1af?from=main>

6. Отметим, что судебный процесс еще не завершен и теоретически Захарченко, не признающий своей вины, еще может быть признан невиновным.

между физическими лицами, а также между физическими и юридическими лицами ничем не ограничиваются⁷. Создается впечатление, что ограничение наличного оборота не является значимой целью для Центрального банка. Во всяком случае, в основополагающем документе «Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2017 год и период 2018 и 2019 годов»⁸ такой задачи в явном виде не ставится. Более того, предполагается уже в 2017 году выпустить новые купюры достоинством в 200 и 2000 рублей. По словам председателя ЦБ Э.С. Набиуллиной, это не приведет к увеличению денежной массы в экономике, но определенные сомнения в этом тезисе неизбежно возникают.

С инициативами по сокращению крупных покупок физическими лицами за наличные еще в 2012 году выступило Министерство финансов. Предлагалось ограничить расчеты суммой в 600 тысяч рублей, с последующим ее уменьшением до 300 тысяч рублей. Однако это не было реализовано. Похоже, что и сейчас в правительстве нет единства в данном вопросе. Так, 21 января 2017 года министр финансов Антон Силуанов, выступая на съезде «Единой России», заявил, что министерство поддерживает предложения по ограничению расчетов наличными при крупных покупках, речь в первую очередь шла о покупках объектов недвижимости и автомобилей. Однако позднее первый вице-премьер Игорь Шувалов заявил, что правительство не обсуждает вопрос ограничения расчетов наличными⁹.

Если Центральный банк и правительство не делают отчетливых шагов по сокращению наличного оборота, остается надеяться на частную инициативу.

7. Указание ЦБ России № 3073-У от 7 октября 2013 года.

8. [https://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017\(2018-2019\).pdf](https://www.cbr.ru/publ/ondkp/on_2017(2018-2019).pdf).

9. <http://www.vedomosti.ru/politics/news/2017/01/28/675259-pravitelstvo-nalichnie>.

Конечно, реальную роль могут сыграть только банки, прямо заинтересованные в этом, — в сегодняшней ситуации именно они несут существенные издержки при работе с наличными, не говоря уже о том, что им приходится содержать значительный аппарат квалифицированных специалистов, занимающихся финансовым мониторингом и, в частности, контролем за обналичиванием денежных средств. Заметим в скобках, что Россия и здесь удивительная и особенная страна — во всем мире отмыванием средств называется превращение наличных денег в безналичные, а у нас ситуация обратная — безналичные средства различными способами обналичиваются, при этом возникают и уход от оплаты налогов, и другие нарушения законодательства. В настоящих условиях рыночная конъюнктура такова, что банки не могут переложить все свои издержки, связанные с операциями с наличными деньгами на клиентов.

У банков есть два основных способа сокращения наличного оборота — это выпуск банковских карт и перевод операций клиентов в удаленные каналы обслуживания. В этих областях достигнут определенный прогресс, особенно в последние годы. Естественной альтернативой для расчетов наличными являются выпускаемые банками кредитные и дебетовые карты. Объем эмиссии карт российских банков вырос за 2016 год на 4,5%, до 254,8 миллиона. Это — 1,7 карты на одного жителя только за один год. В течение 2016 года на территории России и за ее пределами с использованием карт было совершено 17,9 миллиарда транзакций на сумму 51,2 триллиона рублей (рост по сравнению с 2015 годом на 36,2% и 23,4% соответственно — прекрасный результат)¹⁰. К сожалению, россияне в массе своей пока предпочитают наличные. Так, держатели платежных карт за девять месяцев 2016 года сняли 19 триллионов рублей наличных, а оплатили товаров и услуг толь-

10. http://www.cbr.ru/statistics/p_sys/print.aspx?file=sheet013.htm

ко на 8,7 триллионов рублей¹¹. Частично это связано с тем, что при снятии наличных со своих карточных¹² и иных счетов клиенты обычно не платят никакой комиссии — таковы сегодня реалии рынка. При этом даже в крупных городах есть немало мест, где нельзя заплатить банковской картой. Конечно, это связано в том числе и с существованием теневой экономики, размер которой в кризис растет.

Однако здесь есть поводы для определенного оптимизма. В марте 2017 года стало известно, что международная платежная система Visa разрешила российским банкам — владельцам банкоматов — вводить комиссии за снятие наличных с карт¹³. Вполне возможно, что вскоре аналогичное решение примет вторая крупнейшая платежная система — Master Card. Было бы вполне логично, если российские банки воспользовались бы новыми возможностями и действительно ввели бы комиссии за снятие наличных. На самом деле это могло бы компенсировать банкам значительные издержки по обслуживанию сетей банкоматов. Благоприятное влияние такой комиссии на сокращение наличных расчетов трудно переоценить, однако на момент написания этого текста точной информации об изменениях тарифной политики российских банков у нас пока нет.

Итак, успехи нашей страны по сокращению наличного оборота можно оценить только как достаточно скромные, особенно если сравнивать ситуацию с передовыми развитыми странами Скандинавии, о которых пишет Рогофф. Тем не менее не стоит быть пессимистами. Вспомним теорию крупного американского экономиста российского происхо-

11. <http://www.vedomosti.ru/economics/articles/2017/02/21/678526-chinovniki-otuchat-nalichnih>

12. Речь идет о простых дебетовых картах — за снятие наличных с премиальных карт комиссии существенны.

13. <http://www.vedomosti.ru/finance/articles/2017/03/17/681571-snyatie-nalichnih-dorozhe>

ждения А. Гершенкрона о преимуществах относительной отсталости¹⁴. Согласно его взглядам, отсталая страна может совершить рывок в развитии, используя современные технологии, заимствованные в более передовых странах. При этом в таких отсталых странах, как Германия во второй половине XIX века, большую роль в этом рывке играли банки, а в более отсталой России в этот же период существенное значение имела государственная политика.

То, что эта теория в принципе применима к решению проблемы безналичных платежей, показывает пример Кении. В 2007 году кенийцы стали переходить на систему мобильных платежей под названием M-Pesa. Сегодня ею охвачено 17 миллионов кенийцев, или более двух третей взрослого населения страны. Пользователи пополняют свои счета и переводят деньги, отправляя текстовые сообщения. Конечно, эта система не устраняет наличного оборота, но в стране сделан важный шаг вперед в этом направлении.

Россия тоже может служить подтверждением тезиса Гершенкрона — инновации, возникающие в развитых странах, достаточно быстро начинают использоваться в нашей стране. Так, современная платежная система Apple Pay, позволяющая использовать для платежей мобильные телефоны вместо банковских карт, была анонсирована 9 сентября 2014 года. В течение 2015 года система стала распространяться по всему миру, а уже в 2016 году ее начали использовать российские банки. На момент написания введения систему использует 21 российский банк.

Интересный эксперимент начат в г. Зеленодольске¹⁵, который станет первым в России городом, полностью переведенным на безналичный и бесконтактный расчет. При поддержке правительства

14. См.: Гершенкрон А. *Экономическая отсталость в исторической перспективе*. М.: Дело, 2015.

15. Зеленодольск расположен в 38 км от Казани.

Татарстана Сбербанк и Master Card анонсировали совместный запуск в этом городе платежной системы Apple Pay. В рамках проекта, в котором участвует также банк «АК Барс», жителям города выдадут multifunctional пластиковые карты, на которых содержатся платежное, социальное, транспортное приложения и квалифицированная электронная подпись ее владельца. «В Зеленодольске мы доказали, что возможен полный уход от наличных денег», — заявил глава Сбербанка Герман Греф на презентации этого проекта¹⁶. Конечно, один город — не вся страна, но это хороший сигнал и пример для других городов.

Наряду с использованием банковских карт и систем, связанных с ними, важным способом сокращения наличного оборота является перевод обслуживания клиентов в удаленные каналы. Решением этой задачи занимаются все передовые банки. Автор этих строк работает в ПАО «Банк „Санкт-Петербург“», в нашем банке одним из критериев оценки деятельности офисов является их работа по перенаправлению клиентов в удаленные каналы (прежде всего имеется в виду использование системы интернет-банк). В целом по стране эта работа дает неплохие результаты. Быстрыми темпами растет количество счетов с дистанционным доступом, открываемых физическими лицами в банках, — на 1.01.2016 года таких счетов было 158, 8 миллионов, а на 1.01.2017 — 187,4 миллионов, то есть рост составил 18% за один год. При этом по доступам с использованием мобильных приложений рост был с 117,4 миллионов до 143,1 миллионов, то есть составил 21,9%¹⁷. Конечно, этот процесс сдерживается тем, что не все

16. <http://experttr.ru/news/6884-german-gref-v-zelenodolske-my-dokazali-chto-vozmozhen-polnyj-ukhod-ot-nalichnykh-deneg.html>

17. http://www.cbr.ru/statistics/p_sys/print.aspx?file=sheet009.htm&pid=psrf&sid=ITM_39338

клиенты банков готовы пользоваться интернетом. Сегодня аудитория интернет-пользователей в России в возрасте от 16 лет и старше составляет около 70,4%. Впрочем, среди молодых россиян (возраст 16–29 лет) проникновение интернета достигло предельных значений еще в предыдущие годы и, по данным исследовательского концерна GfK, составляет 97%¹⁸.

Хорошим показателем того, что жители нашей страны постепенно привыкают к безналичному обслуживанию, является то, что ведущие банки начинают открывать офисы без касс и офисы самообслуживания. Такие офисы уже имеют Сбербанк и ВТБ24, который анонсировал, что в ближайшие три года будут открыты 100 офисов без касс по всей стране¹⁹. Окупаемость таких офисов пока не очевидна²⁰, но сама тенденция весьма характерна.

Какой вывод можно сделать из этого очень краткого обзора ситуации в России? Движение в сторону безналичного общества есть, но оно имеет очевидные препятствия институционального, рыночного и культурного свойства. Так, вполне логичным казалось бы проводить оплату приобретаемых автомобилей банковскими картами, но в условиях кризиса и спада продаж автодилеры работают с такой маленькой маржой, что вынуждены перекладывать банковскую комиссию за эквайринг, составляющую до 2,5%²¹, на покупателей. В результате оплата на-

18. http://www.bizhit.ru/index/users_count/0-151

19. <http://www.banki.ru/news/lenta/?id=9644695>

20. В современных условиях стоимость ресайклинговых банкоматов и интернет-стоек может быть сопоставима с издержками по организации кассы, при этом в банкоматах, опять же по условиям рынка, многие операции выполняются бесплатно, в то время как кассиры все же часто берут комиссии.

21. Поскольку более 1% от суммы платежа взимают платежные системы, а сам эквайринг достаточно затратен для банков (приобретение терминалов, аренда каналов связи, обслуживание, ремонт и замена терминалов), то они тоже часто работают на грани рентабельности.

личными становится существенно дешевле, чем безналичными, — ситуация, обратная той, за которую вполне логично выступает Рогофф. Какой выбор делают покупатели, догадаться нетрудно.

Конечно, сложно прогнозировать, когда в России осуществится план Рогоффа. Но не стоит огорчаться — и в развитых странах сроки ухода от наличности измеряются отнюдь не годами. Так, по некоторым оценкам, Великобритания станет страной безналичных платежей только к 2043 году²². В северных странах Европы это произойдет раньше, но и у нашей страны есть шанс за 10–15 лет решить эту проблему.

Необходимо только понять, что движение к устранению наличного оборота, по крайней мере оборота крупных купюр, неизбежно и правильно и что государственные структуры и частные организации должны уже сейчас предпринимать все возможные доступные шаги в этом направлении. И поэтому книгу Рогоффа нужно было издать быстро. Она может быть полезна и интересна широкому кругу читателей — не только профессиональным экономистам и студентам экономических специальностей, но и всем тем, кто связан с финансовой сферой.

А. Белых

22. https://www.finextra.com/newsarticle/30267/britain-to-go-cashless-in-2043?utm_medium=dailynewsletter&utm_source=2017-3-15

*Посвящается моим родителям
Джун и Стэнли Рогофф*

ПРЕДИСЛОВИЕ К РУССКОМУ ИЗДАНИЮ

В этой книге я призываю страны с развитыми экономиками признать следующий факт: огромнейшие запасы национальной валюты, скопившиеся на территориях их стран, направляются не в легальный сектор экономики, подчиняющийся налоговым правилам и законодательству, а используются для поддержания преступной деятельности, для содействия уходу от уплаты налогов и в коррупционных целях. Разумеется, очень важно, чтобы население могло надежно обезопасить свои сбережения от излишне уверенного в своих возможностях государства. Однако с проникновением в жизнь новейших платежных технологий использование наличности все больше уходит на задний план, сохраняясь пока в области достаточно мелких транзакций, но даже и здесь постепенно сходя на нет. Тем не менее спрос на наличные деньги, особенно на купюры крупного номинала, такие как 100 американских долларов, 500 евро и 1000 швейцарских франков (приблизительно 1000 долларов), продолжает неуклонно расти. Естественно, я не призываю к обществу, в котором вообще не будет наличных денег, поскольку в обозримом будущем это было бы ошибкой. Однако я уверен, что было бы разумным пересмотреть вопрос об обращении наличности с точки зрения сокращения ее объема, что затруднит широкомасштабное использование наличных денег в операциях теневой экономики.

Страны Северной Европы, в частности Швеция, Дания и Норвегия, уже давно вступили на путь, который может привести их к обществу, называемому мною обществом с меньшим количеством налично-

сти. Опыт показывает, что для быстрейшего продвижения вперед необходимо одновременно развернуть несколько фронтов, включая ротацию купюр, установку кассовых аппаратов, оснащенных средствами передачи данных, что усложнит уход от уплаты налога с продаж, а также, для ряда европейских стран, ограничение максимального размера трансакций, производимых наличными средствами. Швеция фактически уже полностью избавилась от наличности в более чем половине своих банков, включая банкоматы, и даже многие из тех банков, которые продолжают работать с наличными средствами, не хранят купюры самого крупного номинала. Однако, как мне кажется, лучше всего было бы начать с очень постепенного (скажем, в течение 3–7 лет) изъятия из обращения крупных купюр, которые и создают бóльшую часть всех проблем и которые редко используются рядовыми гражданами. Вряд ли это предложение можно назвать панацеей, однако это было бы хорошим началом, не связанным с высокими рисками.

Хотя в данной книге я делаю конкретные практические выводы, большинство из них являются результатом научных исследований в области прошлого, настоящего и будущего наличных денег. Я и не рассчитываю, что каждый человек, прочитавший эту книгу, согласится с моими заключениями, но смею надеяться, что любой серьезный читатель сможет убедиться в том, что проблема наличности — это гораздо более важная и сложная проблема, чем принято считать. Некоторая перенастройка в этой области неизбежна. Хотя я старался, чтобы мой анализ был осторожным, а выводы — сдержанными, я, вне всякого сомнения, заставил заволноваться лоббистов использования наличных средств — как тех, кого беспокоит законная сторона дела (хотя, я думаю, их опасения отпадут, если будут приняты соответствующие меры), так и тех, кто сегодня прибегает к использованию наличных денег для ухода

от уплаты налогов или для нелегальной деятельности и поэтому видят врага в любом, кто, пусть даже теоретически, может нарушить их статус-кво.

Каждому человеку, который прочитал эту книгу целиком (а многие мои критики, как мне кажется, этого не сделали), будет понятно, что я рассуждаю об очень далеком временном горизонте — пройдут не годы, а десятилетия, прежде чем эти преобразования станут возможными. Я убежден, что было бы большой ошибкой приступать к этому процессу слишком быстро. На самом деле в Индии, например, совсем недавно (вскоре после публикации этой книги на английском языке) был предпринят масштабный обмен купюр крупного номинала. Вполне может оказаться, что для страны, в которой пышным цветом цветет коррупция и где подоходный налог уплачивает лишь 2% населения, в долгосрочной перспективе это принесет важные положительные сдвиги. Правда, делать прогнозы по этому поводу слишком рано. Однако опыт Индии поддерживает мои утверждения о том, что любые попытки внести изменения в денежную систему в идеале должны осуществляться постепенно, иначе можно нанести значительный побочный ущерб экономике в целом.

Действительно, в этой книге я неоднократно четко оговариваю, что мои выводы применимы для стран с развитыми экономиками. Я не хотел бы распространять их на развивающиеся рынки, такие, например, как Индия, где финансовое включение населения все еще представляет серьезную проблему. Финансовая система России достаточно развита, но тем не менее и в этом случае было бы слишком рано говорить о переходе к обществу с меньшим количеством наличных денег. Это несвоевременно, даже если отбросить и другие факторы, включая западные экономические санкции, которые имеют непосредственное отношение к некоторым видам электронных платежей. Никто не предлагает, чтобы Россия в более или менее скором времени умень-

шила количество бумажных денег. Но если на такой шаг пойдут США и еврозона, то для России это будет иметь весьма серьезные последствия, поскольку наличные евро и особенно доллары широко циркулируют в России.

На самом деле российская тема часто всплывает в разговорах с сотрудниками Федеральной резервной системы и Казначейства США. Они в восторге от того, насколько популярной остается в России 100-долларовая купюра, которая используется для проведения транзакций в обход банков и других официальных организаций. Как разъясняется в этой книге, купюра в 100 долларов составляет более 80% всех денежных средств США, причем на каждого американца (мужчину, женщину или ребенка) приходится более 34 купюр номиналом в 100 долларов, находящихся в обращении. Хотя оценки по поводу того, какая доля всех 100-долларовых купюр находится в России, значительно разнятся, на сегодняшний день существует единая точка зрения, согласно которой больше половины всей массы наличных американских долларов находится на территории США. Естественно, 100-долларовые купюры также находятся в обращении в Китае, Латинской Америке и на Ближнем Востоке. Иногда сотрудники Казначейства США и Федеральной резервной системы утверждают, что купюра в 100 долларов — это мощное средство, которое служит на благо таким странам, как Россия, а также что это еще и источник прибыли. Во благо ли это России — пусть об этом скажут российские эксперты. С одной стороны, американские доллары, по-видимому, широко используются для крупных транзакций (скажем, покупка квартиры в Москве). С другой стороны, в последнее время в новостях появляется информация о том, что наличные американские доллары также играют определенную роль и в коррупции. В любом случае мое мнение таково, что даже если в целом купюры в 100 долларов и приносят пользу населению России,

нельзя забывать о том, что ими пользуются наркобароны в Мексике, повстанческие группировки в Африке и т. д. Поэтому было бы наивным полагать, что американская валюта — это средство, приносящее благо. Еще один важный момент, на который, надеюсь, читатели обратят внимание, это то, что государственные чиновники, которые воспринимают печатание денег как деятельность, приносящую огромную прибыль, относятся к той категории скупых, которые платят дважды. Если сократить объем находящихся в обращении купюр крупного номинала (а именно к этому я призываю уже в течение двух десятилетий), то это поможет сократить неуплату налогов в США и снизит уровень преступности на 5% соответственно. Это могло бы стать очень полезным мероприятием, и имеются многочисленные доказательства, что так оно и будет.

Тем российским читателям, у которых целая банковская ячейка забита стодолларовыми купюрами, не стоит слишком сильно беспокоиться — такие дела быстро не делаются. Хотя, естественно, идеи, которые я выдвигаю в этой книге, широко обсуждаются в разных странах, потребуется много времени, чтобы досконально изучить все эти вопросы. И не исключено, что даже тогда понадобится не одно десятилетие, прежде чем подобные изменения будут внедрены в жизнь. Однако не стоит воспринимать мои предложения как чисто умозрительные. Эти вопросы сейчас активно обсуждаются странами Большой двадцатки (G20).

Пока я рассказал только о первой части этой книги. Хотелось бы надеяться, что кому-то из читателей вторая часть также покажется интересной. В ней рассматривается проблема, связанная с первой частью, но несколько в ином ракурсе. Это вопрос о том, что центральные банки в период глубокой рецессии должны использовать отрицательные процентные ставки. Прежде чем отбросить эту идею, необходимо вспомнить о том, к какой только поли-

тике от отчаяния ни прибегали центральные банки, чтобы совладать с нулевой границей процентных ставок. Полезно будет вспомнить и о еще более странных идеях, которые выдвигались экономистами, исповедующими традиционные взгляды. Они пребывают в полной уверенности, что политику отрицательных процентных ставок невозможно эффективно проводить, поскольку население начнет массированно уходить в наличные деньги. На самом деле они глубоко заблуждаются. Как показано в этой книге, политика отрицательных процентных ставок может стать эффективной, хотя для того, чтобы провести все необходимые подготовительные мероприятия, потребуется долгое время, возможно, много лет. Я пытаюсь доказать, что при финансовых кризисах политика отрицательных процентных ставок является гораздо более простым и элегантным способом решения проблемы нулевых процентных ставок, нежели любой другой инструмент, уже апробированный на практике или предлагаемый для использования. Я не знаю, согласятся ли читатели с моей точкой зрения, или нет, но все-таки я надеюсь, что моя трактовка современной монетарной политики, а также проблем, стоящих перед центральными банками, поможет сбросить налет таинственности с этих вопросов.

Последняя часть этой книги посвящена обсуждению будущего бумажных денег, в том числе новых технологий, таких как биткойн. Проповедникам новых технологий будет весьма полезно ознакомиться с историей денег (глава 2). Новые технологии могут создаваться и в частном секторе, однако когда речь идет о единицах расчета, то регулировать и использовать эти технологии должно только государство.

ПРЕДИСЛОВИЕ

Проблема, которой посвящена эта книга, на первый взгляд выглядит совершенно банальной, и может показаться, что речь идет вовсе не проклятии, а всего лишь о досадном раздражающем факторе. Но все же я попытаюсь убедить читателей, что в настоящее время бумажные, то есть наличные, деньги создают весьма серьезные проблемы в области государственных финансов и денежного рынка. Если бы удалось избавиться практически от всех бумажных денег, то выгода от этого превысила бы все ожидания.

Наверное, многие читатели думают, что главная задача экономистов-монетаристов состоит в том, чтобы постоянно размышлять о банкнотах и что ими написаны многостраничные научные труды, посвященные бумажным деньгам. Эти читатели глубоко заблуждаются, но это не их вина. В действительности большинство ученых-экономистов и политиков склонны рассматривать массу бумажных денег как нечто неважное и второстепенное для современной высокотехнологичной банковской и финансовой сфер. В современных кейнсианских макроэкономических моделях наличные деньги либо отодвинуты на задний план, либо полностью игнорируются, поскольку их учет вызывает немалые затруднения. Большинство экспертов в области монетарной политики не забивают себе голову проблемой бумажных денег. Этот вопрос, по их мнению, является совершенно неинтересным и неважным.

Проблема наличных денег не особо волнует даже представителей центральных банков, несмотря на то что их банки печатают бумажные деньги в размере десятков миллиардов долларов, увеличивая

тем самым денежную наличность. Топ-менеджеры этих банков часами могут с удовольствием обсуждать мельчайшие подробности политики процентных ставок и прогнозировать, как процентные ставки повлияют на инфляцию и уровень безработицы. Однако не стоит и пытаться отвлечь их разговором о выпуске денежной наличности. К обсуждению этого вопроса они приступят только тогда, когда подойдет время подсчитывать прибыли и убытки, да и тогда это не вызовет у них особого энтузиазма. В глубине души многие банкиры, работающие в центральных банках, уверены, что их главная задача — способствовать движению экономики по пути стабильного роста и стабильных цен, а не печатать деньги.

И все-таки в последнее время наличные деньги начинают вызывать все больший интерес, во-первых, со стороны центральных банков, которые размышляют о том, насколько меньше нуля они могут опустить процентную ставку; во-вторых, со стороны национальных правительственных казначейств, обремененных долгами, поскольку они все больше нуждаются в налоговых денежных поступлениях; в-третьих, наличные деньги привлекают внимание служб безопасности, которые стараются предотвратить угрозу террористических атак, а также органов правосудия, ведущих борьбу с набирающими силу национальными и международными преступными синдикатами. Однако большинство политиков продолжают воспринимать бумажные деньги как некую данность и их амбиции не идут дальше того, чтобы каким-то образом смягчить проблемы, вызываемые наличными денежными средствами. И даже ученые, от которых ждут беспристрастных прогнозов, сосредоточивают свое внимание на сложных и рискованных политических проектах: они задумываются над тем, как можно будет совладать с беспомощной монетарной политикой, когда процентные ставки станут отрицательными, вместо того чтобы просто разом покончить с проблемой бумажных денег.

А именно такое решение я и собираюсь предложить. Почему бы просто не избавиться от бумажных денег? Или, точнее, почему бы постепенно не перестать печатать их в таком объеме? Естественно, такой переход следует осуществлять чрезвычайно медленно и постепенно, денежные поступления должны проходить через субсидированные дебетовые карты, а банкноты малого номинала нужно сохранять как можно дольше, и лишь когда-нибудь им на смену придут металлические монеты.

Такое решение может показаться очень простым, и тогда возникает вопрос: зачем посвящать этой проблеме целую книгу? Но если отнестись к этому серьезно, то нам понадобится совершить длинное путешествие по дорогам, на которых мы в повседневной жизни сталкиваемся с наличными деньгами. Некоторые из аспектов, с которыми мы столкнемся, окажутся вполне конкретными, некоторые — практическими, а некоторые — совершенно абстрактными. Существует множество возможностей преподнести эту тему в виде сенсации и даже превратить ее в политическую идею, однако я постараюсь занять нейтральную позицию и осветить как преимущества, вытекающие из подобного решения, так и возможные риски. Это совсем не простая задача, поскольку многие аспекты данной проблемы могут вызвать сильные эмоции. Так, например, явление, которое один человек воспринимает как нелегальную эмиграцию, для другого человека может показаться механизмом спасения от преследования и крайней нищеты. Где проходит граница между правом правительства создавать налоговое законодательство и правом человека на частную жизнь? Я надеюсь, что, независимо от того, каких взглядов изначально придерживаются читатели, факты, представленные в этой книге, покажутся им отрезвляющими, а аргументы в пользу сохранения бумажных денег в настоящем виде — менее убедительными и менее насущными.

Хотелось бы верить, что для большинства читателей эта книга окажется вполне доступной. В тех случаях, когда речь идет об узко специализированных вопросах, я стараюсь обсуждать их как можно понятнее и проще. Все технические профессиональные детали, без которых мне было не обойтись, вынесены в примечания в конце глав и в приложение. Роль наличных денег в нашем обществе в будущем — это слишком важная тема, чтобы оставлять ее на задворках монетарной экономической теории. Надеюсь, прочитав эту книгу, читатель осознает, что проблема бумажных денег не является банальной и, уж тем более, неважной.

ГЛАВА 1
Введение
и общие замечания

НАСТУПИЛ ЛИ уже момент, когда правительствам экономически развитых стран следует приступить к постепенному избавлению от бумажных (наличных) денег, оставляя, возможно, лишь банкноты мелкого номинала, или металлические деньги, или и то и другое? В этом относительно простом вопросе заключено множество экономических, финансовых, философских и даже моральных проблем. В своей книге я постараюсь доказать, что при сбалансированном подходе ответом будет категоричное «да». Во-первых, это осложнит проведение регулярных крупных анонимных платежей, что, в свою очередь, будет способствовать борьбе с уходом от уплаты налогов и существенным образом повлияет на уровень преступности. Даже если отказ от бумажных денег и даст весьма скромный результат, то эта мера все равно окажется оправданной. Во-вторых, как я уже неоднократно отмечал, постепенный отказ от бумажных денег, вне всякого сомнения, является самым простым и изящным способом, с помощью которого центральные банки смогут осуществлять ничем не сдерживаемую политику установления отрицательных процентных ставок даже в том случае, если они столкнутся с нулевой границей процентной ставки. Сейчас ставки по казначейским векселям не могут упасть намного ниже нуля именно потому, что у людей всегда имеется возможность хранить сбережения

в наличных деньгах, что по крайней мере дает нулевой процент¹.

В принципе, конечно, эти два вопроса (то есть постепенное избавление от наличных денег и установление отрицательной процентной ставки) можно исследовать независимо друг от друга, но в действительности они тесно взаимосвязаны. Точнее говоря, на самом деле нельзя даже задумываться о радикальном отказе от бумажных денег, не учитывая возможных последствий: это может привести к тому, что в один прекрасный день у центральных банков появится соблазн ввести отрицательные процентные ставки без каких-либо ограничений. Ведь даже сегодня, когда дверь к отрицательным процентным ставкам лишь слегка приоткрылась, некоторые ведущие центральные банки (и среди них Банк Японии и Центральный европейский банк) уже активно пытаются просунуть ногу в дверной проем. Таким образом, эти две проблемы — отказ от наличных денег и переход к политике отрицательных процентных ставок — необходимо рассматривать совместно.

Идея радикального сокращения мирового объема бумажных денег казалась фантастической, когда почти два десятилетия назад я предложил отказаться от купюр крупного номинала². Свои соображения я изложил в скромной научной статье, посвященной туманной проблеме, не вызывавшей тогда никакого интереса. Эта статья была опубликована в малоизвестном журнале. Тем не менее что-то в изложенной мною дикой и выходящей из ряда вон идее привлекло внимание Сильвии Назар³, журналистки из *New*

1. См., напр.: (Rogoff 2014). В этой работе я опирался на свое более раннее исследование (Rogoff 1998a) и уже касался главных тем, изложенных здесь. Я также высказывал свои соображения по этим вопросам в различных полемических статьях.

2. (Rogoff 1998a).

3. См.: Sylvia Nasar, «Crime's Newest Cash of Choice», *New York Times*, April 28, 1998, <http://www.nytimes.com/1998/04/26/>

York Times (автора книги «Игры разума»⁴). Ее статья, в свою очередь, попала на глаза Роберту Рубину, который в то время являлся секретарем Казначейства США. Он привлек внимание своих коллег к проблеме, поднятой в моей статье. К сожалению, как я узнал позже, Рубин, в первую очередь, заинтересовался вовсе не моими аргументами в пользу отказа от всех купюр крупного номинала (начиная с эквивалента 50 долларов и выше). Скорее, его привлек мой вывод о том, что запланированный выпуск купюры в 500 евро (приблизительно 579 долларов) может поставить под удар господство 100-долларовой купюры в глобальной теневой экономике. Вот такое влияние политики.

И все же я думаю, что рассуждал в верном направлении⁵. «Выгода», получаемая правительствами разных стран в результате бездумного стимулирования спроса на денежную наличность, резко сокращается благодаря издержкам, связанным с незаконной деятельностью, которую упрощает существование наличных денег, и особенно купюр крупного номинала. Сокращение объема наличности будет способствовать предотвращению ухода от уплаты налогов, что наверняка сможет компенсировать потерянную прибыль от печатания денег, даже если уход от уплаты налогов сократится всего лишь на 10–15%. Еще больше выгоды может сулить положительное воздействие этих мер на борьбу с незаконной деятельностью.

Безусловно, наличные деньги являются важнейшим фактором в преступной деятельности, вклю-

weekinreview/ideas-trends-crime-s-newest-cash-of-choice.html.

4. Полное название книги — «Игры разума. История жизни Джона Нэша, гениального математика и лауреата Нобелевской премии» (Москва: АСТ, 2017). По ней поставлен получивший Оскара фильм «Игры разума» (2001). — *Прим. пер.*
5. Я продолжал работу над этой темой, когда исполнял обязанности главного экономиста в Международном валютном фонде (Rogoff 2002), однако сторонников у меня было немного.

чая наркоторговлю, рэкет, вымогательство, подкуп государственных чиновников, человеческий трафик и, конечно, отмывание денег. Благодаря телевидению, кино и «сарфанному радио» уже давно известно, что крупные купюры используются гораздо чаще для нелегального, нежели для легального бизнеса⁶. Однако политикам потребовалось гораздо больше времени, чтобы осознать этот простой факт.

Наличные деньги также играют важнейшую роль при нелегальной миграции, а эта проблема стала весьма болезненной во многих странах, включая США. Уму непостижимо, но многие политики всерьез рассуждают о необходимости соорудить огромные заборы на границах. Но при этом они, по-моему, не понимают, что гораздо гуманнее и более эффективно было бы создать такие условия для американских работодателей, чтобы они не имели возможности использовать наличные деньги для оплаты труда нелегальных работников, минуя учетные ведомости и часто устанавливая ставки ниже минимального определенного законом уровня. Рабочие места — это механизм, который управляет всем этим процессом. В общем, можно сказать, что наличные деньги являются той палочкой-выручалочкой, с помощью которой работодатели обходят трудовое законодательство и увиливают от уплаты обязательных взносов по программе социального страхования.

Естественно, если планировать радикальное изъятие из обращения наличных денег, то необходимо открыть для граждан с низкими доходами субсидированные государством банковские счета с привязанными к ним базовыми дебетовыми картами⁷,

6. Вспомним, например, фильм «Все о Бенджамине» (2002) с Айсом Кьюбом в главной роли. В названии фильма — отсылка к Бенджамину Франклину, портрет которого сегодня украшает стодолларовую купюру.

7. Имеется в виду, что обычно банки взимают плату за обслуживание счетов и банковских карт и это может быть дорого для бедных. — *Прим. пер.*

а также, возможно, впоследствии обеспечить людей самыми простыми смартфонами. Это уже делается в некоторых странах, например в Швеции и Дании, а многие другие страны рассматривают в перспективе принятие аналогичных мер. Существует очень легкий способ запустить этот процесс. Для этого необходимо открыть гражданам дебетовые счета, через которые будут осуществляться все взаиморасчеты с государственными структурами. Финансовое участие государства в этом процессе способствовало бы укреплению эффективной социальной политики, независимо от того, осуществлялось бы при этом уменьшение объема наличных денег или нет. В любом случае в этой книге я предлагаю следующий проект: купюры мелкого номинала будут сохраняться в обращении достаточно длительное время (возможно, всегда) и тогда для большей части населения не будет проблем с ежедневными платежами. Сохранение купюр мелкого номинала (а в идеале постепенная замена их на металлические деньги более крупного достоинства) также позволит решать некоторые проблемы, связанные с частной жизнью граждан, включая их безопасность, сохранение приватности и необходимость осуществлять экстренные платежи.

Если кто-то из читателей думает, что дебетовые карты, платежи через смартфоны и электронные деньги уже начали рыть могилу для наличных денег, то это глубокое заблуждение. В экономически развитых странах спрос на бумажные деньги неуклонно повышался на протяжении более двух десятилетий. В это трудно поверить, но к концу 2015-го в обращении у населения находилось 1,34 триллиона американских долларов. Это означает, что в США у каждого мужчины, женщины и ребенка на руках имелись в среднем наличные деньги в размере 4200 долларов. Аналогичные расчеты для большинства экономически развитых стран дают приблизительно такую же картину. Невероятно, но огромная часть

наличных денег, находящихся на руках у населения, — это купюры крупного достоинства. А купюры достоинством 100 американских долларов, или 500 евро (которые на сегодняшний день составляют \$570), или 1000 швейцарских франков (несколько более 1000 долларов) мы, как правило, не носим в кошельках и бумажниках. Почти 80% долларов США составляют купюры достоинством 100 долларов. Много ли найдется людей, кто хранит 34 сто-долларовые бумажки в кошельке, коробке из-под печенья или в бардачке машины? А именно такая доля наличности приходится на каждого гражданина США — мужчину, женщину или ребенка. Таким образом, семья, состоящая из четырех человек, должна хранить наличными 13600 долларов в 100-долларовых купюрах, не считая более мелких купюр. Казначейства и центральные банки регулярно получают миллиарды, печатая купюры крупного номинала, однако неизвестно, где находятся эти деньги и на что они используются. Только мизерная часть этих денег поступает в кассы или лежит в банковских хранилищах. Где же находятся остальные деньги? Этому не могут объяснить даже опросы потребителей в США и в Европе. При этом следует отметить, что проблема существования гигантского запаса наличности крупного номинала характерна не только для США, но и для большинства экономически развитых стран.

Даже центральные банки начинают осознавать, что их участие в «реверсивном» отмывании денег — это палка о двух концах. Я называю этот процесс «реверсивным», чтобы было понятно, как это происходит: центральные банки фактически берут «чистые» купюры крупного номинала и отправляют их по разным банкам; затем, после ряда промежуточных операций, наличные, и в особенности купюры крупного достоинства, часто превращаются в «грязные» деньги и затем уходят в теневой бизнес. Обычное отмывание денег заключается в том, что при-

быль, поступающая от незаконной деятельности, затем «фильтруется» через вполне законный бизнес, чтобы эти деньги стали «чистыми».

Если центральные банки решат пересмотреть роль наличных денег, то это случится не из-за того, что их обеспокоит моральная сторона этого дела. Просто рано или поздно они поймут, что бумажные деньги — это главное препятствие, стоящее на пути плавного функционирования мировой финансовой системы. Но какое значение для глобальной мировой экономики имеет такой давным-давно устаревший фактор, как бумажные деньги, если общая величина всех финансовых активов несопоставимо больше, чем размеры наличности? Ответ на этот вопрос настолько прост, что может шокировать любого человека, который ранее на эту тему не размышлял.

Бумажные деньги можно рассматривать как ценные бумаги с нулевой доходностью. Или, точнее говоря, как облигации на предъявителя с нулевой процентной ставкой. На деньгах не пишется имя владельца, за ними не стоит никакая история и они не теряют своей покупательной способности, независимо от того, кому они принадлежат⁸. До тех пор,

8. Облигации на предъявителя, по которым выплачивались проценты, когда-то существовали, и о них даже упоминается в романе С. Фицджеральда «Великий Гэтсби» (1925). Из голливудских фильмов 1980-х годов (например, «Крепкий орешек» и «Полицейский из Беверли-Хиллз») нам известно, что и в то время в преступном мире имелся определенный спрос на такие облигации. В наше время в США они уже находятся под строгим запретом и начинают постепенно исчезать в других экономически развитых странах. В США облигации на предъявителя вышли из употребления после принятия в 1982 году Акта о налоговой справедливости и бюджетной ответственности. Согласно этому закону был отменен вычет процентов, получаемых по облигациям, из налогооблагаемой базы. Поскольку регистрация операций с облигациями постепенно переводится в электронный формат, а правительства разных стран принимают меры по борьбе с уходом от уплаты налогов и с терроризмом, то можно предположить, что в развитых странах

пока у людей имеется выбор и они могут пользоваться бумажными деньгами, они никогда не согласятся на отрицательные процентные ставки ни по каким облигациям, за исключением, пожалуй, лишь незначительной компенсационной отрицательной дельты, поскольку хранение наличности и ее страховка дорого обходится. Несмотря на то что эта проблема может показаться тривиальной, в течение 8 лет, начиная с финансового кризиса 2008 года, нулевая граница процентных ставок продолжает наносить существенный урон монетарной политике практически во всех странах с развитой экономикой. Если бы у политики отрицательных процентных ставок вдруг исчезло ограничение — при условии, что для этого будет произведена вся необходимая финансовая, институциональная и законодательная подготовка — «в обойме» у центральных банков никогда «не закончились бы патроны», то есть у них появилась бы возможность все далее и далее понижать процентные ставки. Можно было бы смоделировать подобную ситуацию и на хорошем примере проиллюстрировать, что политика отрицательных процентных ставок была бы чрезвычайно полезна в разгар финансового кризиса.

Лишь немногие политики задумывались над этой проблемой до того, как разразился финансовый кризис. Просто со времени Великой депрессии мало кого, за исключением лишь Японии после сдутия «пузыря», волновал вопрос о нулевом ограничении процентных ставок. С 2008 года ситуация резко изменилась. Теперь, уже в течение последних восьми лет, практически каждый крупный центральный банк мечтает о том, чтобы в один прекрасный день у него появилась возможность установить процентные ставки, которые были бы намного ниже нуля.

дни облигаций на предъявителя с выплатой процентов уже сочтены, независимо от того, какая судьба ждет бумажные деньги.

А центральные банки ряда стран, включая Данию, Швейцарию, Швецию, Японию, и центральный банк еврозоны уже одной ногой ступили на территорию отрицательных процентных ставок. Они пытаются нащупать границу, за которой перевод средств с корпоративных банковских счетов и из правительственных долговых бумаг в наличные деньги приведет к тому, что политика отрицательных процентных ставок станет неэффективной или даже контрпродуктивной. Однако даже если нижняя граница процентных ставок опустится лишь немного ниже нуля, то это все равно станет сдерживающим фактором.

Идея о том, что установление отрицательных процентных ставок может быть вполне разумной политикой и что бумажные деньги только мешают этому процессу, возникла не сегодня. Как ни удивительно, на пике Великой депрессии ведущие экономисты, придерживающиеся самых различных взглядов, и среди них Ирвинг Фишер из Йельского университета и Джон Мейнард Кейнс из Кембриджа, пришли к единой точке зрения. Если бы только можно было изобрести какой-то способ, с помощью которого государство взимало бы плату за наличные деньги, то денежная экспансия могла бы вывести мировую экономику из депрессии. В то время так же, как и сегодня, для большинства стран проблема состояла в том, что если бы проводилась политика нулевых краткосрочных процентных ставок, то монетарная политика попала бы в «ловушку ликвидности» и тогда ситуацию было бы уже не исправить. В 1933 году Фишер под влиянием оригинального немецкого мыслителя Сильвио Гезелля написал небольшую работу, озаглавленную «Марочные сертификаты». В ней он рассмотрел вопрос о том, можно ли обязать людей периодически наклеивать чистые марки на обратную сторону бумажных купюр, что позволяло бы продолжать использовать их в качестве законного платежного средства. Это, естественно, был весьма примитивный способ взимания

отрицательной процентной ставки за хранение наличных денег. В своей работе «Общая теория занятости, процента и денег» (1936) Д. М. Кейнс в целом одобрил эту идею, но сделал справедливый вывод, что воплотить ее в жизнь нереально⁹. Хотя Кейнс и отверг предложение Гезелля относительно выхода из «ловушки ликвидности», размышления по этому поводу помогли ему сформулировать свой знаменитый вывод: ключ к выходу мировых экономик из Великой депрессии заложен в правительственных расходах.

Однако если бы Кейнс жил в наше время, он, возможно, сделал бы совершенно иной вывод применительно к современному миру, в котором денежные расчеты все больше и больше перемещаются в электронную среду и в котором существуют кредитные и дебетовые карты, а также мобильные телефоны. В этом мире можно реально начислять отрицательный (или положительный) процент на электронные деньги, которые имеются в распоряжении банков. Как я уже отмечал выше, некоторые центральные банки уже это делают! Самое серьезное препятствие, которое мешает осуществлять введение отрицательных процентных ставок в более широком объеме, — это бумажные деньги старого образца, в особенности купюры крупного достоинства. Именно они будут находиться в эпицентре той бури, которая поднимется при полномасштабном переводе средств, вложенных в казначейские векселя, в наличные деньги¹⁰. Естественно, политику повсеместного введения

9. (Keynes 1936).

10. По приблизительным оценкам, затраты на обслуживание и хранение миллиарда долларов в 10-долларовых купюрах будут в 10 раз выше затрат для купюр достоинством 100 долларов. Если же в качестве самой крупной купюры сохранять 5 долларов, то затраты будут выше, соответственно, в 20 раз. Хранение и сортировка миллиарда долларов в монетах (согласно плану, изложенному в главе 7, это может случиться очень нескоро) были бы еще более проблематичны.

отрицательных процентных ставок будут тормозить и другие институциональные препятствия, например сложности с организацией выплаты отрицательных ставок по облигационным купонам, введение запретов на досрочную уплату налогов в крупном объеме, а также на длительные задержки при обналичивании чеков. Однако все эти проблемы со временем могут быть легко преодолены. К этому вопросу я еще вернусь в главах 10 и 11.

Сокращение объема бумажных денег или установление отрицательных процентных ставок на наличные деньги — это вопрос, который может вызывать сильные эмоции. Современный Сильвио Гезелль обрел бы множество яростных врагов в самых различных слоях населения. В 2000 году сотрудник Федеральной резервной системы в Ричмонде Марвин Гудфренд опубликовал чисто научную статью, в которой утверждал, что единственный способ организовать выплаты отрицательных процентных ставок — это прошить в купюры магнитные полоски. Мало того, что никто не оценил изобретательность Гудфренда и его способность к предвидению — на него моментально обрушился шквал негодования, ему стали приходить смс-сообщения с угрозами, а одна из консервативных радиопрограмм устроило ток-шоу, в котором его просто выставили на посмешище. В 2009 году Н. Грегори Мэнкью, экономист из Гарварда, написал эксцентричную полемическую статью для газеты *New York Times*, посвященную обсуждению проблемы нулевой грани-

ми. Если предположить, что любой период, в течение которого процентная ставка опустится значительно ниже нуля, будет с одной стороны относительно коротким, а с другой стороны — непредсказуемым, то, скорее всего, фиксированные затраты на хранение и страхование денежных средств будут непомерно высокими. Если и этих мер окажется недостаточно, то правительство может ввести иные фиксированные платежи за перераспределение фондов банковской системы.

цы процентной ставки. В ней он упомянул, что один из его аспирантов предложил периодически устраивать лотереи на основе серийных номеров денежных купюр. После каждой из таких лотерей купюра, номер которой не выпал, будет объявлена потерявшей платежеспособность. Такой нестандартный способ выплаты отрицательной процентной ставки в шутку был предложен исключительно в иллюстративных целях, и речь об использовании его на практике, конечно, не шла. Разве люди могут все время отслеживать, какие номера выпали, а какие нет? К удивлению Мэнкью, его буквально засыпали угрожающими смс-сообщениями, в его адрес зазвучали очень резкие высказывания. Президенту Гарвардского университета было даже отправлено письмо с требованием немедленно уволить Мэнкью.

Конечно, не всякий из тех, кто выступает в защиту бумажных денег, является адептом секты Конца света или усматривает связь между обществом, в котором нет наличных, и знаком зверя. (Хотя как человек, который давно и много писал о том, что необходимо резко сократить объем бумажных денег, я не могу не засвидетельствовать, что представители этих двух групп часто перемешиваются между собой.) Большинство из тех, кто защищает бумажные деньги, имеют вполне законные основания надеяться, что будет сохранен некий статус-кво. После лекции, прочитанной мною в 2014 году в Мюнхенском университете, Отмар Иссинг, один из бывших топ-менеджеров Европейского центрального банка, занимавший должность главного экономиста, выразил резкое несогласие с моей точкой зрения. Он заявил, что бумажные деньги — это «свобода, отлитая в монеты» (реверанс в сторону Достоевского и его «Записок из Мертвого дома»¹¹), которую никогда

11. (Достоевский 1862), цит. по: *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, November 19, 2014. [В «Записках из Мертвого дома» Ф. М. Достоевский писал: «Деньги есть чеканенная свобода, а пото-

и ни при каких обстоятельствах нельзя ставить под угрозу и уж тем более отказываться от нее. Главная задача этой книги — внимательно и подробно рассмотреть все возражения, высказываемые по этому поводу. Там, где это будет возможно, я постараюсь найти способ обойти все камни преткновения. Кому-то нравится пользоваться наличными деньгами — это, в той или иной степени, удобно. Правда, преимущества наличности сохраняются сегодня лишь в области легальных трансакций, но и в этой области интерес к наличности с каждым днем уменьшается. Другим достоинством бумажных денег является их анонимность. С этим аргументом спорить уже несколько сложнее. Каким образом общество может найти точку равновесия между правом каждого человека на частную жизнь и своей обязанностью устанавливать общественные законы и правила?

Определить, где должна проходить эта раздельная черта, а также как ее провести и узаконить, — вот, наверное, единственная важная проблема, с которой мы столкнемся в будущем, когда твердо решим положить конец наличным деньгам. Вопрос о неприкосновенности частной жизни сводится, конечно, не только к политике избавления от наличности, но также включает в себя запись переговоров по сотовым телефонам и просматривание кредитных историй, не говоря уже о камерах слежения, которые практически повсеместно установлены во всех крупных городах по всему миру. Однако наличность все-таки занимает важное место в ряду этих проблем. Поэтому, когда мы рассуждаем о возможности постепенного сокращения объема бумажных денег, очень важно беспристрастно оценить как поставленные задачи, так и их альтернативы (например, кредитные пластиковые карты с предоплатой, у которых установлен жесткий лимит). Не сле-

му для человека, лишённого совершенно свободы, они дороже вдесятеро». (Достоевский 1972, 17. — *Прим. науч. ред.*]

дует забывать и о том, что при мелких транзакциях удобнее пользоваться бумажными деньгами, которые к тому же обеспечивают сохранение приватности. По этой причине любое сокращение объема наличных денег нужно начинать с купюр крупного номинала. Мелкие купюры должны сохраняться в обращении всегда, или по крайней мере до тех пор, пока им не будет найдена достойная замена.

* * *

Написать книгу на тему, которая затрагивает такие разноплановые проблемы — задача не из легких, особенно если автор хочет самым серьезным образом рассмотреть как практическую, так и философскую сторону постепенного отхода от использования бумажных денег. Я постарался расположить материал таким образом, чтобы читатели могли либо легко найти интересующие их специфические вопросы, либо просто прочесть эту книгу от корки до корки. Значительная часть материала (в первую очередь это относится к цитатам) была вынесена в примечания. Когда читатели будут знакомиться с книгой в первый раз, совершенно не обязательно подробно изучать эти примечания. Некоторые вопросы показались мне чересчур специализированными, поэтому я разместил их в коротком приложении.

Основной текст я разделил на три части. Первая часть начинается с главы 2, рассказывающей о некоторых эпизодах из истории денег, причем особое внимание уделяется тем ключевым вопросам, о которых речь пойдет в последующих главах. Необходимо отметить крайне важный момент относительно бумажных денег. Существует две разновидности бумажных денег — с обеспечением и без обеспечения. Так, например, в случае с денежными единицами, выпущенными в условиях действия золотого стандарта, центральные банки фиксируют курсы валют в золоте и готовы осуществлять обмен этих валют на золото по официальному курсу. Как будет

показано далее, если у центрального банка не имеется достаточного золотого запаса для обеспечения всего объема напечатанных им денег, то это грозит серьезными неприятностями. В ситуации с деньгами, не обеспеченными золотом, или неразменными деньгами, стоимость бумажных денег определяется только на основе социальной договоренности и правительственных распоряжений. В наше время все главные мировые валюты представляют собой исключительно неразменные деньги. Этот денежный инструмент возник в период монгольского завоевания Китая.

В отсутствие необходимости обеспечивать денежные знаки золотом современные государства печатают бумажные деньги в огромном объеме. В главе 3 изложены основные факты, касающиеся громадных денежных запасов, преимущественно в экономически развитых странах. Также приводятся некоторые факты по поводу развивающихся стран. Далее, в главах 4 и 5, я попытался проследить главные факторы спроса на бумажные деньги. Кто может хранить наличность в таком объеме? Источниками спроса являются субъекты национальной экономики, легально выплачивающие налоги; субъекты теневой экономики, не отличающиеся законопослушностью (имеются в виду как уход от уплаты налогов, так и преступная деятельность); и, наконец, субъекты глобальной экономики, предъявляющие как легальный, так и нелегальный спрос на бумажные деньги.

В главе 6 анализируется главный плюс бумажных денег, то есть значительный доход, получаемый правительствами благодаря монополии на выпуск денег. В этой же главе рассматриваются различные способы получения прибыли от бумажных денег, а также приводятся оценки относительно того, каковы будут потери от перевода значительной доли расчетов в электронные платежи. Важным вопросом является не только потерянная выгода в будущем, но и стоимость изымания из обращения уже напечатанной

массы бумажных денег, что, в первую очередь, потребует выпуска государственных долговых бумаг с целью поглощать наличность по мере ее появления. Фактические издержки, по всей вероятности, будут зависеть от того, в какой степени на период постепенного отхода от бумажных денег будут приостановлены законы, противодействующие отмыванию денег, а также отменено обязательное информирование о хранении крупных денежных средств, поскольку это может повлиять на количество поступающих в легальный оборот грязных денег. В этой главе я делаю вывод о том, что общественная выгода, которая может быть получена в результате отказа от бумажных денег, в целом, скорее всего, значительно перевесит необходимые для этого затраты.

Конечно, многое будет зависеть от того, насколько в «мире с меньшим количеством наличности» сократятся уход от налогов и криминальная деятельность. Об этом мы можем только гадать. И все же мне кажется, что эффект от сокращения количества бумажных денег будет весьма существенным. Конечно, для этого государства должны предпринять все необходимые меры, чтобы это не свелось к детской игре «загони крота в нору», когда бьешь молоточком по одному кроту, загоняя его в норку, а из других нор появляются новые кроты. Точно так же могут возникнуть и новые альтернативные возможности для осуществления платежей. Главный механизм, которым располагает государство — это перекрыть все пути для того, чтобы финансовые институты принимали альтернативную валюту, а также препятствовать ее использованию предприятиями розничной торговли. Однако всегда существуют и обходные пути: золотые монеты, необработанные алмазы и виртуальные деньги. Но если учесть технические сложности и уже существующие серьезные ограничения (например, в области лицензирования торговли алмазами или золотом), то сразу же станет понятным, что все альтернативные вариан-

ты наличных денег, скорее всего, будут более затратными, более рискованными и менее эффективными. Вопрос о виртуальных деньгах мы отдельно рассмотрим в предпоследней главе.

В завершающей первую часть главе 7 изложен план конкретных мероприятий по постепенному сокращению объема бумажных денег до тех пор, пока в обращении не останутся только купюры мелкого номинала и металлические деньги. Потребуется длительный период для того, чтобы граждане и организации приспособились к новой системе, а политики нашли способы преодоления непредвиденных проблем. При осуществлении этих мероприятий очень важно следовать основному принципу: идеальная финансовая система должна создавать преграды только для крупных и регулярных анонимных транзакций, но никак не для мелких; она также должна обеспечивать финансовое включение населения. Поскольку в предлагаемом мною проекте заложена возможность сохранения мелких купюр и металлических денег в течение бесконечно долгого времени, то тем самым решаются проблемы, которые, при отсутствии наличных денег, могли бы возникнуть в условиях, например, отключения электричества и средств связи в результате природных катастроф. Скорость, с которой можно избавляться от бумажных денег, также зависит от состояния и степени развития современных технологий. В конце главы 7 я обсуждаю ситуацию в скандинавских странах, и в первую очередь в Швеции, где по ряду различных причин процесс перехода «к обществу с меньшим количеством бумажных денег» происходит гораздо быстрее и эффективнее, чем в любой другой стране. Эти страны стоят еще только в начале пути избавления от бумажных денег, поэтому их опыт пока еще не позволяет делать конкретные выводы. Однако, несомненно, на их примере уже сегодня можно утверждать, что имеются все возможности обойти часто надуманные препят-

ствия, мешающие радикальному уменьшению объема наличности.

В части II рассматривается проблема отрицательных процентных ставок. Как я уже отмечал выше, невозможно начинать серьезное исследование вопросов, связанных с постепенным уменьшением объема бумажных денег, до тех пор пока не наступит полное осознание того, что этот процесс может самым кардинальным образом повлиять на политику центрального банка¹². После введения и общих замечаний в главе 8 анализируются все известные на сегодняшний день факты, на основе которых можно судить о том, насколько серьезное значение имеет нулевое ограничение процентной ставки в практической деятельности. По этому вопросу существует ряд научных работ, и их количество постепенно увеличивается. Однако в распоряжении исследователей имеется весьма ограниченное количество данных, а в этой области пока еще не накоплено достаточного опыта. Более того, возможности самих предлагаемых моделей также ограничены. Вспомним, например, насколько «сырым» бывает анализ финансовых рынков. Короче говоря, хоть большинство центральных банков интуитивно понимает, что нулевая граница представляет собой достаточно важную регулярно возникающую проблему, научное сообщество еще только начинает исследования в этом направлении. Поэтому результаты, имеющиеся на сегодняшний день, вызывают смешанные чувства.

В главе 8 подробно рассматривается, какие шаги предпринимают центральные банки для того, чтобы смягчить последствия нулевого ограничения, не прибегая к отрицательной процентной ставке. В главе 9 продолжается обсуждение этой проблемы, а также анализируются некоторые другие идеи

12. В одной из своих работ (Rogoff 2014) я пытался доказать, что с помощью постепенного сокращения объема бумажных денег можно одним выстрелом убить двух зайцев.

по поводу того, что можно сделать с нулевым ограничением (например, увеличить темпы инфляции, достичь которых стремится центральный банк, с 2% до 4% годовых). В главе 10 рассмотрены альтернативные подходы, с помощью которых в течение неопределенно длительного времени можно было бы проводить политику отрицательных процентных ставок, не занимаясь сокращением объема бумажных денег. Интересной и важной кажется идея о том, чтобы правительство параллельно эмитировало электронные и бумажные деньги, а затем, каким-то образом, устанавливало бы между ними обменный курс. В главе 11 я попытался выяснить, какие еще препятствия и преграды могут помешать эффективному проведению политики отрицательных процентных ставок и как с ними можно бороться. В главе 12 я обратился к вызывающему беспокойство вопросу: может ли политика отрицательных процентных ставок расшатать стабильность монетарной системы и не возникнет ли соблазна отойти от характерной для наших дней политики, основанной на определенных правилах.

Темы, которым посвящена часть III этой книги, перекидывают мосты между частью I и частью II. К этим темам относятся вопросы о потенциальном международном распространении политики отрицательных процентных ставок и об использовании цифровых валют. Необходимы ли будут скоординированные действия разных стран? (глава 13). Даст ли политика отрицательных процентных ставок какие-либо побочные эффекты? Не станет ли это все ненужным после появления первых цифровых денег? (глава 14)¹³. Я также рассматриваю все эти проблемы

13. Из-под пера журналистов вышло несколько очень хороших книг, посвященных электронным деньгам, в том числе «Конец денег» Д. Уолмана (Wolman 2012) и «Эра криптовалют» П. Винья и М. Казея (Casey 2015). Правда, авторов гораздо больше интересуется то, что сейчас происходит в мире аль-

применительно к развивающимся странам и новым рынкам — ведь, раньше или позже, большинству из них тоже придется ломать голову над проблемой постепенного уменьшения объема бумажных денег. Правда, для начала, неплохо было бы уменьшить количество крупных купюр. Книгу завершает глава под названием «Заключительные замечания».

И, наконец, необходимо сказать несколько слов по поводу терминов, которыми я пользуюсь в этой книге. В тексте очень часто встречается термин «бумажные деньги». Я использую его в очень широком смысле, имея в виду, помимо собственно бумажных денег, и другие платежные средства, имеющие схожий вид и выполняющие аналогичную функцию, но изготовленные не из бумаги. Вспомним, что в древности китайцы делали деньги из кожи и древесной коры. Сегодня же хорошей альтернативой бумаге является полимерная пластмасса, которая уже используется в ряде стран, например в Канаде и Великобритании. Купюры, изготовленные из пластика, прослужат намного дольше, чем бумажные. К тому же считается, что их намного труднее подделать. Однако для целей моей работы эти вопросы не являются первостепенными, за исключением тех редких ситуаций, когда я, по необходимости, рассматриваю некоторые специфические вопросы (например, с пластиковых купюр гораздо удобнее сканировать индивидуальный серийный номер), читатель должен понимать, что в контексте этой работы бумажные и пластиковые деньги — это одно и то же. И те и другие деньги я называю бумажными деньгами.

Точно так же я часто называю «бумажную валюту» бумажными деньгами, наличными деньгами, или наличными. Я делаю это только ради того, чтобы не повторять все время один и тот же термин. Все

тернативных платежных средств, нежели фундаментальный анализ глобальной монетарной системы.

эти термины означают одно и то же. В разговорной речи для обозначения ликвидных форм богатства используется слово «нал». Я хотел бы подчеркнуть, что в своей книге этот термин я использую исключительно для обозначения бумажных наличных денег. Лет эдак через 75, если к тому времени бумажными деньгами все еще будут пользоваться жители каких-нибудь оторванных от цивилизации племен на реке Амазонке, или в Восточном Техасе, то они, наверное, найдут в своем языке название для бумажных денег.

Часть I

Темная сторона бумажных денег:

уклонение от налогов, нарушение

регулирования, проблемы

преступности и безопасности



Возникновение и эволюция монет и бумажных денег

Я ПОГРЕШИЛ БЫ против истины, если бы в этой книге я стал предрекать смерть бумажным деньгам и при этом не пропел бы им длинный и страстный панегирик. Обсуждение эволюции современных денег также поможет нам понять некоторые важные нюансы относительно деятельности государства и современных технологий. А это, в свою очередь, будет очень полезным при анализе различных альтернативных денежных систем, которые появятся в будущем.

Долгая история бумажных денег корнями уходит в прошлое и овеяна многочисленными мифами и легендами. В наших менталитете и культуре они несут на себе печать какого-то дьявольского изобретения, к которому следует относиться с должной серьезностью. Для Западного мира история бумажных денег начинается с подробного рассказа Марко Поло о бумажных деньгах, которые он увидел в Китае. Для пораженных европейцев это явилось открытием, некоторого рода алхимией. Подозрительное отношение к бумажным деньгам нашло отражение в «Фаусте» Гете. Зловещий Мефистофель уговаривает императора, который находится в трудном финансовом положении, ввести бумажные деньги. Это позволит ему погасить свои долги и даст возможность государству больше тратить. Это хитроумное изобретение — бумажные деньги — в течение короткого времени эффективно, но в итоге приводит к инфляции и краху. Гете, который писал об этом

в начале XIX века, оказался настоящим пророком. Возможно, если бы не существовало бумажных денег, то Германия не столкнулась бы с гиперинфляцией и, как знать, может быть, и не началась бы Вторая мировая война¹.

«Несчастливые» бумажные деньги, ведущие к краху, можно назвать проклятием. Однако «счастливые» бумажные деньги долгое время были краеугольным камнем самых успешных мировых экономик. За полтора века до того, как в 1913 году была создана Федеральная резервная система, в Лондон приехал американец Бенджамин Франклин. Там он планировал договориться о том, чтобы британское правительство разрешило американским колониям начать печатать универсальные бумажные денежные знаки, что позволило бы окупить их долю расходов, понесенных во время Семилетней войны. Этой идее так и не суждено было реализоваться². По иронии судьбы та самая американская валюта, о которой 250 лет тому назад провидчески мечтал Франклин, не только появилась на божий свет, но далеко обогнала свой британский аналог в области мировой торговли. Более того, наверное, можно сказать, что сегодня американский доллар является главным символом американской мощи. Неудивительно, что портрет Франклина украшает стодолларовую купюру. Значимая роль «бенджаминок» не дает покоя китайским руководителям, которые уже подгоняют тот день, когда в глазах всего мира женьминьби (китайские юани) крупного номинала вытеснят стодолларовые купюры. Но этого, однако, ждать придется еще очень долго.

История бумажных денег поразительно увлекательна. Она самым тесным образом переплетается

1. С детальным анализом роли бумажных денег в «Фаусте» Гете (часть II) можно ознакомиться в работе Джеймса: (James 2012).

2. (Grubb 2006).

с развитием технологии и общества. Со времен Марко Поло были написаны блестящие теоретические и исторические трактаты, посвященные проблеме денег³. В этом кратком историческом обзоре я ограничусь рассмотрением трех главных вопросов, которые представляют для меня особый интерес.

Во-первых, история денег — это непрерывный процесс развития. Поэтому нет ничего шокирующего в том, что деньги как средство обмена могут эволюционировать от бумажных до электронных, от «бенджаминок» до, скажем, находящегося под контролем у государства варианта виртуальной валюты биткойн.

Во-вторых, хотя в качестве денег могут выступать самые различные предметы, в итоге победа окажется за лучшими технологическими изобретениями. Не случайно, что когда-то металлические монеты вытеснили другие товары, использовавшиеся в качестве денег, а затем на смену монетам пришли бумажные деньги. Поэтому вполне естественно предположить, что, рано или поздно, закончится и эра бумажных денег. В современной экономической теории денег не выявлены никакие факторы, которые могли бы препятствовать функционированию электронной валюты⁴.

В-третьих, во многих случаях инновации в денежном обращении возникали в частном секторе, и лишь некоторое время спустя перенималась государством. Хорошо это или плохо, но любой частный капитал в конечном счете рискует попасть в руки государству. Поэтому, хотя бы по одной этой причине, сильное правительство, осуществляющее

3. См., например: (Davies 2002) или (Ferguson 2008).

4. См., например: (Kocherlakota 1998) или (Kiyotaki and Wright 1989). Кочерлакота утверждает, что деньги представляют собой примитивную форму общественной памяти. Безусловно, для хранения данных бухгалтерского учета электронные деньги предоставляют более широкие возможности, чем физические деньги.

централизованный контроль, имеет огромные преимущества в предоставлении рынку надежного гарантированного актива. Об этом необходимо помнить, оценивая перспективу цифровых денег (или, в частном случае, «криптовалют») или пытаясь внедрить новые, возможно более совершенные, технологии, которые позволили бы частным валютам «перепрыгнуть через голову» денежных средств, выпускаемых государством. Как далее будет показано в этой главе, такие попытки ранее уже предпринимались.

Любая высокоразвитая цивилизация, за исключением, пожалуй, лишь южноамериканских инков (хотя и этот вопрос представляется спорным), сталкивается с необходимостью решить проблему, которую известный теоретик-монетарист XIX века Уильям Стенли Джевонс назвал «двойное совпадение желаний». Этот термин, прочно вошедший в научный обиход, обозначает всего лишь насущную потребность создать такую систему торговых отношений, при которой как минимум отпала бы необходимость совершать торговые операции посредством бартера. Деньги не столь важны для небольших кочевых или племенных обществ, которые обладают малым количеством товаров и в которых установлены строгие общественные правила относительно их распределения. Однако по мере того, как общество развивается, у него появляется все больше товаров и увеличивается население. Тогда оказывается, что распределять товары в отсутствие какой-либо формы денежных единиц становится практически невозможным. Даже если предположить, что инкам удалось достичь относительно высокого уровня развития без денежной системы, то все равно невозможно представить себе такую ситуацию в современном технологически развитом обществе. В условиях централизованной плановой экономики, существовавшей в странах бывшего социалистического блока, для детализированного планирования производства

использовались матрицы затрат-выпусков⁵. Однако экономики даже этих стран не могли отказаться от денежной системы.

Для нас самый интригующий период в истории развития денег начинается с появления металлических монет. Однако читатели не должны забывать, что и тогда существовало огромное разнообразие товарных денег, например китовые зубы на Фиджи, рис на Филиппинах, перья птиц в Санта-Круз⁶, зерно в Индии, раковины каури на большей части побережья Африки и в Китае, скот в Колумбии, бусы из раковин в США. В вошедшей в классику книге Пола Айнцига, посвященной исследованию примитивных денег, одна из глав называется «Использование в Ирландии девушек-рабынь в качестве денег». Эта ужасающая практика существовала не только в древней Ирландии⁷. Даже после изобретения современных денег товарные деньги продолжали использоваться в экстремальных ситуациях, и такое может снова произойти. После Второй мировой войны в Европе в качестве денег какое-то время использовались сигареты и бензин, до тех пор пока разрушенные войной экономики не начали нормально функционировать.

ПОЯВЛЕНИЕ МЕТАЛЛИЧЕСКИХ МОНЕТ

Предполагается, что чеканка первых металлических монет в их современном виде началась в Лидии (современная Западная Турция) в VII веке до н.э. Лидийские монеты изготавливались из электрума, природного сплава золота и серебра. Лидийские монеты

5. Имеется в виду, что при планировании использовались межотраслевые балансы, при их построении использовалась модель затраты-выпуск В. Леонтьева. — *Прим. пер.*

6. Территория в США (штат Калифорния). — *Прим. пер.*

7. (Einzig 1966).

чеканились вручную. На одной стороне монеты отливало какое-нибудь изображение, например голова льва, а на другой стороне ставилась проба. Идею о том, что для торговли необходима универсальная денежная единица и что гарантом ее качества должно выступать государство, можно причислить к одному из самых важных качественных скачков в истории цивилизации. Сегодня факт существования стандартизированных монет может показаться банальным, однако для того времени это было гениальным открытием. Многие экономисты-историки высказывают предположение, что технологии чеканки монет зародились в частном секторе, а затем перешли в руки царя. Однако трудно сказать, как это происходило на самом деле⁸. Хотя большинство из трехсот атрибутированных типов лидийских монет было изготовлено в частном секторе, сложно установить, были ли именно они первыми отчеканенными монетами⁹.

Хотя даже сейчас мы относим создание универсальной монетной системы к трансформативным технологиям, потребовалось почти 80 лет, чтобы это новое изобретение распространилось за пределы нескольких греческих государств. В монетной системе произошел настоящий взрыв после очередного технологического прорыва, когда лидийцы научились выделять из электрума чистое серебро и чистое золото. Это позволило царю Крезу начать чеканку монет как из чистого золота, так и из чистого серебра. Впоследствии Крез потерпел поражение от персов, однако он и его чеканка денег навсегда остались в истории. Вспомним бессмертную фразу «богат, как Крез».

8. Задолго до того, как начали чеканить монеты, торговцы, которым нужно было каким-то образом сохранять свои сбережения, в качестве средства обмена использовали серебряные и золотые слитки. По мнению Хикса (Hicks 1969; Хикс 2003), деньги появились в ответ на потребности частного рынка. Бордо (Bordo 2008) делает более осторожные оценки.

9. (Melitz 2015).

По мере того как лидийские монеты все шире использовались в торговле, их начали подделывать. Чаще всего фальшивые монеты изготавливались в Афинах, поскольку этот город судьба наделила богатейшими запасами серебра, которое добывалось в южной части Аттики. В торговых операциях стали повсеместно использоваться афинские «совы», называемые так благодаря нанесенному на них отпечатку в виде совы. По мнению ряда экономистов-историков, тот факт, что Афины чеканили свою монету, сыграл главную роль в победе афинян в Саламинском сражении¹⁰, произошедшем в 489 году до н.э.: благодаря этому греческое государство смогло построить корабли, которые и нанесли сокрушительный удар по наступающей флотилии Ксеркса, царя персов. Без финансового инструмента, достаточного для того, чтобы снарядить флот, западная цивилизация могла бы погибнуть на корню. По крайней мере так утверждали победившие в этом сражении афиняне.

Александр Македонский вошел в историю главным образом благодаря своему таланту военного стратега, нежели экономической хватке. И все же он смог найти применение новым идеям в области денежного обращения, что самым непосредственным образом способствовало созданию в 4 веке до н.э. величайшей империи, какой ранее никогда в мире не существовало. Александр с успехом использовал новейшие достижения в области чеканки монет. Это дало ему возможность выплачивать жалование войскам и обеспечивать доставку продовольствия на беспрецедентно далекие расстояния. Однако вскоре он столкнулся с очень неприятной проблемой — что делать с различным соотношением стои-

10. Поясню для более молодых читателей, что Саламинское сражение — это древнее морское сражение, воспетое в эпосе. Этой битве был посвящен фильм «300 спартанцев: расцвет империи» (2014), который явился сиквелом современного культового фильма «300 спартанцев» (2007).

мостей золотых и серебряных монет в разных частях империи? Александру Македонскому удалось найти простое и разумное решение. Он зафиксировал соотношение цены золота к серебру в размере десять к одному и для поддержания этого курса использовал как запасы этих драгоценных металлов по всей империи, так и методы принуждения¹¹. Эти меры позволили Александру превратить чеканку монет в Македонии в простую и выгодную процедуру, которая заложила основы современной чеканки. Тем не менее, как отмечают Саргент и Вельде в своей книге с замечательным названием «Большая проблема мелких монет», сложности, связанные с одновременным обращением монет из разных металлов, были окончательно разрешены лишь в XIX веке, когда широкое распространение получили неразменные бумажные, так называемые декретные, деньги¹².

При изготовлении денег ведущая роль всегда отводится технологиям, поскольку необходимо выпускать такие деньги, которые легко отличить от подделки. Здесь я не могу в очередной раз не упомянуть классическое исследование Уильяма Стенли Джевонса, посвященное деньгам (1875). Удивительно, какое большое внимание он уделяет борьбе с фальшивомонетчиками. Он призывает государства использовать самые современные штамповальные машины для изготовления ребристого ободка на монетах, что позволит предотвратить появление в обращении поддельных денег. Во многих отношениях поднимаемые им проблемы поразительно созвучны вопросу, не дающему покоя современным казначействам — как найти способ изобрести такие бумажные деньги, которые было бы максимально сложно подделать? Поиски ответа на этот вопрос привели к созданию разноцветных бумажных купюр с более сложным рисунком. А во многих странах сей-

11. (Davies 2002).

12. (Sargent and Velde 2003).

час выпускаются деньги из полимерного пластика. Чтобы не оставалось никаких сомнений в важности технологий для процесса чеканки монет, я приведу один лишь пример. В 1696 году правительство Англии обратилось к сэру Исааку Ньютону с просьбой занять должность смотрителя королевского Монетного двора. Позднее, в 1699 году, он был назначен управляющим («мастером») Монетного двора. Ньютон помог Англии с перечеканкой металлических денег, поскольку в течение Девятилетней войны¹³ страну буквально наводнили неполновесные и фальшивые монеты. Он также является изобретателем ребристого ободка на монетах. Такие ободки позволяют предотвращать подделку и обрезывание металлических денег, поэтому они и сейчас присутствуют на большинстве металлических монет¹⁴. Однако, как мы еще увидим при обсуждении бумажных денег в главе 6, вряд ли можно найти способ, который поможет раз и навсегда победить фальшивомонетчиков. Недавно монетный двор Великобритании объявил, что в 2017 году приступает к выпуску монеты достоинством в 1 фунт стерлингов с 12 гранями. Эта мера позволит поставить заслон все большему количеству фальшивых монет, имитирующих традиционные монеты с ребристым ободком.

Хотя проблема фальшивых денег является повсеместной головной болью, самая большая угроза обесценивания денег нередко исходит от самих государств. В Риме, например, чеканка неполновесных монет привела к тому, что уровень инфляции составил 19900% с 151 года по 301 год, то есть в период крупных восстаний и чумы¹⁵. Даже когда систе-

13. Имеется в виду война 1688–1697 годов между Францией и Аугсбургской лигой, к которой присоединилась Англия. — *Прим. пер.*

14. Об «обрезывании» монет и об изобретении Ньютоном ребристого ободка см.: (Levenson 2011, p. 62, 64).

15. (Fischer, Sahay, and Végh 2002).

ма чеканки монет в Европе достигла определенного уровня развития, эта проблема вновь и вновь давала о себе знать, что видно из табл. 2.1.

В таблице приводятся годы максимального наводнения рынков разных стран неполновесными монетами, а также процент, на который было снижено содержание серебра в монетах. Данные, приведенные в этой таблице, должны развеять заблуждение о том, что товарные деньги надежны и безопасны. Англия времен короля Генриха VIII, когда доля серебра в монетах снизилась на 50% в 1551 году, может претендовать на третье место после Франции, где обесценение монет в 1303 году составило 57%, и Австрии, где в период Наполеоновских войн обесценение достигло 55%. Недалеко от них ушли и некоторые другие страны¹⁶. Наглядное представление о степени обесценения монет в Средние века можно получить, посетив любой музей денег, например музей Банка Японии в Токио или музей немецкого Бундесбанка в Дрездене. Там вы сможете увидеть, что в различные периоды в разных странах монеты все больше и больше уменьшались в размере.

Но все же, несмотря на периодически наступающие периоды резкого обесценения, монеты сохраняют свою жизнеспособность. Это можно видеть на примере «успешных» металлических денег, которые просуществовали долгое время, не потеряв своих неизменных фундаментальных свойств. Успех им сопутствовал отчасти потому, что люди верили своему государству, чеканившему монету, а отчасти потому, что их государство смогло проявить волю и обязать использование этих металлических денег как минимум при уплате налогов, выплатах по долгам и расчетам по государственным контрак-

16. Рольник, Вельде и Вебер (Rolnick, Velde, and Weber 1996) убедительно показали, что в периоды «порчи монет» значительно увеличивались размеры доходов, получаемых от сеньоража.

ТАБЛИЦА 2.1. Максимальные выпуски неполноценных монет в Европе, 1300–1812

Страна	Год	Уменьшение доли серебра, %
Австрия	1812	-55
Бельгия	1498	-35
Англия	1464	-20
Англия	1551	-50
Франция	1303	-57
Франция	1718	-36
Германия Бавария	1424	-22
Германия Бавария	1685	-26
Германия Франкфурт	1500	-16
Италия	1320	-21
Нидерланды	1496	-35
Португалия	1800	-18
Россия	1810	-41
Испания, Новая Кастилия ¹⁷	1642	-25
Швеция	1572	-41
Турция	1586	-44

Источник: Reinhart and Rogoff (2009).

там. Нахождение разумного баланса между политической кнута и пряника в монетарной системе остается насущной проблемой и сегодня.

ИЗОБРЕТЕНИЕ БУМАЖНЫХ ДЕНЕГ В КИТАЕ

Несмотря на все недостатки бумажных денег (в том числе и те, которые Гете описал в «Фаусте»), совершенно логично, что в мировом масштабе они наго-

17. Колония Испании в Южной Америке. — Прим. пер.

лову разбили конкурирующие платежные средства. Бумажные деньги занимают мало места, они единообразно выглядят, они безопасны в использовании, могут служить долгое время и, наконец, ими удобно пользоваться. Они идеальны и как средство расчетов, и как средство обмена, а в периоды с низкой инфляцией они также могут использоваться для накопления сбережений.

Из истории развития денег в Китае можно почерпнуть несколько интересных уроков, но подробнее это будет обсуждаться в главе 7. Здесь же я только хочу отметить, что по мере того, как количество бумажных денег будет сокращаться, остающиеся мелкие бумажные купюры нужно будет в конечном счете заменить металлическими деньгами среднего номинала. Тогда станет еще труднее иметь при себе большое количество денег.

Вероятнее всего, система чеканки монет в Китае развивалась независимо от западной цивилизации, хотя, естественно, не прекращаются споры о том, кто первым освоил эту технологию. Все зависит от того, что мы понимаем под словом «монета», а также будем ли мы учитывать монеты частной чеканки. Историк экономики Найл Фергюсон отдает пальму первенства Западу. Он утверждает, что китайский император Цинь Ши (Цинь Ши Хуан-ди) лишь в 221 г. до н. э. ввел в обращение на всей территории империи первую стандартизованную медную чеканную монету¹⁸. Самые ранние чеканные китайские монеты по форме напоминали раковину каури, которая до этого использовалась в Китае в качестве торговых денег. Правда, поскольку каури в самом Китае не было, раковины приходилось импортировать.

В отличие от Запада, в Китае монеты чеканили на основе таких металлов, как медь, олово и свинец. Также использовалось и железо. Поскольку у таких монет соотношение стоимости к весу было низким,

18. (Ferguson 2008; Фергюсон 2015).

то для совершения крупных платежей требовалось перевозить грузы большой тяжести. В качестве способа хранения богатства и средства обмена китайцы, так же как жители Среднего Востока и Европы до начала чеканки монет в Лидии, использовали и серебряные слитки, однако эти слитки не были унифицированы и монеты из них не изготавливались.

После того как европейцы начали чеканить монеты из драгоценных металлов, процесс чеканки стал более универсальным. Любопытно, но сам факт использования более дешевых материалов для изготовления монет, возможно, подтолкнул китайцев к раннему переходу к бумажным деньгам, к использованию той технологии, которая остается главной и в наше время¹⁹. Это не удивительно, поскольку еще в VII веке, во времена династии Тан, в Китае существовал ксилографический способ печатания, когда бумагу с иероглифами, нанесенными на ней тушью, закрепляли на деревянной доске. Во время династии Сун, приблизительно в XI веке, была изобретена технология печати подвижными литерами из керамики. Все это происходило задолго до того, как в Европе в 1455 году Иоганн Гутенберг напечатал первую Библию.

История ранних китайских бумажных денег охватывает семь династий, при каждой из которых существовали свои законы о денежном обращении и свои институты, занимающиеся печатанием денег. Кроме того, крупная провинция Сычуань в течение какого-то времени печатала собственные деньги²⁰. Но бумажные деньги не возникли в одночасье. Технологии печати развивались постепенно, а вместе с этим менялось и отношение жителей к бумажным деньгам. Сначала китайские купцы и финансисты предложили выпускать бумажные сертификаты, которые можно было поменять на монеты. Это по-

19. Этот факт также отмечал Дэйвис (Davies 2002).

20. (Tullock 1957).

звояло избегать сложностей и опасностей, связанных с транспортировкой большого количества металлических монет. Аналогичный процесс наблюдался и в Европе, правда, он начался значительно позже. Использование бумажных сертификатов привело к еще одному важному нововведению — использованию выписываемых в различных провинциях векселей. Благодаря этому удаленные провинции получили возможность без проблем и с большей эффективностью выплачивать налоги в казну центральной власти. К началу IX века центральное правительство уже запретило частное печатание денег и взяло на себя контроль над процедурой выпуска векселей в провинциях. По мнению некоторых китайских исследователей, первыми бумажными деньгами были «летающие деньги» (фэнцзяни), получившие такое название из-за того, что на ветру они могли разлететься во все стороны²¹.

Свои лучшие дни китайские бумажные деньги пережили в период с XI по XV век. Самое главное для нас — это то, что в период монгольского завоевания Китая бумажные деньги превратились в платежное средство, очень близкое к современным деньгам, хотя в то время еще не существовало институциональных органов, способных контролировать уровень инфляции, подобно современным независимым центральным банкам. Сегодня такие институты признаны необходимыми. После того как в 1260 году внук Чингисхана, Хубилай²², взошел на китайский престол, бумажные деньги, оставшиеся от предыдущих династий, а также местные платежные средства практически обесценились. Они были изъяты из обращения и заменены бумажной национальной валютой, обеспеченной серебром. Эти деньги отличались специфической особенностью: их меновая стоимость составляла лишь половину обозначенной на них но-

21. См.: (Morse 1906).

22. На Западе он больше известен как Кубла-хан. — *Прим. пер.*

минальной стоимости в серебре. Это правило соблюдалось даже тогда, когда эти деньги обменивались на серебро казначейством Хубилая²³. (В главе 10 мы еще увидим, что отголоски идеи Хубилая по созданию ценового различия между бумажными деньгами и официальными меновыми единицами можно опознать в оригинальной схеме Эйслера — Бьютера — Кимбалла, предусматривающей начисление отрицательных процентных ставок.) В отличие от более ранних денежных знаков, банкноты Хубилая были законным платежным средством без временных ограничений.

К 1262 году правительство Хубилая ввело запрет на использование золота и серебра в качестве средства обмена. Тому, кто отказывался подчиниться этому указу, грозила смертная казнь. В конце 1270-х годов конвертируемость бумажных денег и драгоценных металлов настолько усложнилась, что монгольская бумажная валюта фактически превратилась всего лишь в декретные деньги²⁴. Как уже отмечалось в главе 1, режим декретных денег — это такая ситуация в монетарной системе, когда бумажные деньги не обмениваются центральным банком или казначейством на золото, серебро, или любой другой эквивалентный товар.

Когда венецианский купец, известный путешественник Марко Поло, в середине 1270-х годов прибыл ко двору Хубилая, мало что из диковин Востока поразило его так, как система китайских бумажных денег. Позже Марко Поло, описывая свои впечатления в дневнике путешественника, посвятил китайским деньгам целую главу под названием «Как великий хан вместо монет тратит бумажки». Я приведу здесь несколько отрывков, по которым можно судить, о каких явлениях он писал:

23. См.: (Tullock 1957).

24. См.: (Peng 1994; Von Glahn 1996).

В Канбалу [Ханбалык — Пекин] монетный двор великого хана, да такой, что про великого хана сказать можно — алхимию он знает вполне, и вот почему.

Приказывает он изготовлять вот какие деньги: заставит он набрать коры от тутовых деревьев, листья которых едят шелковичные черви, да нежное дерево, что между корой и сердцевинной, и из этого нежного дерева приказывает изготовить папку, словно как бумагу; а когда папка готова, приказывает он из нее нарезать вот как: сначала маленькие [кусочки], <...> и ко всем папкам приложена печать великого хана. Изготавливается по его приказу такое множество этих денег, что все богатство в свете можно ими купить. Приготовят бумажки так, как я вам описал, и по приказу великого хана распространяют их по всем областям, царствам, землям, всюду, где он властвует, и никто не смеет, под страхом смерти, их не принимать. Все его подданные повсюду, скажу вам, охотно берут в уплату эти бумажки, потому что, куда они ни пойдут, за все они платят бумажками: за товары, за жемчуг, за драгоценные камни, за золото и за серебро — на бумажки все могут купить и за все ими уплачивать; бумажка стоит десять безантов, а не весит ни одного. Приходят много раз в году купцы с жемчугом, с драгоценными камнями, с золотом, с серебром и с другими вещами, с золотыми и шелковыми тканями; и все это купцы приносят в дар великому хану. <...>

...много раз в году отдается приказ по городу, чтобы все, у кого есть драгоценные камни, жемчуг, золото, серебро, сносили все это на монетный двор великого хана; так и делают, сносят многое множество всего этого; и уплачивается всем бумажками. Так-то великий хан владеет всем золотом, серебром, жемчугом и драгоценными камнями всех своих земель²⁵.

Хотя Марко Поло был очень зорким наблюдателем, вникающим во все экономические дела, он, впро-

25. См.: (Polo 2004, bk. II, ch. 24; Поло 1956, с. 119–120).

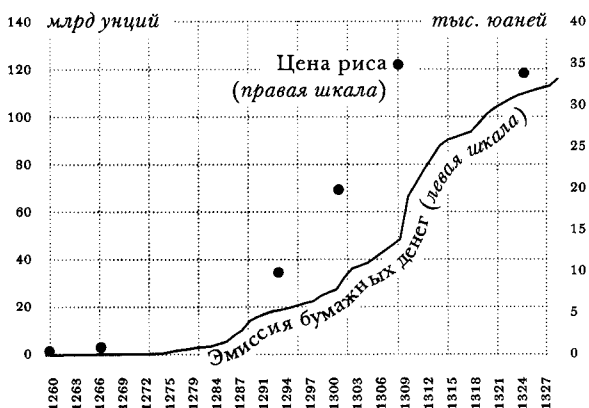


РИС. 2.1. Эмиссия бумажных денег и цены на рис во время династии Юань
 Источник: (Tullock 1957) и (Huang 2008).

чем, так же, как и сами министры Хубилая, не смог до конца оценить, в каких пределах можно использовать печатный станок, чтобы не подорвать устойчивость государственных финансов²⁶.

В 1294 году, после смерти Хубилая, инфляция нанесла тяжелый удар по бумажным деньгам²⁷. По оценкам Х. Б. Морса, которые приводятся в работе «Деньги в Китае» (1906), выпуск обеспеченных серебром банкнот вырос с 12 миллионов в 1265 году до почти 120 миллиардов в 1330 году. Такой резкий рост эмиссии явно не соответствовал территориальному расширению страны. К 1356 году, если не рань-

26. Позднее многочисленные авторы использовали описание китайских денег, представленное Марко Поло, причем вносили в него свои добавления и даже приукрашивали его рассказ. См., например, классическую работу Джевонса, посвященную созданию денег: (Jevons 1875; Джевонс 2005). Наверное, самый интересный и тонкий анализ этой проблемы был сделан Таллоком: (Tullock 1957).

27. (Davies 2002).

ше, практически весь объем монгольских бумажных денег обесценился.

На рис. 2.1 сплошной линией обозначен совокупный объем напечатанных бумажных денег, а точками отмечены цены на рис в юанях за период с 1260 по 1320 год. Таким образом, этот график иллюстрирует все характерные черты классической высокой инфляции, вызванной эмиссией для финансирования расходов государственного бюджета.

После свержения монгольской империи и установления династии Мин ситуация в стране лучше не стала. Правительство продолжало выпуск новых денег, сначала в 1375, а затем в 1400 году. Стоимость этих бумажных купюр составила лишь 3% от обозначенного на них номинала²⁸.

История развития в Китае первых бумажных денег весьма поучительна. Возможно, если бы другие страны знали, что происходило с китайскими деньгами, они смогли бы извлечь для себя полезные уроки. После того как очередная правящая династия устанавливала собственный монетарный порядок, наступал момент, когда правитель не мог устоять от соблазна включить на полную мощь печатный станок и тем самым покрыть дефицит финансов. Это вело к обесценению денег и в результате к бешеной инфляции, прямо как в сатирическом изображении Гете. Китайские власти прекрасно понимали, что для того, чтобы обеспечить максимально высокий спрос на свой «продукт», то есть государственные деньги, необходимо установить монополию и ограничить оборот альтернативных платежных средств, а в случае необходимости — даже запретить их под страхом смертной казни. Так, например, в 1294 году правители монгольской династии издали указ, запрещающий использовать деньги, изготовленные из бамбука. Эти деньги имели, по всей вероятности, все шансы вытеснить «мусорные» бумажные

28. (Tullock 1957).

деньги, которые монгольское правительство принуждало использовать. Время от времени монгольская династия прибегала и к таким мерам, как строжайший контроль над ценообразованием. Однако какой бы властью ни обладал император, этой монетарной системе в конечном итоге суждено было разрушиться, поскольку выгоды от непослушания стали слишком велики. Со временем даже наместники императора в провинциях не могли удержаться от соблазна последовать примеру других и действовать в обход императорского указа. (Вспомним, какое суровое наказание даже сегодня грозит многим китайским предпринимателям, государственным служащим и простым жителям за нарушение по-прежнему очень строгого законодательства в области валютного обмена). К 1500 году после ряда сменяющих друг друга периодов инфляций китайское правительство прекратило выпуск бумажных денег. Печатание государственных денежных знаков в Китае возобновилось лишь в XIX веке, когда закончилась изоляция страны.

БЕНДЖАМИН ФРАНКЛИН И БУМАЖНЫЕ ДЕНЬГИ В КОЛОНИАЛЬНЫХ СОЕДИНЕННЫХ ШТАТАХ

Бумажные деньги проникали в Европу медленно. Скорее всего, это было обусловлено пережитками невежества средневековья, чем осознанным недоверием к новому платежному средству. В отличие от Китая, где государство достаточно быстро взяло на себя функцию выпуска денег, в Европе бумажные деньги находились в сфере деятельности частных банков, которые выпускали банкноты, обеспеченные драгоценными металлами (как правило, золотом и серебром). Некоторое время спустя частные банкиры, печатающие бумажные банкноты, осознали, что могут выпускать в обращение количество банкнот, которое будет превышать их запасы дра-

гоценных металлов. Такое мероприятие, конечно, было достаточно рискованным, зато в течение какого-то времени сулило огромную прибыль. Именно это и произошло с первыми европейскими бумажными деньгами. В 1656 году Юхан Пальмструк, голландский купец, основал Стокгольмский банк (Stockholms Banco). Это был квазигосударственный банк, поскольку половина от его прибыли должна была переходить в государственную казну. Пять лет спустя, в 1661 году, Пальмструк убедил шведское правительство разрешить ему выпускать особые банкноты (так называемые билеты), которые могли обмениваться на хранящееся в его банке золото и серебро. В конечном счете, выпустив огромное количество банкнот, которое намного превышало имеющиеся у него запасы золота и серебра, Стокгольмский банк рухнул. Пальмструк был приговорен к смертной казни, однако затем приговор был смягчен и он остался жив. Деятельность Пальмструка — это пародия на частный банк, вошедшая в историю развития банковского дела. Однако, когда правительства разных стран намереваются узурпировать деньги частных банков, они всегда ссылаются на его неудачный опыт. При этом аргументом служит тот факт, что, хотя и государство может попасть в ситуацию долгового кризиса, государственные банки реже подвергаются массовому оттоку вкладчиков, чем частные²⁹.

Через несколько десятилетий, в 1694 году, банк Англии также выпустил банкноты, которые могли обмениваться на драгоценные металлы. Отметим, однако, что в то время этот банк еще не был «центральным» в полном смысле этого слова. Лишь только после принятия Банковского акта 1844 года банкноты, выпускаемые Банком Англии, получили право использоваться в качестве законного платеж-

29. Интересные факты из жизни этого первого европейского банкира, создавшего некое подобие центрального банка, можно узнать из: (Irwin 2013).

ного средства и, следовательно, начали приниматься в оплату по любым долгам³⁰.

Среди западных стран пальма первенства в создании полноценных декретных денег (в их современном виде) принадлежит колонистам-предпринимателям молодых Соединенных Штатов. Первые колонисты, приехавшие заселять Америку, были бедными эмигрантами и, естественно, у них не было сколько-нибудь существенных сбережений в фунтах стерлингов. Кроме того, молодым колониям не удалось найти залежей драгоценных металлов, необходимых для чеканки собственной монеты. Поначалу в качестве платежного средства использовались такие товары, как вампум³¹, мех и некоторые другие. Колонисты также пользовались иностранными монетами. Больше всего были распространены испанские «осьмушки» (*peso de ochi*), монеты стоимостью в 8 реалов³², которые фактически исполняли роль международной валюты до тех пор, пока эта функция не перешла к британским фунтам стерлингов. Однако по мере того, как росли потребности развивающейся торговли, колонии поняли, что им нужно выпускать бумажные деньги. Первые бумажные денежные знаки были выпущены штатом Массачусетс

30. См.: (Clapham 1966, p. 185). Существующие по сей день банкноты частных банков давным-давно появились в Англии и Уэльсе, и они находились в обращении в течение многих десятилетий. Банки Шотландии и Северной Ирландии сохранили за собой право выпускать банкноты, которые могут использоваться в транзакциях на всей территории Объединенного Королевства. Однако они не являются легальным платежным средством и поэтому не принимаются в уплату по долгам. Важно отметить, что эмиссию этих банкнот регулирует банк Англии. Банковский закон 1884 года известен также как банковский закон Пилля. Такое название он получил по имени пролоббировавшего его премьер-министра Англии. [Роберт Пиль (1788–1850) был премьером с 30 августа 1841 года по 29 июня 1846 год. — *Прим. науч. ред.*].

31. Бусы из раковин, изготавливавшиеся индейцами. — *Прим. пер.*

32. Испанский реал стоил $\frac{1}{4}$ английского фунта. — *Прим. пер.*

в 1690 году. (Как житель сегодняшнего Массачусетса, я должен признать, что это меня почему-то совсем не удивляет.) После этого началось полное безумие: в конце концов свои деньги начал печатать каждый штат. Штаты Род-Айленд и Южная Каролина выпустили такое количество денег, что их покупательная способность таяла на глазах. Другие штаты, прежде всего Вирджиния, проявили гораздо большую осмотрительность³³.

В 1729 году 23-летний Бен Франклин открыл незабываемую главу в истории бумажных денег, опубликовав свою книгу «Скромное исследование о природе и необходимости бумажных денег». Хотя Франклин и не был знаком с современными теориями денег (порой он даже путал такие понятия, как «богатство» и «деньги»), он смог поразительно глубоко проникнуть в эту проблему. Так, например, благодаря одной лишь интуиции он смог осознать те закономерности, которые гораздо позже получили название количественной теории денег: «Для того чтобы в Стране было легко и свободно торговать, требуется определенное соразмерное количество денег». Франклин очень понятным языком разъяснил проблему, с которой столкнулись колонии, обнаружив, что для ведения торговых операций не хватает британских монет. Ему также удалось постичь такие тонкости, как различное ценообразование на свободно торгуемые и неторгуемые товары, а над этим вопросом и сегодня размышляют современные ученые, исследующие международные экономические отношения. Даже если когда-то Франклина и подводила экономическая логика, то в нестандартном мышлении ему отказать никак нельзя: «Многие юристы и все те, кого волнует экономическое развитие и процветание государства, возможно, будут против обилия денег. Это связано с тем, что в этом случае люди будут реже попадать в плен долговых обязательств,

33. (Rothbard 2002; Ротбард 2005).

а значит, реже будут привлекать друг друга к суду в связи с неуплатами по долгам»³⁴.

Франклин с таким энтузиазмом занимался изучением проблемы денег, что ему было поручено разработать дизайн бумажных денег и возглавить процесс их выпуска для различных колоний, включая Пенсильванию, Нью-Джерси и Делавер. Франклин обладал огромным научным авторитетом и, кроме этого, он также прославился как человек, весьма снисходительно относящийся к некоторым слабостям, например к легкому жульничеству (взять, например, его трактат «Мораль шахмат»³⁵), что во многом позволяет назвать его прототипом современного банкира из центрального банка. Во время существования колоний и позднее, после революции, Франклин был ярким защитником единой национальной валюты.

Бумажные деньги также сыграли весьма важную роль в период американской Войны за независимость (1775–1783). С помощью бумажных денег обеспечивалось финансирование большей части военных расходов колоний. Американские граждане уже были знакомы с бумажными деньгами и были готовы принимать бумажные денежные знаки в обмен на товары и предоставление услуг, что оказало неоценимую поддержку революции. На самом деле доверие народа к бумажным деньгам подвергалось серьезной проверке — во время войны инфляция достигла небывалого уровня и только за один 1799 год составила 192%³⁶. Дело кончилось тем, что британская

34. (Franklin 1729). С этой работой можно ознакомиться по следующей ссылке: <http://founders.archives.gov/documents/Franklin/01-01-02-0041>.

35. Франклин, который прославился многими талантами и достижениями, был также первым широко известным американским шахматистом. Его трактат «Нравственность шахмат» был перепечатан в журнале *Columbian Magazine* в 1786 году. Точная дата написания этой работы неизвестна. См.: (Franklin 1786; Франклин 1956).

36. (Reinhart and Rogoff 2009; Рейнхарт и Рогофф 2011).

валюта, которую называли континентальной, полностью обесценилась (кстати, отсюда и пошла поговорка «и континентальных денег не стоит», то есть «и гроша ломаного не стоит»). Хотя Соединенные Штаты и победили в войне, доверие к национальной валюте в любой форме было подорвано. Первая эпоха существования американской валюты полностью завершилась в 1787 году, когда решением Конституционной конвенции отцы-основатели лишили штаты права выпускать свои деньги. В течение почти 75 лет после этого чеканка монет находилась в руках у федерального правительства.

Хотя инфляция, которую пережили молодые Соединенные Штаты, была, наверное, беспрецедентной³⁷, многие более развитые страны порой прибегают к высокой инфляции, чтобы улучшить финансовую ситуацию, подорванную во время широкомасштабных войн. США по крайней мере поступали именно так. В 1864 году, во время Гражданской войны, уровень инфляции в Соединенных Штатах достиг 24%. Это произошло после того, как для финансирования военных действий Союз³⁸ в 1862 году вновь начал печатать бумажные деньги, не обеспеченные золотом. Конечно, это не идет ни в какое сравнение с уровнем инфляции бумажных денег в размере 1000%, с которой столкнулись терпящие поражение штаты Конфедерации. Во время Первой мировой войны инфляция в США вновь до-

37. Инфляция ассигнатов (бумажных денег) во время французской революции в период с 1795 по 1796 год была даже более впечатляющей, чем инфляция, наблюдавшаяся в течение 5 месяцев в США во время Войны за независимость. Во Франции она превышала 50% в месяц (с точки зрения экономиста Ф. Кейгана, такой темп уже свидетельствует о наступлении стадии гиперинфляции). По этому вопросу см.: (Carie 1991), а также (Sargent и Velde 2003).

38. Союз — федерация 24 северных штатов, которым противостояли южные штаты, объединенные в Конфедерацию. — *Прим. пер.*

стигла высоких темпов и в 1918 году составила 19%³⁹. А затем, в 1970-е годы, наступил период, когда уровень инфляции обозначался двузначными цифрами и в мирное время. Естественно, и после создания Федеральной резервной системы (ФРС) в 1913 году в США не раз складывалась ситуация, когда цены взлетали более чем в 3 раза⁴⁰. Так ФРС решает задачу сохранения стабильности цен. И все же можно сказать, что в целом инфляция в США держалась на более низком уровне, чем в других развитых странах в те же периоды. К обсуждению рисков высокой инфляции мы еще вернемся в главе 12.

ОТ ОБЕСПЕЧЕННЫХ ДЕНЕГ К ДЕКРЕТНЫМ БУМАЖНЫМ ДЕНЬГАМ

Начиная с момента их появления сначала в Древнем Китае, а затем в колониальных Соединенных Штатах бумажные деньги пережили существенную эволюцию и в конце концов распространились по всему миру. Завершая эту главу, мне хотелось бы суммировать представленный выше краткий обзор ключевых событий из истории денег.

Период с 1870 по 1914 год часто называют безмятежными днями золотого стандарта, поскольку государства во всем мире, или по крайней мере развитые страны, обеспечивали устойчивость курса бумажных денег золотовалютным резервом. Это также способствовало очень стабильному обменному курсу национальных валют. Однако с началом Первой мировой войны в 1914 году практически каждое государство столкнулось с необходимостью направлять большую часть финансовых потоков на удовлетворение военных нужд. Одно за другим правительства приостанавливали конвертируемость своих

39. (Reinhart and Rogoff 2009; Рейнхарт и Рогофф 2011).

40. (Reinhart and Rogoff 2013).

национальных валют, поэтому для увеличения финансирования возросших военных потребностей можно было начинать использовать печатный станок. И вот он заработал, что повлекло за собой бешеную инфляцию.

После окончания войны правительства разных стран поставили перед собой задачу — восстановить золотой стандарт. Это казалось важным, поскольку многие продолжали верить, что золотой стандарт необходим для сохранения стабильности валютной системы, а также потому, что золотой стандарт вызывал романтические ассоциации с безмятежной эрой быстрого экономического роста, характерного для довоенного периода. К сожалению, возвращение к золотому стандарту осложнялось из-за двух факторов. Во-первых, в связи с тем, что для финансирования войны и ее последствий государства напечатали тонны денег, весь мир находился в плену у запредельной инфляции, и было непонятно, каким образом можно «перезагрузить» мировую финансовую систему. Большинство государств осознало необходимость зафиксировать курс обесцененной национальной валюты на основе золотого паритета и соразмерно произошедшей в стране инфляции, однако определение новой стартовой точки оказалось не такой простой задачей. Установление слишком низкого курса по отношению к золоту воспринималось бы как унижение для страны. Установление слишком высокого курса повлекло бы за собой изнурительную дефляцию, поскольку могло бы стимулировать людей к избавлению от национальной валюты и взамен к покупке золота. Это продолжалось бы до тех пор, пока упавшие цены не привели бы покупательную способность бумажных денег в соответствие с их реальным курсом по отношению к золоту.

Именно такая ситуация сложилась в Великобритании, после того как без долгих колебаний правительство решило вернуться к старому довоенному курсу фунта стерлингов, пусть даже и ценой массив-

ной рецессии. Уинстон Черчилль, который получил мировую известность позднее, в период Второй мировой войны, в те годы занимал должность канцлера казначейства Объединенного Королевства. В итоге им и было принято это решение, которое впоследствии он называл своей самой большой ошибкой. Этот эпизод великолепно описан в книге Л. Ахамеда «Повелители финансов», посвященной «главным банкирам, которые перевернули мир». Правда, справедливости ради следует сказать, что «мир переворачивали», скорее, министры финансов, поскольку власть банкиров из центральных банков ограничивалась банковским миром, в котором их главной обязанностью была фиксация курса национальных валют по отношению к золоту⁴¹.

Вторая проблема, связанная с восстановлением довоенного золотого стандарта, состояла в том, что очень нелегко было вернуть веру в конвертируемость национальных валют, подорванную за годы Первой мировой войны⁴². Этот факт, а также дефляция, явившаяся последствием Великой депрессии, привели к тому, что в 1930 году некоторые страны, одна за другой, либо вообще прекратили обмен банкнот на золото, либо существенно изменили курс национальных валют к золоту. Так, например, если до начала Великой депрессии в США за 1 унцию золота предлагалось 20,67 долларов, то в 1934 году 1 унция золота оценивалась в 35 долларов. При этом частным гражданам запрещалось накапливать золото в монетах, слитках или в виде сертификатов. Совершенно естественно, что обесценение доллара привело к повышению общего уровня цен. В итоге оказалось, что эта политика позволила достичь нескольких различных результатов: она привела к сокращению раз-

41. (Ahamed 2009; Ахамед 2014).

42. В современной литературе ссылки на довоенный золотой стандарт можно найти в классической работе Эйхенгрин: (Eichengreen 1996).

меров безнадежных долгов, к снижению реальной заработной платы, а также к повышению уровня безработицы. По мнению многих экономистов-историков, отказ от золотого стандарта был самой важной мерой, осуществленной за время Великой депрессии, даже более важной, чем знаменитые проекты общественных работ. Однако они тоже принесли свою пользу.

Вместо того чтобы после Второй мировой войны постараться вновь установить золотой стандарт, международное сообщество приняло Бреттон-Вудскую валютную систему с фиксированным обменным курсом для стран-участниц и с долларом в качестве резервной валюты. В принципе, доллар привязывался к золоту, но только при совершении торговых сделок на официальном уровне⁴³. В свою очередь, и другие страны были вынуждены зафиксировать курс своих валют с привязкой к доллару. В конце концов эта система пала жертвой внутренних противоречий, особенно по мере того, как в результате инфляции в США доллар становился все менее и менее привлекательным платежным средством по сравнению с золотом, что сделало ситуацию безнадежной. В результате в 1973 году Бреттон-Вудская система рухнула. Тем самым было разорвано последнее звено в цепи, соединяющей бумажные деньги и товары. Деньги прошли полный круг, и мир вернулся к началу — к декретным деньгам поздней монгольской династии, правящей в Китае. Ситуация остается такой же и поныне.

43. В Казначействе США. — *Прим. пер.*

ГЛАВА 3

Размер и структура запасов мировых валют и их доля за границей

ЕСЛИ БЫ Марко Поло вернулся в Китай в наши дни, то среди немногих знакомых вещей ему в первую очередь встретились бы бумажные деньги, правда, в их современном, технологически продвинутом варианте. Точнее говоря, он увидел бы целые горы денежных купюр, общая стоимость которых составляет более 1 триллиона долларов (если быть совсем точным, то 6,7 триллионов юаней) при существующем обменном курсе доллара к юаню. А это больше, чем 800 долларов на человека, живущего в стране, где средний доход на душу населения очень невысок.

ОГРОМНОЕ КОЛИЧЕСТВО БУМАЖНЫХ ДЕНЕГ В ОБРАЩЕНИИ

Конечно, больше всего поражает то, какое огромное количество бумажных денег находится сегодня в обращении по всему миру. Голова кругом идет, когда пытаешься представить себе, сколько же бумажных купюр существует на свете. Удивительно, что громадная часть всех запасов мировой валюты представлена купюрами крупного достоинства, которые обычные граждане редко видят или держат в руках, — это 100-долларовые купюры, купюры в 10000 иен (на сегодняшний день это приблизительно 93 доллара), 500-евровые купюры (около 570 долларов), 1000-франковые швейцарские купюры (приблизи-

тельно 1035 долларов), а также множество их близких и дальних родственников из других стран. (Обменные курсы между валютами разных стран, как известно, очень изменчивы, поэтому привязка к доллару весьма условна и дает только самое общее представление о соотношении валют¹.) Как уже говорилось в предисловии, количество бумажных денег, которое в США приходится на душу населения, составляет приблизительно 4200 долларов. При этом 80% всей наличности приходится на 100-долларовые купюры, а если добавить к этой сумме 50-долларовые купюры, то мы получим 84%. Конечно, часть этих денег находится за границей, часть лежит в кассовых аппаратах, а еще какая-то часть — в банковских хранилищах. Очень незначительное количество бумажных денег теряется, портится, а иногда даже хоронится (деньги кладут в качестве подношения в могилу усопшего, чтобы обеспечить его существование в загробном мире — такой ритуал до сих пор практикуется в некоторых азиатских странах)². Однако, как будет показано ниже, имеются основания предполагать, что большая часть бумажных денег, как минимум половина, циркулирует в национальной экономике — как в легальной, так и теневой.

Такая же ситуация наблюдается и в странах еврозоны, перешедших на единую валюту. Количество бумажных денег на душу населения здесь составляет приблизительно 3200 евро (около 3600 долларов). Более 90% этих денег напечатано в купюрах достоинством 50 евро, а на долю 500-евровых купюр приходится лишь 30%. Действительно, в Германии (и в меньшей степени во Франции) сохраняют популярность наличные деньги, но мало немецких семей

1. Когда в июле 2008 года курс евро достиг 1,6 доллара, стоимость банкноты в 500 евро равнялась 800 долларам.

2. О практике долларовых подношений духам умерших см.: Julia Wallace, «In Cambodia, the Ghosts Prefer Dollars», *New York Times*, April 8, 2016.

могут похвастаться, что обладают суммой приблизительно в 12800 евро на семью. Кроме того, они не смогут объяснить источника большей части своих накоплений. В целом государства прекрасно знают, какой объем бумажных денег они выпускают, и в отчетах центральных банков многих, правда не всех, стран по этому вопросу можно найти подробную информацию. Гораздо сложнее выяснить, какие группы владеют основной массой бумажных денег. Как мы увидим далее, эти сложности в большой степени связаны с тем, что у казначейств и центральных банков просто отсутствуют соответствующие данные.

На наличные деньги имеется огромный спрос. Самое любопытное, что этот спрос не только продолжает сохраняться, но и даже увеличивается, несмотря на появление все новых и новых альтернативных платежных средств. Первые кредитные карточки появились еще в 1950-е годы, дебетовые карточки существуют с 1960-х годов, а электронные платежи — с 1990-х годов. Не так давно появился еще один новый способ оплаты — платежи через мобильные телефоны. Естественно, кроме этого уже больше двух столетий люди пользуются банковскими чеками. Нет ничего удивительного в том, что наличные деньги продолжают быть конкурентоспособными в качестве способа оплаты мелких ежедневных расходов. Однако одними этими платежами не объяснить сумму в 4200 долларов на душу населения.

На рис. 3.1 показано отношение количества американской валюты, находящейся в обращении в период с 1948 по 2015 год, к валовому внутреннему продукту (ВВП)³. Сплошной линией изображен общий объем денежной массы, а пунктирной — деньги в 100-долларовых купюрах. Во время Второй мировой войны спрос на доллары поднялся до 11%

3. Валовый внутренний продукт — это общая стоимость конечных продуктов и услуг, произведенных в стране, измеренная в рыночных ценах.

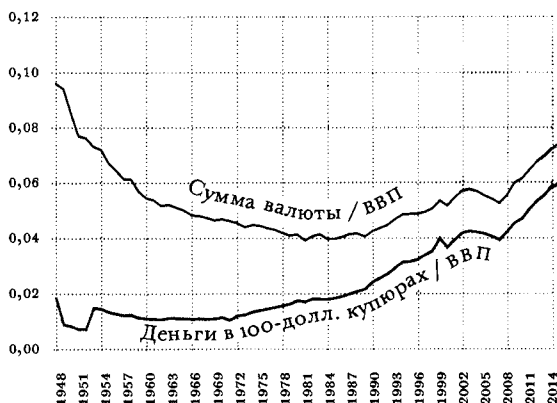


РИС. 3.1. Отношение валюты США к ВВП, 1948–2015

Источник: St. Louis Fed, Federal Reserve Economic Data; US Treasury; IMF, International Financial Statistics.

от ВВП, затем наблюдалось его постепенное понижение до величины менее 5%. Спрос на доллары оставался на этом уровне в течение 1970-х и 1980-х годов. Безусловно, одной из причин, вызвавшей падение спроса на наличные доллары, было появление кредитных карт. Однако помимо этого высокий уровень инфляции и высокие процентные ставки, характерные для 1970-х и начала 1980-х годов, резко повысили стоимость хранения наличных денег. Начиная с 1990-х годов спрос на наличность начал неуклонно повышаться, и сегодня отношение бумажных денег к ВВП составляет более 7%.

Необходимо отметить и постоянный рост доли 100-долларовых купюр. Частично это, конечно, может быть обусловлено тем фактом, что сегодня покупательная способность доллара гораздо ниже, чем несколько десятилетий назад. По слухам, известный гангстер времен Великой депрессии по имени Джон Диллинджер любил носить несколько тысяч долларов, скрутив их в аккуратные пачки по 5, 10 и 20 дол-

ларов. В то время 100 долларов приблизительно соответствовали современным 1800 долларам, то есть стоили дороже, чем какая-либо другая купюра, находящаяся в обороте сегодня, за исключением, пожалуй, лишь сингапурской банкноты достоинством в 10000 сингапурских долларов, стоимость которой превышает 7000 долларов⁴.

Начиная с 1990-х годов увеличению спроса на 100-долларовые купюры также способствовали и многие другие факторы, среди которых можно назвать общее снижение процентных ставок, а также растущий спрос со стороны рынков развивающихся стран. Кроме этого, нельзя забывать и о том, что за последние 25 лет цены в целом значительно выросли. Если пользоваться в расчетах индексом потребительских цен, то получится, что в 1990 году 100-долларовая купюра имела такую же покупательную способность, как 180–190 долларов в 2016 году. Поскольку по ряду технических причин мы пренебрегаем таким фактором, как появление на рынке новых товаров, то, когда мы говорим, что в 1990 году на 100 долларов можно было сделать намного больше покупок, мы, возможно, излишне переоцениваем покупательную способность доллара в 1990 году. Но как бы то ни было, при рассмотрении всех этих факторов следует принимать во внимание бурное развитие альтернативных платежных средств в течение последних шестидесяти лет. Мы также не должны забывать еще об одной «мелочи»: местонахождение большей части валюты остается неизвестным.

4. Купюра в 10000 сингапурских долларов все еще находится в обращении, но в 2014 году решением Центрального банка Сингапура выпуск новых купюр этого достоинства был прекращен в качестве меры борьбы с отмыванием денег, см.: Rachel Armstrong, «Singapore to Stop Issuing \$10,000 Note to Prevent Money Laundering», *Reuters*, July 2, 2014; <http://www.reuters.com/article/singapore-regulations-idUSL4NOPD2M120140702>.

Траектория движения наличности для еврозоны (зоны в Европе, имеющей единую валюту)⁵ в целом похожа на аналогичную траекторию для США, однако имеющиеся различия весьма интересны и информативны. Еще до введения в обращение первых евробанкнот в январе 2002 года наличные деньги были традиционным и широко используемым платежным средством, хотя наличные, приходящиеся на душу населения в Германии и в Австрии, почти вдвое превышали аналогичные показатели для Франции. Эта ситуация сохраняется и по сей день. На рис. 3.2 показано отношение суммы денег к размеру валового внутреннего продукта в еврозоне для 1995 года, когда наличность составляла лишь немногим более 5% от ВВП. В 2002 году, в период подготовки к переходу на единую валюту, спрос на наличные деньги резко сократился. Частично это было связано с тем, что люди опасались столкнуться со сложностями при обмене на евро большого количества денег в старой национальной валюте. Небольшая доля этих денежных средств так и не была обменена. Однако после этого переходного периода наличные деньги вновь уверенно поднялись на прежние позиции. Сегодня отношение наличных к валовому внутреннему продукту еврозоны составляет более 10%, превышая, таким образом, больше чем на одну треть аналогичное соотношение для США.

Никто не отрицает, что для развивающихся стран, испытывающих сложности организационного и управленческого характера, популярными валютами остаются доллар и евро. Однако следует отметить, что все экономически развитые страны

5. На конец 2015 года к странам еврозоны относились Австрия, Бельгия, Кипр, Эстония, Финляндия, Франция, Германия, Греция, Ирландия, Италия, Латвия, Литва, Люксембург, Мальта, Нидерланды, Португалия, Словакия, Словения и Испания. (На март 2017 года этот список не расширился. — *Прим. науч. ред.*)

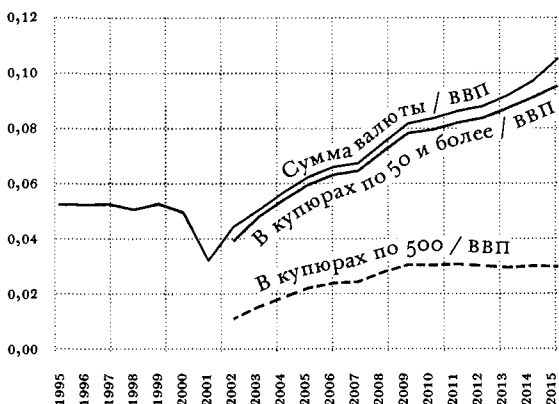


РИС. 3.2. Отношение сумм наличных евро (до 2002 года — национальных валют) к ВВП

Источник: Европейский центральный банк

выпускали и продолжают в огромном количестве выпускать национальную валюту. И все же ни одна из этих стран (за исключением лишь Швейцарии, Гонконга и, возможно, Сингапура) не могут похвастаться тем, что ее бумажные деньги (или пластиковые полимерные деньги) пользуются большим спросом за границей. Если только что-нибудь не случится и спрос в еврозоне и США на их собственную валюту не начнет резко отличаться от спроса других стран, имеющих похожую финансовую систему и уровень развития, то можно с уверенностью предположить, что горы долларов и евро должны будут храниться на руках у населения (на чердаках у злостных неплательщиков налогов, в тайниках наркоторговцев, в подвальных сейфах строительных подрядчиков и т. д.)

Бумажные иены вряд ли используются где-то еще за пределами Японии. Правда, японские иены наверняка каким-то образом циркулируют в любимых японцами туристических местах, таких как

казино в Макао или гольф-клубы на Гавайях. Отношение валюты к валовому внутреннему продукту в Японии гораздо выше, чем в еврозоне или США, и составляет почти 19%. Сумма бумажных денег, которая в Японии приходится на душу населения, составляет более 6600 долларов, или приблизительно 27000 долларов на семью, состоящую из четырех человек. Естественно, можно выделить ряд факторов, которые объясняют тот факт, что на душу населения в Японии приходится достаточно крупная сумма наличных денег. К этим факторам относятся и низкий уровень преступности и насилия, и два десятилетия сверхнизкой инфляции, и консервативное поведение пожилых японцев⁶. Но тем не менее и в Японии существует своя мафия (якудза), и в Японии люди уклоняются от уплаты налогов, и в Японии практически наверняка значительная часть наличных денег хранится в теневой экономике. Действительно, на основе многих расчетов, можно сделать вывод о том, что теневая экономика в Японии имеет более широкий размах, чем в США. Об этом речь

6. Действительно, по мнению Отани и Сузуки (Otani and Suzuki 2008), большая часть объема наличных денег Японии находится на руках у старшего населения, которое может с недоверием относиться к стабильности банковской системы. Авторы отмечают, что в течение того же периода (после 1990 года), когда отмечалось особенно резкое увеличение массы денег, хранящейся на руках у населения, также наблюдалось и повышение спроса на банковские депозиты со стороны людей пожилого возраста. Если допустить, что отношение объема наличных денег к спросу на депозиты относительно стабильно, то тогда спрос на наличные тоже должен был бы увеличиться. Учитывая тот факт, что Япония — это страна с относительно низким уровнем преступности, можно предположить, что хранить здесь десятки тысяч долларов, наверное, безопаснее, чем в большинстве западных стран. Однако, по-видимому, полагаясь лишь на два этих фактора, трудно оценить общий объем всей японской наличной валюты, особенно если вспомнить, что согласно результатам других исследований теневая экономика в Японии имеет больший масштаб, чем в США.

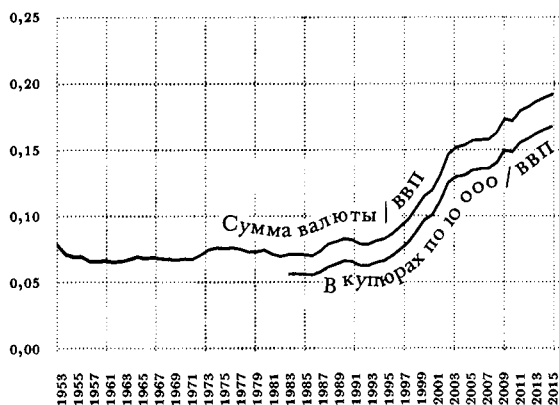


РИС. 3.3. Отношение сумм наличных иен к ВВП

Источники: Международный валютный фонд,
международная финансовая статистика,
Банк Японии

еще пойдет в главе 5. Одной из причин, объясняющих этот феномен, наверное, является характерное для Японии амбивалентное отношение к тому, насколько строгими должны быть налоговые законы. Некоторые японские ученые видят корень проблемы в постоянных противоречиях, возникающих между японским парламентом, который определяет налоговое законодательство, и налоговой администрацией, которая пытается эти законы интерпретировать⁷. Напряженные отношения между этими органами широко обсуждаются в научной литературе, а также нашли отражение в ряде популярных японских фильмов, например, «Сборщица налогов»⁸.

На рис. 3.3 изображены изменения, происходившие с японскими иенами в период с начала 1950-х го-

7. См., напр.: (Okamura 1993).

8. «Сборщица налогов» — фильм режиссера Юзо Итами (1987). Позже им был снят сиквел этого фильма — «Сборщица налогов возвращается».

дов и до наших дней. Так же, как и в США, с начала 1990-х годов в Японии наблюдается тенденция к резкому увеличению спроса на наличность, а доля купюр номиналом в 10000 иен составляет более 90% всего объема наличных денег.

Такая ситуация характерна не только для Японии. На рис. 3.4 показано отношение общего объема выпущенных наличных денег к ВВП в разных странах. Неудивительно, что достаточно высокие показатели этого коэффициента приходится на швейцарский франк и гонконгский доллар — после американского доллара и евро именно эти валюты играют самую важную роль в международных расчетах.

Самые низкие коэффициенты были выявлены для стран, уже приступивших к постепенному сокращению объема наличных денег (Норвегия, Швеция и Дания), а также для стран с очень высоким уровнем инфляции, где хранение наличности стоит дорого, поскольку деньги быстро обесцениваются. Отношение объема наличных денег к ВВП в Канаде и Великобритании почти вдвое ниже, чем в США. К этому вопросу мы еще вернемся в этой главе⁹.

Купюры крупного номинала составляют большую часть денежного запаса любой валюты. Это характерно практически для каждой страны. Однако не стоит забывать и о том, что в разных странах существуют различные собственные традиции, согласно которым выпускаются купюры того или иного номинала (рис. 3.5). Я уже упоминал, что существуют мегакупюры — это купюры в 500 евро и 1000 швейцарских франков и, конечно, бывшие в обра-

9. Отношение размера наличной валюты к ВВП на рис. 3.4 приводится на конец года. Если бы рассматривались данные за середину года, то это отношение могло оказаться несколько ниже. Различия в значениях обусловлены тем, что трудно оценить сезонный фактор. Но, конечно, этот вопрос не столь принципиален.

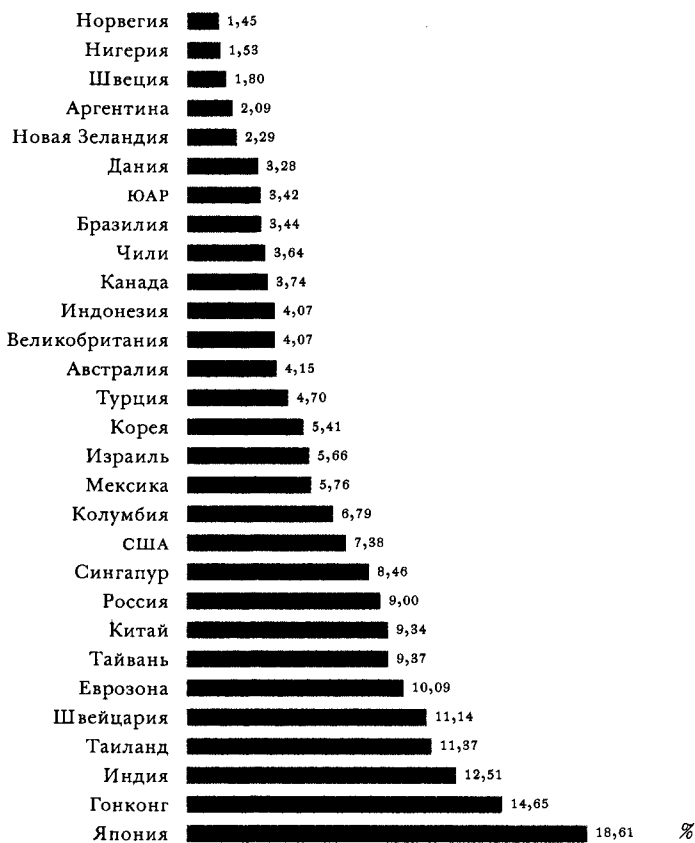


РИС. 3.4. Отношение величины наличных денег к ВВП за 2015 год

Источники: данные центральных банков, национальные статистические бюллетени.

шении некоторое время назад сингапурские доллары достоинством в 10000. Самая крупная купюра, циркулирующая в Канаде сегодня, — это 100 канадских долларов. Правда, вплоть до 2000 года в обращении была и купюра в 1000 долларов, которая составляет немногим больше, чем 1% от общего объема бумажных денег.

Вполне можно было бы ожидать, что самая крупная купюра Великобритании — 50 фунтов (приблизительно 75 долларов) — будет составлять значительную долю общего запаса фунтов стерлингов, однако ее доля в общем объеме денежной массы ниже 20%.

На рис. 3.5 приводится доля самой крупной купюры, имеющейся в обращении в различных странах мира (кроме Сингапура и Канады, о которых говорилось выше), в общем объеме бумажных денег этих стран. В табл. 3.1 вводится уточненное определение понятия крупных купюр — это купюры, приблизительно эквивалентные 50 долларам и купюры более высокого номинала. При таком подходе оказывается, что доля крупных купюр в общем запасе наличных денег значительно увеличивается, и в большинстве развитых стран достигает значения более 80%. А во многих странах доля крупных купюр даже превышает 90%.

И, наконец, для того, чтобы читатели смогли полностью осознать объем мировых запасов валюты, на рис. 3.6 приводятся данные о количестве наличных денег в расчете на душу населения в экономически развитых странах и в странах со средним уровнем дохода. Может показаться, что такое сравнение вводит читателя в заблуждение, во-первых, потому, что подсчеты во многом зависят от флуктуаций обменного курса (приходится конвертировать иностранные денежные знаки в доллары), и, во-вторых, потому, что мы сравниваем страны с очень различным уровнем дохода на душу населения. Тем не менее эти данные позволяют нам сравнить величины запасов различных национальных валют в единой единице измерения, что уже само по себе весьма информативно.

Швейцария намного опережает другие страны. В этом вопросе она является лидером, поскольку цифры по запасам валюты на душу населения вдвое превышают аналогичные показатели для США. Правда, Швейцарию уже догоняют Гонконг и Япония,

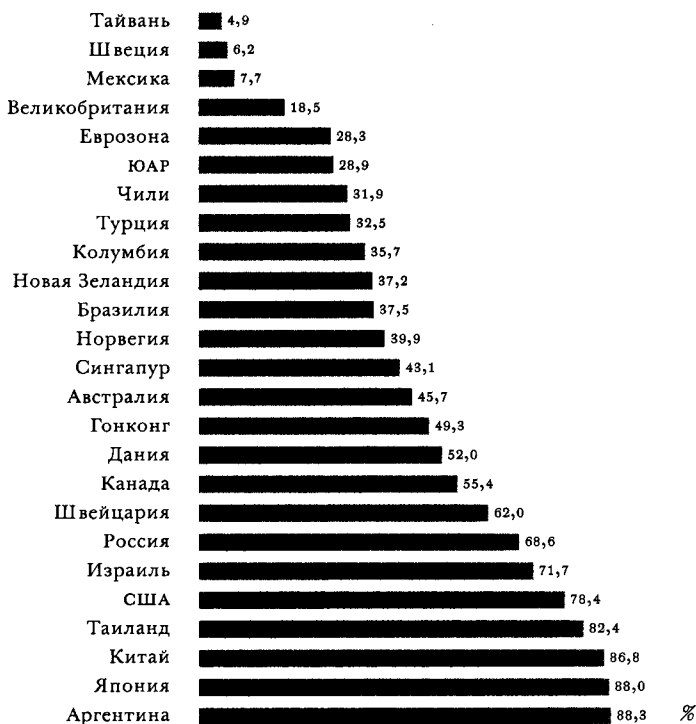


РИС. 3.5. Доля банкнот самого крупного номинала в общем объеме наличной валюты

Примечание: для Чили, Китая, Колумбии, Гонконга, России, Сингапура, ЮАР и Тайваня данные приведены за 2014 год, для остальных стран — за 2015-й. Для Сингапура данные приводятся с учетом старой купюры в 10 000 сингапурских долларов, которая не выпускается с 2014 года, но продолжает находиться в обращении (ее доля в общем объеме валюты Сингапура составляет 5,3%). Для Канады данные приводятся с учетом старой купюры в 1000 канадских долларов (выпуск прекращен в 2000 году; ее доля на сегодняшний день составляет 1,2% в общем объеме наличной национальной валюты). Для Швеции учитывается старая купюра в 1000 крон, которая до сих пор находится в обращении.

Источники: бюллетени центральных банков; данные, любезно предоставленные Валютным управлением Сингапура.

ТАБЛИЦА 3.1. Доля купюр крупного номинала в общем объеме денег, находящихся в обращении, по странам

Страна	Год ^а	Доля крупных купюр ^б , %	Порог, определяющий «крупную» купюру ^в
Швейцария	2015	96,6	50
Израиль	2015	94,8	100
Норвегия	2015	94,1	200
Россия	2014	93,5	1000
Австралия	2015	92,2	50
Япония	2015	91,1	5000
Еврозона	2015	90,7	50
Сингапур	2014	90,6	50
Тайвань	2014	89,6	1000
Аргентина	2015	88,3	100
Китай	2014	86,8	100
Бразилия	2015	85,5	50
ЮАР	2014	85,1	100
Мексика	2015	84,7	500
США	2015	84,2	50
Гонконг	2014	83,4	500
Таиланд	2015	82,4	1000
Швеция	2015	79,2	500
Дания	2015	75,4	500
Канада	2015	71,3	50
Новая Зеландия	2015	70,7	50
Великобритания	2015	68,6	20
Турция	2015	58,4	50
Колумбия	2014	35,7	50000
Чили	2014	31,9	20000

^а Это самые последние данные, полученные из бюллетеней центральных банков. В данных для ряда стран учитываются все банкноты, находящиеся в обращении, в том числе купюры, находящиеся в банковских хранилищах (Колумбия, Дания, Гонконг, Норвегия, Швейцария, Тайвань, Великобритания, Швеция, Сингапур, Мексика, Израиль и Китай). Данные по Сингапуру получены из материалов Валютного управления Сингапура.

^б Купюры крупного номинала определяются как купюры, приблизительно эквивалентные по стоимости 50 долларам или более. Для Великобритании купюры в 20 фунтов стерлингов приводятся в иллюстративных целях (их стоимость, эквивалентная приблизительно 30 долла-

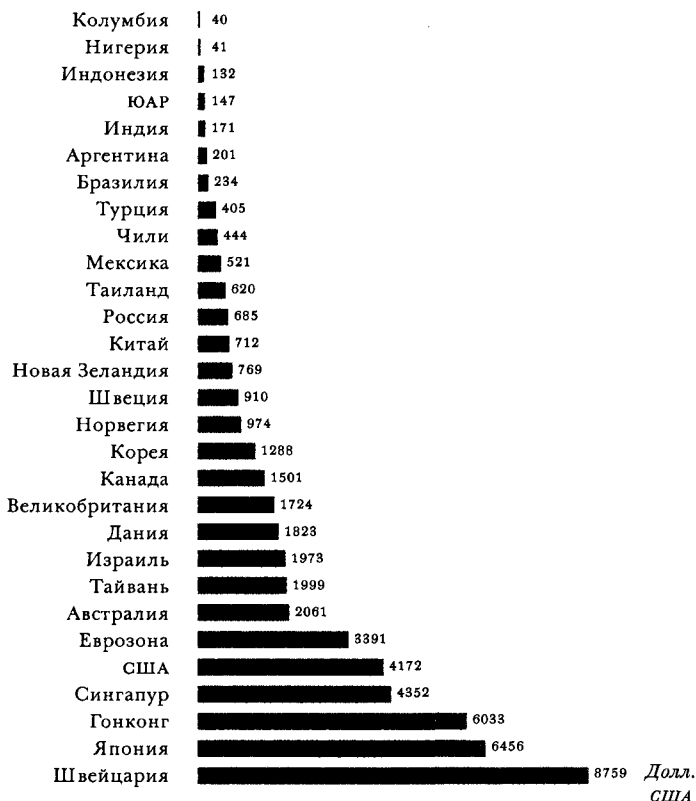


РИС. 3.6. Национальная валюта на душу населения в долларах США

ПРИМЕЧАНИЕ: Данные для всех валют приводятся на конец 2015 года, кроме Норвегии (данные за 2014 год). При конвертации использовался обменный курс, существовавший на конец 2015 года. Данные по количеству населения приведены по базе данных World Economic Outlook. Данные по валюте такие же, что и на рис. 3.4.

рам, гораздо ниже планки, введенной для купюр крупного номинала). Для Китая в таблице приводится купюра в 100 юаней, которая является самой крупной купюрой в стране.

^a Для Австралии, Бразилии, Канады, России, ЮАР и Турции приводятся данные обо всех выпущенных купюрах, а не только о находящихся в обращении вне банковских хранилищ.

которые также обнаруживают достаточно высокие показатели, приблизительно на 50% выше, чем в США. Что же касается доли национальной валюты на душу населения в еврозоне, то здесь, по сравнению с США, цифры лишь незначительно меньше.

Если бы великий хан Хубилай увидел статистику, приведенную в этой главе, то больше всего его удивил бы вовсе не тот факт, что такое большое количество государств напечатало такое огромное количество бумажных денег. Он пришел бы в недоумение от того, как им удалось это сделать, не создав бешеную инфляцию. Откуда появляется такой спрос на наличность? Здесь возникает еще один вполне логичный вопрос: какая часть этих денег находится за границей? Попробуем сейчас разобраться со вторым вопросом. На него можно ответить очень коротко — в значительном объеме за границу попадают лишь несколько избранных национальных валют, в том числе около 50% всех напечатанных американских долларов. Но несмотря на это, даже на территории США в обращении остается огромное количество бумажных денег¹⁰.

ИНОСТРАННАЯ ВАЛЮТА ЗА ГРАНИЦЕЙ

Легко понять, почему такая валюта, как доллары США, которую принимают практически в любой точке мира, имеет широкое хождение за границей¹¹. Страны, пережившие периоды макроэкономической нестабильности, охотно пользуются долларом в качестве привлекательной альтернативы для

10. В работе Спренкла (Sprenkle 1993) отмечалось, что согласно результатам исследований даже в начале 1990-х годов источник приблизительно 80% всего объема валюты оставался неизвестным.

11. Прекрасное обсуждение причин, по которым доллары США могут использоваться за границей, можно найти в работах: (Hellerstein and Ryan 2011; Doyle 2001).

своей нестабильной национальной валюты. Правда, при этом они рискуют попасться с поличным и потерять свои запасы долларов. Конечно, большая часть нелегальной торговли осуществляется за доллары, но и легальная торговля не остается в стороне. Так, например, в некоторых развивающихся странах банковская система настолько слаба, что не может обеспечить предоставление краткосрочных кредитов, которые являются хлебом насущным для всей мировой торговли. Поэтому нередко торговые операции совершаются в наличных деньгах¹². В странах с развитой теневой экономикой, где происходит уклонение от налогов и другие экономические преступления, доллары используются в качестве средства для расчетов, а также как средство накопления. Однако оценка масштабности этого явления представляется весьма сложным делом. Исключительно трудно даже приблизительно подсчитать, сколько бумажных денег утекает из США по нелегальным каналам, или, наоборот, какой процент наличных денег, отправляемых Федеральной резервной системой за границу, возвращается в США нелегальным образом.

Конечно, во многих странах иностранцы обязаны декларировать крупные суммы денег при въезде и при выезде. В США эта сумма составляет 10000 долларов, а в Евросоюзе — 10000 евро. Для наркоторговцев, вывозящих наличность из США, это весьма рискованный бизнес, издержки на который порой могут быть сопоставимы с издержками на импорт их товаров. Но тем не менее через границы переправляются целые горы наличных денег и невозможно

12. В работе (Antràs and Foley 2015) авторы провели очень подробный анализ денежных операций одного из крупнейших американских экспортеров замороженного мяса птицы и выяснили, что практически все платежи проводились без участия банков. В основном это связано с тем, что экспорт осуществляется в страны со слабым управлением.

точно сказать, какая часть из них минует официальную регистрацию, особенно учитывая тот факт, что сумма наличности до 10000 долларов не требует декларирования.

К счастью, как уже отмечалось ранее, хранение значительной доли всех напечатанных в стране денег за границей является существенным фактором лишь для банкнот нескольких стран, включая американский доллар, евро, гонконгский доллар¹³ и швейцарский франк. Относительно Швейцарии стоит упомянуть, что помимо хранения швейцарских франков за границей, иностранные резиденты также хранят большое количество франков в сейфах и банковских ячейках швейцарских банков. Если нам известны отношения общего объема наличных денег различных стран к их ВВП, то мы можем проанализировать эти коэффициенты, сопоставляя их с бенчмарком — данными по объемам американской валюты. При этом в идеале мы должны учитывать ряд переменных величин, таких как налоговые ставки и уровень преступности, находящиеся, по-видимому, в прямой зависимости от спроса на бумажные деньги, а также степень распространения кредитных и дебетовых карточек, находящаяся в обратной зависимости¹⁴.

Так, например, Канада во многих аспектах похожа на США, включая схожую, в целом, финансовую систему и наличие бумажных денег одинакового номинала. Следовательно, тот факт, что в Канаде отношение общего объема валюты к ВВП составляет приблизительно половину от аналогичных показа-

13. По подсчетам Пенга и Ши (Peng and Shi 2003), 15–20% национальной валюты Гонконга находится за границей. Вполне вероятно, что в связи с большей интеграцией Гонконга с Китаем эта цифра увеличилась.

14. Этот подход использовался в работе: (Rogoff 1998a). В исследовании Дойла (Doyle 2001) удачнее всего был применен подход, основанный на сравнении стран, валюта которых не находится в обращении за рубежом.

телей для США, то есть 3,7% против 7,4% (рис. 3.4), является для нас весьма информативным. Это также вполне соответствует нашему самому первому предположению о том, что приблизительно половина всего объема американских долларов находится за границей. Конечно, мы должны принять во внимание несколько важных переменных величин. Например, ставки государственных налогов в Канаде выше, чем в США. Однако в США гораздо более высокий уровень преступности. В целом, учитывая, что задолженность по оплате товаров в Канаде ниже, чем в США, мы можем выбрать ее как бенчмарк для сравнения с США. Но тогда наши оценки объема национальной наличности, находящейся на территории США, окажутся слишком консервативными.

*Оценка объема хранящейся за границей валюты.
Официальная статистика и другие методы*

Поскольку цена этого вопроса достаточно высока, неудивительно, что Совет директоров Федеральной резервной системы и Казначейство США потратили много времени и усилий для того, чтобы лучше оценить масштаб спроса на американскую валюту за границей¹⁵. Мне хотелось бы, чтобы читатели до конца поняли, насколько сложна и запутанна эта проблема. Поэтому, как мне кажется, было бы полезным обсудить основные методы, используемые для ее решения, а также результаты, пусть и самые приблизительные. Но и это потребовало бы героических усилий. Самое простое, что можно сделать в такой ситуации, — это воспользоваться официальной статистикой импорта и экспорта американской валюты. Филиалы Федеральной резервной системы имеют информацию о чистом общем объеме валюты,

15. Превосходное обсуждение альтернативных подходов для выяснения того, какая доля национальных валют находится за границей, дано в работе: (Porter and Judson 1996).

перемещаемой в зарубежные институты. Большая часть долларов экспортируется из Нью-Йорка, однако определенный объем уходит также из Майами и Лос-Анджелеса. У правительства также имеется доступ к данным таможенной службы, поскольку любой человек, вывозящий или ввозящий в страну сумму, превышающую 10000 долларов, обязан заполнить таможенную декларацию. Если свести воедино всю эту информацию по долларovým потокам за какой-то продолжительный период времени, то можно сделать самые приблизительные подсчеты объема американской валюты, циркулирующей за границей. Естественно, такой подход подобен решету, через которое может утечь немало воды. Скорее всего, таможенные правила нередко нарушаются и валюта легко перемещается как в страну, так и из страны контрабандой, без всяких деклараций. Контрабандисты пользуются теми же способами, что и при перевозке наркотиков. Так, например, нанимаются «мулы», которые для того, чтобы переправить валюту через границу, проглатывают плотно упакованные пачки денег¹⁶. Досмотр путешественников, выезжающих из США, гораздо более строгий, чем досмотр въезжающих на территорию страны.

Можно также сравнить коэффициенты отношения объема бумажных денег к металлическим в Канаде и США. При таком подходе необходимо сделать допущение, что металлические деньги используются только на территории страны и что все деньги, находящиеся за границей, — это бумажные деньги. Если предположить, что для канадцев сохраняется такой же коэффициент отношения бумажных денег

16. См., например: Alexis Akwagyiram, «Suspected Smuggler Held in Nigeria for Swallowing \$111,000», *Reuters*, September 18, 2015, <http://af.reuters.com/article/nigeriaNews/idAFL5N1102CE20150918> или Cesar Garcia, «Colombia Police Arrest Mule with \$38,500 in Stomach», *Associated Press*, August 5, 2015, <http://news.yahoo.com/colombia-police-arrest-dollar-mule-38-500-stomach-175625395.html>.

к металлическим, что и для американцев, а также что канадские доллары используются преимущественно на территории Канады, то можно подсчитать, какое количество бумажных купюр должно использоваться жителями США. Иначе говоря, если известно, насколько коэффициент отношения бумажных американских долларов к металлическим деньгам выше, чем коэффициент отношения канадских долларов к металлическим деньгам, то можно предположить, что эта разница полностью покрывается спросом за границей.

Существует еще один метод, и здесь Канада снова используется как бенчмарк. В основе этого метода лежит учет разницы в спросе на валюту в зависимости от времени года. Можно было бы ожидать, что спрос на американскую валюту за границей будет мало зависеть от сезонных колебаний, особенно в период до и после Рождества. Согласно «сезонному» подходу, если допустить, что общий размер трат в определенное время года в США пропорционально меньше, чем в Канаде, то эта разница обуславливается оттоком долларов за границу. В качестве простой иллюстрации предположим, что в период Рождества объем наличных денег, находящихся в обращении, в Канаде в среднем увеличивается на 20%, а в США — лишь на 10%. Из этого должен следовать вывод, что половина всех наличных долларов в этот период поступает из-за границы. Справедливость этого вывода далее можно проверить на основе использования других данных. Например, если увеличение количества покупок в розничной торговле в Канаде и в США одинаково, но оказывается, что объем денег, находящийся в обращении в тот или иной сезон, в Канаде вдвое больше по сравнению с США, то этот факт будет служить убедительным доказательством. Однако, каким бы заманчивым ни выглядел этот сезонный подход, воспользоваться им на практике не так легко, как может показаться на первый взгляд. Во-первых, в период Рождества может уве-

личиться спрос со стороны иностранцев, в том числе и в магазинах для богатых. Внутренние запасы наличных денег в США могут оказаться больше, чем в Канаде. Во-вторых, помимо Рождества, имеются и другие периоды, когда количество наличных денег в обращении может достигать пиковых значений (например, во время апрельских возмещений налогов). Кроме того, необходимо также учитывать тенденции роста экономики и колебания, вызванные бизнес-циклами¹⁷.

Наверное, самый необычный подход был предложен экономистами Федеральной резервной системы Ричардом Портером и Руфь Джудсон. Свой подход они назвали биометрическим методом¹⁸. Их оригинальная идея состоит в том, чтобы взять за основу изменения, которые время от времени происходят с долларовыми банкнотами. Так, например, американские доллары были снабжены защитной полосой — в 1990 году 100-долларовые купюры, а в 1992 году — 50-долларовые. Благодаря этому Федеральной резервной системе известно, какое количество купюр было напечатано в тот или иной выпуск до и после появления на долларах защитной полосы. Если местный филиал Федеральной резервной системы обнаружит, что очень большая доля вернувшихся к ним купюр была напечатана во время последней эмиссии, то можно предположить, что крупная часть купюр более ранней эмиссии, по всей вероятности, была вывезена за границу (естественно, точный подсчет предполагает более сложную процедуру, но наш пример может дать хотя бы самое общее представление).

Этот подход был назван биометрическим вслед за работой датского биолога Карла Педерсона. В конце XIX века Педерсон предложил метить не-

17. Сезонный подход впервые был использован в работах: (Porter 1993; Porter and Judson 1996). См. также: (Judson 2012).

18. (Porter and Judson 1996; Judson 2012).

которое количество рыб и птиц, а потом проверять, какой процент из пойманных особей оказался помеченным. Далее, исходя из предположения, что кольцевание не влияло на то, будет ли птица или рыба продолжать жить на воле или будет поймана, из этого соотношения он вывел общее количество популяции. Например, если из целой популяции было окольцовано 100 птиц и 10% из общего количества пойманных впоследствии птиц оказалось окольцованным, это значит, что популяция состоит из 1000 особей. Применение этого подхода к анализу денег весьма остроумно, поскольку изменения в дизайне банкнот уподобляются кольцеванию. Однако на практике такая процедура предполагала бы слишком много допущений. Так, например, нужно было бы признать, что на общую «популяцию» денег не влияет внутренний запас банкнот, который легко можно спутать с запасом национальной валюты за границей. Впервые применив этот подход в 1996 году, Портер и Джудсон пришли к выводу, что за границей находится от 55% до 70% всей американской валюты, однако в более поздних работах Джудсон приводится другая цифра — около 50%¹⁹.

В принципе биометрический подход в дальнейшем может быть усовершенствован. Можно будет воспользоваться тем фактом, что новые аппараты для сортировки купюр в состоянии считывать серийные номера. Эта процедура еще больше упрощается в связи с появлением денег, изготовленных из полимерного пластика, поскольку они имеют более длительный срок использования и их номера легче считывать. В будущем информация о серийных номерах позволит центральным банкам проследивать движение отдельных купюр, то есть весь их маршрут сле-

19. Хотя Джудсон (Judson 2012) оценивает долю американских долларов, находящихся за границей, в 50%, она утверждает, что для купюр достоинством 100 долларов коэффициент будет несколько больше.

дования от появления до изъятия из финансовой системы. Если информация о серийных номерах станет доступной, то это обязательно создаст новые возможности для более широкого и разнообразного применения биометрического подхода.

Как же можно совместить все эти подходы? В начале 2000-х годов объединенная рабочая группа, состоящая из представителей Казначейства США, Федеральной резервной системы и секретной службы Министерства финансов США, приступила к решению данного вопроса. Эта рабочая группа также использовала отчеты, которые выполнялись специалистами, командированными в те сорок стран, где американская валюта имеет наибольшее хождение, в том числе в Аргентину и Россию. В этих странах рабочие группы интервьюировали представителей местных властей и банковских служащих и на основе этих интервью были составлены обзоры. Согласно официальному отчету этой группы приблизительно 60% американских наличных долларов в то время находилось за границей, однако эксперты с осторожностью отметили, что эта оценка с высокой долей вероятности имеет стандартную погрешность²⁰. По этому вопросу до сих пор продолжаются споры, правда, сегодня все больше экспертов соглашаются признать, что эта цифра равна примерно 50%²¹.

Федеральная резервная система тоже регулярно публикует приблизительные оценки объема американской валюты, находящейся за границей. Эти оценки приведены на рис. 3.7²².

В отличие от оценки, которая была получена рабочей группой, состоящей из представителей трех

20. United States Treasury (2006).

21. (Judson 2012; Rogoff 1998a).

22. Оценка объема долларов, находящихся за границей, которая приведена на рис. 3.7, соответствует цифрам, опубликованным Федеральной резервной системой (Z.1, Flow of Funds), таблица S9a, строка 95.

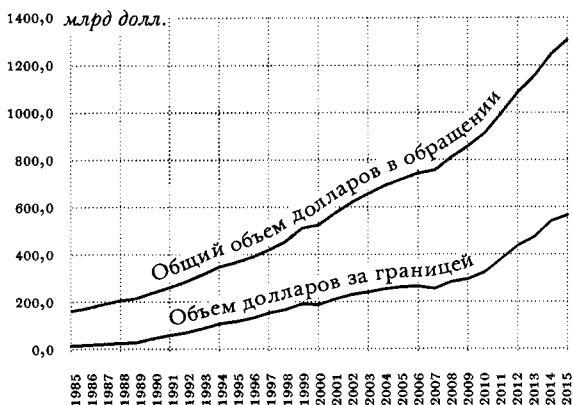


РИС. 3.7. Американская валюта за границей

Источник: Совет директоров Федеральной резервной системы.

ведомств, статистика Федеральной резервной системы регулярно обновляется. Однако необходимо отметить, что эта статистика основывается на гораздо более ограниченной информации. Основу данных составляет обзор кумулятивного потока 100-долларовых американских купюр, проходящих через определенные филиалы Резервной системы (прежде всего — через нью-йоркский филиал). Из этих филиалов деньги в большом объеме перетекали в различные зарубежные институты. На 2015 год общий объем 100-долларовых купюр, оказавшихся за границей, был 582 миллиарда долларов, что составляет 44% от всех запасов американской валюты.

Спрос на евро за границей

Аналогичные исследования проводились и для еврозоны, правда, они не были столь масштабными. Так, например, Зайтц (Seitz 1995), который работал в германском Бундесбанке еще до введения евро, изучая

вопрос об общем объеме немецких марок, в качестве эталона для сравнения с Германией использовал Австрию. (Такой же метод применялся и для исследования США, когда в качестве эталона для сравнения была выбрана Канада, о чем мы говорили выше.) Зайтц пришел к выводу, что приблизительно 40% всего объема немецких марок находилось в то время за пределами Германии. Любопытно, что более поздние исследования дали похожие оценки той доли евро, которая находилась вне еврозоны²³. Предположительно самый большой спрос на евро наблюдается в тех странах Евросоюза, которые еще не приняли единую валюту, включая некоторые страны Центральной Европы, а также Великобританию.

В пользу той точки зрения, согласно которой значительная доля всех евро находится в странах еврозоны, говорит и тот факт, что еще до введения евро, в странах, находящихся на периферии еврозоны, традиционно имелись достаточно большие запасы наличных денежных средств. А как известно, привычки меняются медленно (включая также и привычку скрывать доходы от правительства). До появления евро высокий спрос на немецкую марку наблюдался в Восточной и Центральной Европе. Однако, как показано на рис. 3.8, отношение национальной валюты к ВВП в Испании и в Греции превышало аналогичный показатель для Германии. Этот коэффициент также достигал достаточно высоких

23. (Fischer, Köhler, and Seitz 2004). Позднее Европейский центральный банк провел исследование, в котором используется иной подход (European Central Bank 2011). В этом обзоре была проанализирована ситуация, сложившаяся после финансового кризиса, и в целом были получены схожие показатели. Это означает, что в легальной внутренней экономике использовалась приблизительно лишь одна треть от общего количества выпущенных денег. И наконец, анализируя количество евро, выпущенных Бундесбанком, исследователи пришли к выводу, что от 40 до 50% всего объема евро находится вне еврозоны: Bartzsch, Rösl, and Seitz (2011).

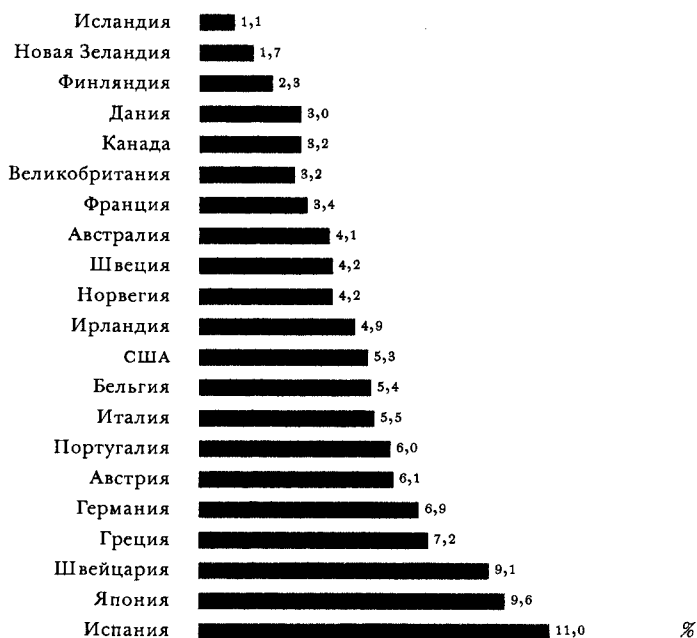


РИС. 3.8. Отношение объема валюты к ВВП за 1995 год, развитые страны

Источники: (Rogoff 1998a); МВФ, международная финансовая статистика; бюллетени центральных банков.

значений в Италии, Бельгии, Португалии и в некоторых других странах.

Отсутствует какая-либо информация о том, что в середине 1990-х годов за границей в широком обращении были бумажные испанские песеты, греческие драхмы или итальянские лиры. Это свидетельствует о том, что во всех периферийных европейских странах наблюдался большой внутренний спрос на относительно мягкие национальные валюты еще до того, как их население получило доступ к гораздо более привлекательному евро. Учитывая тот факт, что традиции в использовании денег исчезают медленно,

мы вполне можем предположить, что не менее половины всего объема евро, а не исключено, что даже бóльшая часть, находится в обращении на территории еврозоны.

Неудивительно, что в еврозоне внутренний спрос на наличные деньги выше, чем в США, — ведь в европейских странах более высокие налоговые ставки и более строгие налоговые правила. Не следует также забывать о давней европейской традиции ухода от уплаты более высоких налогов и о коррупции в южных странах, таких как, например, Италия. Да, конечно, немцы и австрийцы любят пользоваться наличными, но, как мы еще увидим, это не самое главное.

В главах 4 и 5 мы еще поговорим о внутреннем использовании как легальных, так и нелегальных наличных денег.

Объем национальной валюты в легальном законопослушном секторе внутренней экономики

ХОТЯ в легальном секторе экономики доля наличных денег в общем объеме расходов неуклонно понижается, наличные все еще широко используются для оплаты мелких счетов. Пользоваться наличными удобно. Вам не нужно волноваться, что у вас украдут код доступа к счетам, как это нередко бывает с кредитными картами. Платежи осуществляются за доли секунды, и наличные почти везде принимаются. Сегодня практически каждый в той или иной степени пользуется наличными деньгами. А в некоторых странах, например в США, тот, кто живет за чертой бедности или имеет низкий доход, пользуется исключительно наличными. Когда подойдет время для реализации моего неординарного предложения, то есть постепенного сокращения объема наличных денег, то нельзя забывать о том, что, во-первых, этот процесс должен происходить весьма медленно; во-вторых, что мелкие купюры должны остаться в обращении в течение долгого времени (а может быть, и навсегда); и, в-третьих, что необходимо использовать часть доходов от налоговых платежей, увеличившихся в результате отказа от использования наличных денег, для обеспечения финансового включения в этот процесс всего населения. Например, было бы целесообразным бесплатно выдавать малообеспеченным жителям базовые дебетовые карты, или даже смартфоны.

А вот теперь, после всего сказанного выше, постараемся разобраться еще с одним вопросом. Если

вдумчиво проанализировать данные по использованию наличных денег в легальных трансакциях, то практически невозможно понять, в чьих руках находятся, например, все 50-долларовые или 100-долларовые купюры. Конечно же, не в руках бедных. Естественно, все люди регулярно пользуются наличными, но какая доля общего объема мировой валюты циркулирует в различных странах в легальном секторе экономики?

СКОЛЬКО НАЛИЧНОСТИ НАХОДИТСЯ В КОММЕРЧЕСКОМ ОБОРОТЕ И В БАНКАХ

В целом можно сказать, что в бизнесе осуществляется эффективное управление наличными средствами и поэтому их доля в общем объеме валюты, находящейся в обращении, невелика. В 1990-е годы в ряде исследований приводились расчеты, согласно которым остаток наличности в розничной сети (например, в кассовых аппаратах) составлял меньше 2% от общего запаса наличных денег. При этом, возможно, в каждый конкретный момент еще несколько процентов находилось в процессе инкассации в банки¹. Если учесть, что в течение последних двадцати лет наблюдается тенденция к уменьшению объема наличности для совершения средних и крупных розничных трансакций, то можно считать, что и этот процент тоже понизился.

Денег, хранящихся в банках, даже если добавить наличные в банкоматах, не так много, и не они составляют большую долю громадного объема запаса наличной валюты². Во-первых, запасы денег в бан-

1. (Porter and Judson 1996; Sumner 1990).

2. Естественно, условия и используемая терминология различаются в разных странах (см. материалы центральных банков в таблицах), но в основном показатели, которые приводятся здесь для объема наличных денег, находящихся в ком-

ковских хранилищах не так уж и велики по сравнению с общим объемом выпущенных денег. На середину февраля 2016 года все американские доллары, находившиеся в банковских хранилищах и в банкоматах, составляли сумму в 75 миллиардов долларов³, что соответствует приблизительно 5% от общего объема наличных денег, находившихся на тот момент в обращении. Во-вторых, из этих 75 миллиардов долларов, 61 миллиард долларов рассматривается как необходимый запас и эта сумма даже не учитывается на рисунках, приведенных в главе 3 для иллюстрации объема валюты, находящейся в обращении⁴.

СКОЛЬКО ДЕНЕГ НАХОДИТСЯ У ПОТРЕБИТЕЛЕЙ

Итак, если в легальном секторе экономики и используется значительная доля валюты, которая, по подсчетам, находится в обращении, то эти наличные деньги хранятся не в кассовых аппаратах и не в банковских хранилищах. Тогда, наверное, нам нужно заглянуть в карманы потребителей и в коробки из-под печенья, в которых часто хранятся деньги.

мерческом обороте и в банковских хранилищах, в развитых странах все же относительно невысоки.

3. Пресс-релиз Федеральной резервной системы H3 (табл. 2), доступен по ссылке: <http://www.federalreserve.gov/releases/h3/current/>.
4. Хотя расчеты для разных стран проводились по несколько различным методикам, в объем наличных денег, находящихся в обращении, как правило, не включаются наличные, которые хранятся в казначействах и в центральных банках, а также необходимые резервы наличности. Беннетт и Перистиани (Bennett and Peristiani 2002) отмечают, что после того, как появилась возможность учитывать в расчетах наличные деньги, находящиеся в банкоматах, требование по созданию банковских резервов фактически перестало быть обязательным для исполнения.

Практически вся информация, которая нам известна об объеме денег на руках у потребителей, получена из опросов, проведенных центральными банками за последние годы. Хотя в этих опросах использовались самые современные методики, выборка была небольшой. Главное, что можно почерпнуть из этих исследований, — это тот факт, что наличность, которая, по словам потребителей, находится у них на руках, составляет 5–10% от общего денежного запаса⁵. Наш анализ мы начнем с США, а затем рассмотрим страны Европы и Канаду.

Соединенные Штаты Америки

Два самых важных источника, из которых можно получить данные о количестве наличных денег, находящихся у американских потребителей, — это «Обзор выбора потребителем способа платежа» и «Потребительский дневник (способы платежа)»⁶. Первое

-
5. Максимальное значение соответствует оценкам, приведенным в «Обзоре выбора потребителем способа платежа» за 2013 год (Schuh and Stavins 2015, п. 25). По их оценке, если включить в расчеты самые крупные купюры, то тогда с 2008 по 2013 год общий объем наличных денег, находящихся у потребителей, составил бы 18,2% от всех наличных денег, которые, как предполагается, должны находиться внутри страны (то есть исключая наличные, находящиеся за границей). См. также: (Feige 2012 a, b). Конечно, как и отмечено в Обзоре, никогда нельзя быть уверенным, что весь объем наличных денег, о котором сообщили респонденты, используется в легальных целях и что с этих денег полностью выплачиваются налоги.
 6. Опросы и дневники являются информативными способами анализа, но к ним следует относиться с изрядной долей осторожности, поскольку они основываются на небольших выборках, а респондентам предлагается ответить на самые разнообразные вопросы. Так, например, «Обзор выбора потребителем способа платежа» за 2013 год (Federal Reserve Bank of Boston 2013) был составлен на основе анкетирования 2089 респондентов. Конечно, это вполне осмысленная цифра, но явно недостаточная, особенно с учетом огромного разнообразия экономических условий в США.

издание содержит результаты ежегодного обзора, проводимого Федеральной резервной системой и составленного на основе ответов респондентов — участников панельного опроса американских потребителей, проводимого корпорацией РЭНД⁷. Второй источник — это проект, в котором используются дневники потребителей. Идея этого проекта состоит в том, что потребителей просят вести дневники, некоторым образом напоминающие дневники, используемые компанией *Nielsen* для сбора информации и рейтингования телевизионных шоу. В этом издании приводится более подробный срез данных об объеме наличных денег у потребителей, но на сегодняшний день имеется информация только за октябрь 2012 года⁸. Тем не менее этот срез данных представляется весьма важным, поскольку помимо ответов на вопрос о том, какое количество наличных имеется непосредственно у них (например, в бумажнике, кошельке или в кармане) и какое количество — в объектах принадлежащей им собственности (например, в доме и машине), респонденты должны были сообщить и о номинале купюр, которые у них находились. Конечно, оба этих подхода — и ежегодные обзоры, и дневники с более подробными одновременными срезами данных — имеют некоторые очевидные недостатки, но в любом случае они являются самыми надежными из всех доступных источников.

Анализ обоих этих методов обнаружил, что потребители готовы сообщать лишь о весьма скромной доле от их общего объема наличных денег, поэтому суммы, которые они называют, естественно, не мо-

7. В регулярных опросах *American Life Panel*, проводимых корпорацией RAND, участвуют около 6000 человек.

8. На веб-сайте филиала Федеральной резервной системы в Бостоне сообщалось, что в 2015 году появится обновленный выпуск «Обзора выбора потребителем способа платежа», однако на момент написания этой книги данное исследование пока не доступно.

гут составить ни 4200 долларов на человека в купюрах разного номинала, ни 3400 долларов в купюрах по 100 долларов. Так, например, согласно ежегодному обзору за 2012 год, на основе ответов респондентов можно сделать вывод, что на руках у потребителей находилось в среднем по 46 долларов на человека (без статистических выбросов) с медианой, равной 25 долларам. В единовременном дневнике за октябрь 2012 года респонденты общались о более высокой средней сумме на человека (56 долларов, медиана 22 доллара)⁹. Общий объем наличности, включая деньги, находящиеся в объектах собственности, составил в среднем 250 доллара на человека.

В ежегодных обзорах делается попытка отследить относительно постоянную и однородную группу, что имеет определенное преимущество — по этим обзорам можно наблюдать за тенденциями. По результатам этих обзоров параллельно с ростом общего объема денег, находящихся в обращении, обнаружилась тенденция к некоторому увеличению объема наличных денег на руках у населения, а после финансового кризиса 2008 года произошло его резкое увеличение. Согласно ответам респондентов общий объем наличности (непосредственно у человека, а также в объектах его собственности) с 2008 по 2012 год увеличился на 100 долларов, но затем, в 2013 году, упал на 20 долларов. (Самые свежие данные, которыми мы располагаем, — это данные за 2013 год.)

Таким образом, доля наличных, находящихся у потребителей, составляет приблизительно 6–7% от общего объема денежной массы, находящейся в обращении, или 12–14% от объема денег, который *по подсчетам* находится на руках у населения. Предполагается, что эти деньги в основном имеют легальный источник происхождения и направляются

9. (Greene and Schuh 2014, p. 14).

на деятельность, которая находится в рамках действующего законодательства и с которой выплачиваются налоги. Эти цифры окажутся несколько более высокими, если учесть статистические выбросы социальных опросов. Однако совершенно невозможно понять, как на самом деле наличные деньги используются гражданами с высоким уровнем доходов. Используют ли они наличные деньги для оплаты услуг домашней прислуги, что позволяет им либо уменьшать налогооблагаемую доходную базу, либо действовать в обход существующего законодательства и не выплачивать налоги на социальное страхование? Или они нанимают мигрантов без соответствующих разрешений на работу? В любом случае если мы учитываем граждан, имеющих высокие доходы, то доля наличных денег, находящаяся у потребителей, возрастет, возможно, до 10% от общего объема наличности в обращении¹⁰. Но, как ни считай, используя лишь результаты опроса потребителей, определить весь объем наличных американских долларов невозможно.

Очевидно, что если потребители владеют лишь малой долей всей наличной валюты, то у них на руках никак не может находиться более крупная доля от всех находящихся в обращении 100-долларовых купюр, поскольку 100-долларовые купюры составляют почти 80% всего объема американской денежной массы. Тем не менее было бы интересно понять, в какой степени потребители вообще используют наличные деньги этого номинала. По всей вероятности, эти деньги используются «понемножку», лишь

10. Я выражаю свою благодарность сотрудникам бостонского филиала Федеральной резервной системы Скотту Шу и Дэвиду Хуангу, которые, используя базу данных потребительского обзора, вычислили, что общий объем наличных денег, находящихся на руках у потребителей, составлял 9,2% от общего объема наличных, находящихся в обращении в период между 2008 и 2014 годом. Правда, в 2014 году этот показатель равнялся всего лишь 6,7%.

в том объеме, чтобы не дать продавцу розничной сети заподозрить, что 100-долларовая купюра, которой хочет расплатиться покупатель, была приобретена путем нелегальной деятельности или осталась у него в результате неуплаты налогов.

Согласно анализу, произведенному на основе дневников за октябрь 2012 года, 5,2% американских потребителей заявили, что имеют как минимум одну купюру достоинством в 100 долларов. Среди тех потребителей, которые при себе имели от 400 долларов до 699 долларов, две трети имели по крайней мере одну 100-долларовую купюру. Экономисты Федеральной резервной системы проанализировали эти данные и сделали вывод, что американцы до сих пор ценят 100-долларовые купюры¹¹, поскольку их использование позволяет не иметь при себе большое количество 20-долларовых купюр. Может быть, это и справедливо, но тот факт, что 1 из 20 взрослых американцев имеет при себе одну 100-долларовую банкноту, еще не объясняет, почему каждый американец не носит с собой, скажем, 34 100-долларовых купюры помимо более мелких бумажных денег¹².

Европа и Канада

Что же происходит в других странах? И для бизнеса, и для банков ситуация в целом одинаковая: на их долю приходится относительно скромная часть всех

11. (Greene and Schuh 2014).

12. В потребительском дневнике за 2012 год респондентов просили указывать только номинал купюр, находившийся при них, но не в объектах их собственности. Поэтому не исключено, что большая часть их наличных сбережений была в купюрах достоинством в 100 долларов. Однако, если считать, что 100-долларовые купюры хранятся в объектах собственности, то это все равно не объясняет, где же находятся все 100-долларовые купюры, поскольку, независимо от номинала, объем денег, о котором сообщили респонденты, составляет лишь малую долю от всех напечатанных денег.

денег, находящихся в обращении. Если признать, что основная часть денег используется для легальных трансакций, то следует сделать вывод, что эти трансакции осуществляются исключительно потребителями. Европейским центральным банком был проведен ряд исследований, о которых речь будет идти ниже, но сначала рассмотрим один весьма интересный проект. Семь центральных банков предприняли попытку свести воедино результаты своих одновременных обзоров потребителей с целью получить сравнительный анализ по различным странам¹³. Основным выводом соответствовал результатам, полученным для США, а именно: сумма наличных денег, находящаяся у населения, не покрывает оставшийся запас валюты. В табл. 4.1 приводятся расчеты «наличных денег на душу населения», причем приводимые цифры переведены в доллары США на основе паритета покупательной способности¹⁴.

-
13. Более свежие данные из дневников потребителей семи различных стран — Канада (2009), Австралия (2011), Австрия (2011), Германия (2011), Нидерланды (2011), Франция (2011), и США (2012) — рассматриваются в работе: (Bagnall et al. 2014). Авторы сообщают, что, собирая и анализируя данные, они старались представить их в унифицированной форме, чтобы сделать как можно более показательными результаты сравнения (учитывая тот факт, что в том году, когда проводилось анкетирование, в анализируемых странах наблюдались некоторые различия). Дневники в различных странах были организованы по одинаковой модели, и их унификация была проведена со всей тщательностью, однако читатель должен понимать, что провести полностью адекватное сравнение не представляется возможным, хотя бы потому, что любые дневниковые опросы, которые требуют выяснения у респондентов самых мельчайших подробностей, имеют свои ограничения.
 14. Курсы обмена валют, основанные на паритете покупательной способности, имеют целью свести номинальные суммы, выраженные в различных валютах, к единому показателю, который учитывал бы различные структуры цен в экономиках разных стран. Идея заключается в том, чтобы иметь возможность лучше сравнивать истинные покупательные воз-

ТАБЛИЦА 4.1. Средний баланс наличности в кошельке

	Средняя величина	Медиана
Австралия	59	32
Австрия	148	114
Канада	64	38
Франция	70	30
Германия	123	94
Нидерланды	51	28
США	74	37

ПРИМЕЧАНИЕ: величины конвертированы в доллары США на основе паритета покупательной способности.

Источник: (Bagnall et al. 2014). Компендиум обзоров дневников потребителей нескольких стран.

Из таблицы видно, что в Австрии и Германии широко используются наличные деньги, в то время как во Франции положение дел приблизительно такое же, как в США. В приводимых цифрах учитывается только наличность, находящаяся на руках у людей, но не наличность, которая хранится в объектах их собственности. Если допустить, что суммарный коэффициент всей наличности на душу населения для Австралии и Германии будет таким же, как и для США, то общий остаток наличности для Германии мог бы быть, скажем, 500–600 долларов, а для Франции — 258–340 долларов. Этого явно недостаточно, чтобы объяснить сумму наличных денег на душу населения (и это при том, что в опросах участвовали только взрослые).

возможности тех денежных сумм, которые потребители в разных странах носят в кошельках или бумажниках.

Обратимся теперь к более традиционным опросам, которые, как и в случае с США, дают довольно схожие результаты с результатами, полученными при анализе дневников. Так, например, согласно опросу потребителей об использовании и хранении наличности за 2008 год, Европейский центральный банк приводит достаточно низкую цифру — 57% респондентов сообщили, что у них имеются наличные деньги в сумме, достаточной лишь для непосредственных платежей. Менее чем 3% респондентов заявили, что имеющаяся у них наличность составляет от 1000 евро до 5000 евро, и лишь у 0,5% респондентов имелись наличные деньги в сумме свыше 10000 евро. Что же касается купюр евро крупного номинала, то разъяснения по этому поводу в обзоре отсутствуют. По словам лишь четверти респондентов, 200-евровые или 500-евровые купюры появляются у них как минимум один раз за год, а во Франции и в Нидерландах — менее чем у 10%¹⁵.

Помимо анкетирования домашних хозяйств, Европейский центральный банк также провел опрос юридических лиц. По результатам обоих обследований был сделан вывод, что, в совокупности, на конец 2008 года на долю частных лиц и компаний приходится 100 миллиардов евро из общего объема напечатанных денег в сумме 750 миллиардов евро¹⁶. Таким образом, как и в США, большая часть всего объема наличных евро никак не может находиться в легальной внутренней экономике.

Из всех этих обзоров следует один важный вывод: практически все банкноты крупного номинала циркулируют вне легальной экономики, полностью подчиняющейся налоговому законодательству. Если

15. Обзор за 2008 год был опубликован Европейским центральным банком (European Central Bank 2011).

16. По имеющейся информации объем наличных денег, находившийся в банковских хранилищах, составлял 60 миллиардов евро.

учесть бурное развитие технологий альтернативных транзакций, то следует признать, что крупные купюры, в лучшем случае, отжили свой век, но не исключено, что ситуация гораздо хуже.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ В ЛЕГАЛЬНОЙ ВНУТРЕННЕЙ ЭКОНОМИКЕ

Использование денег и хранение денег — это совершенно разные вещи. Предположим, что потребитель ежедневно тратит 50 долларов и затем пополняет свой кошелек, снимая такую же сумму в банкомате. Таким образом, он тратит 1500 долларов в месяц, хотя каждый раз на руках у него имеется только 50 долларов наличными. Тот факт, что в легальной экономике доля наличных денег невелика, совершенно не означает, что роль наличных денег несущественна.

Мы имеем скудную информацию о том, кто владеет наличными деньгами, зато нам хорошо известно, как наличные используются. Действительно, собрана весьма подробная и обширная информация о технологиях, которыми потребители пользуются для совершения транзакций, особенно для покупок в розничной сети. В очередной раз нужно признать, что можно начать исследование этого вопроса на примере хорошо изученных США, даже несмотря на тот факт, что существует много областей в технологии современных транзакций, в которых Соединенные Штаты отстают от других стран.

Анализ опросов и дневников дает достаточно полную информацию о том, какими способами американские потребители осуществляют транзакции. К основным средствам оплаты относятся наличные деньги, чеки, дебетовые карты, кредитные карты; платежи также осуществляются через электронные устройства и мобильные телефоны. Как видно из рис. 4.1, анализ обнаружил интересную деталь:

ОБЪЕМ ВАЛЮТЫ В ЛЕГАЛЬНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ

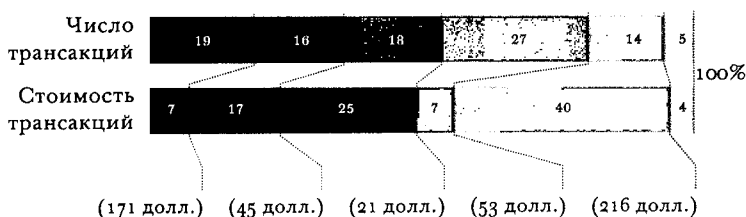


РИС. 4.1. Платежи по типу платежного средства*

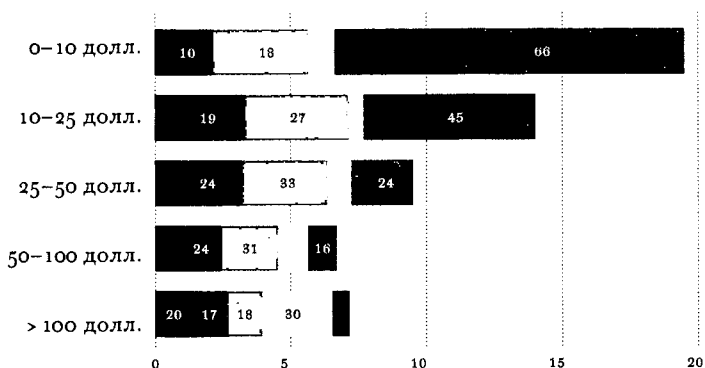


РИС. 4.2. Платежи в количестве долларов на потребителя

* На обоих рисунках:

- Чек или денежное поручение
- Дебетовая карта
- Наличные деньги
- Кредитная карта
- Электронные платежи
- Другие платежные средства

Источники: (Bennett et al. 2014); Федеральный резервный банк Бостона, Потребительский дневник за 2012 год (способы платежа).

на долю наличных платежей приходится 40% от общего числа транзакций, но лишь 14% от их стоимости. В свою очередь, платежи чеками и электронные платежи, которые используют относительно редко, составляют 19% и 27% соответственно от общей стоимости всех платежей. С помощью дебетовых и кредитных карт осуществляется 42% всех транзакций, а доля таких платежей в общей стоимости всех транзакций составляет 34%.

На рис. 4.2 показано, что наличные используются в двух из трех транзакций стоимостью в 10 долларов или меньше, однако в транзакциях стоимостью от 100 долларов и выше наличными деньгами пользуются лишь в 15% случаев.

Сравнительный анализ дневников потребителей из семи стран, который обсуждался выше¹⁷, в целом обнаружил схожие результаты для Европы и Канады. Наличные являются самым распространенным средством оплаты при транзакциях размера самого мелкого квартиля, однако для более крупных платежей наличные деньги неуклонно теряют свое значение.

Эти результаты также согласуются с результатами, полученными для стран еврозоны, которые были обнародованы в 2008 году в обзоре Европейского центрального банка, посвященного вопросу использования наличных денег (см. табл. 4.2). Для мелких транзакций (менее 20 евро) потребители всей еврозоны предпочитают использовать наличные. Доля наличных платежей в общем объеме транзакций варьируется от 91% (в Германии и Италии) до 65% (в Нидерландах). Для очень крупных платежей (превышающих 10000 евро) наличные также используются, но в среднем лишь в 4% случаев. Правда, в Австрии эта цифра достигает 10%. Для совершения покупок на сумму от 200 до 1000 евро, по сообщениям респондентов, наличные используются в 20% случаев, хотя в Австрии, Италии и Испании наличными

17. (Bagnall et al. 2014).

ТАБЛИЦА 4.2. Процент респондентов, всегда (или часто) использующих наличные деньги для оплаты различных покупок, по странам

Средняя цена покупки	Бельгия	Германия	Испания	Франция	Италия	Люксембург	Нидерланды	Австрия	Среднее
< 20 евро (например, газеты, хлеб)	84	91	90	80	91	77	65	82	87
30–100 евро (например, бензин, продукты питания)	48	69	64	15	77	27	20	60	55
200–1000 евро (например, одежда, мебель)	18	21	30	3	31	10	8	29	20
> 10000 евро (например, новый автомобиль)	5	4	6	0	4	3	4	10	4

Источник: обзор Европейского центрального банка по использованию домашними хозяйствами наличных денег (составлен в 2008 году).

расплачиваются в 30% случаев (в скобках заметим, что Италия и Испания никогда не отличались законопослушностью при оплате налогов). Так или иначе, но со времени опубликования обзора в 2008 году доля оплаты крупных покупок наличными деньгами, безусловно, резко сократилась, поскольку потребители все чаще пользуются дебетовыми картами, а в некоторых странах даже были введены более строгие ограничения на наличную оплату (информация об этом содержится в табл. 5.1).

По мнению Европейского центрального банка (ЕЦБ), несмотря на появление альтернативных способов оплаты, некоторые жители еврозоны все-таки предпочитают совершать оплату крупных покупок наличными, например при покупке машины. ЕЦБ высказал предположение, что это связано с ограничениями на максимальную сумму при оплате картой. Этот аргумент, однако, представляется не вполне

обоснованным и не объясняет причин, по которым люди, делая такие крупные разовые покупки, предпочитают пользоваться наличными, а не электронными переводами или, хотя бы, несколько устаревшими чеками. Вероятнее всего, существует значительный зазор между тем, что потребители сообщают о способах их оплат, и тем, что происходит в действительности. Так, например, наличные могут использоваться для того, чтобы упростить уклонение от полной оплаты налога на добавленную стоимость (НДС), который в Европе достигает высоких величин.

ДАННЫЕ О ТРАНСАКЦИЯХ В РОЗНИЧНОЙ ТОРГОВЛЕ, СЧИТЫВАЕМЫЕ СО ШТРИХКОДОВ

Имеется еще более современный подход, который позволяет понять выбор потребителей в пользу оплаты наличными деньгами. Этот метод основывается на считывании данных со штрихкодов в магазинах розничной торговли. Эти данные, конечно, имеют некоторые ограничения, поскольку позволяют проанализировать лишь один аспект использования наличных. Однако преимущество этого подхода состоит в том, что данные, которые исследователи могут получить об огромном количестве платежных операций, не зависят от объективности ответов потребителей во время опросов. Экономисты Жу Ванг и Александр Вольман, которые являются сотрудниками Федерального резервного банка в Ричмонде, провели анализ данных, полученных со штрихкодов одной крупной сети магазинов розничной торговли. Магазины находятся на территории нескольких штатов, причем большинство из них расположено в районах, жители которых имеют низкий уровень доходов¹⁸. Было обнаружено, что цена средней покупки очень мала (7 долларов) и что оплата товаров произ-

18. (Wang and Wolman 2014).

водится преимущественно за наличный расчет. Приблизительно 80% процентов всех транзакций осуществляется с помощью наличных денег. В исследовании не оговаривается номинал используемых купюр. Можно предположить, что крупные купюры (50 или 100 долларов) составляют лишь малую долю наличных платежей. Однако, хотя наличные деньги и являются основным способом оплаты в этих мелких магазинах для малообеспеченных граждан, и здесь доля наличных неуклонно уменьшается. По подсчетам исследователей Федерального резервного банка, уменьшение доли наличных, используемых для платежей в этих магазинах, сохранится, и в обозримом будущем составит дополнительно еще 2,5%.

Данные, считываемые со штрихкодов, в очередной раз доказывают наличие разнонаправленных тенденций в спросе на наличность. В частности, малообеспеченные домохозяйства при наличных расчетах продолжают преимущественно пользоваться мелкими купюрами. Многие постоянные покупатели этих магазинов не являются клиентами банков и не имеют кредитных или дебетовых карт (банковского счета нет у 8,7% потребителей США)¹⁹. Если мы планируем постепенно сокращать количество наличных денег в обращении, то необходимо учитывать эту тенденцию. Однако, опять же, эти данные подтверждают, что спрос на купюры крупного номинала качественно отличается от спроса на купюры мелкого достоинства.

И, наконец, часто можно услышать мнение, согласно которому оплата наличными в среднем происходит гораздо быстрее, чем другими платежными средствами, хотя это совсем не очевидно. Чтобы прояснить этот вопрос, еще одна сотрудница Федеральной резервной системы, Элизабет Кли, также провела анализ данных, считанных со штрихкодов, на этот раз в продовольственном магазине. В резуль-

19. (Greene and Schuh 2014, p. 29).

тате исследования она обнаружила, что оплата дебетовой картой и оплата наличными фактически занимали одинаковое время. Для оплаты кредитной картой времени требовалось несколько больше, а для оплаты чеками — существенно больше²⁰. Конечно, можно предположить, что со временем преимущество бумажных денег, которое сегодня заключается в том, что ими пользоваться удобнее и быстрее, исчезнет, а может быть, все будет совсем наоборот. Кли в своем исследовании, написанном в 2008 году, еще не рассматривает такой способ оплаты, как оплата через мобильные телефоны. Однако сегодня расплачиваться с помощью мобильного телефона, пожалуй, быстрее, чем наличными²¹. Кроме того, люди, которым наличные деньги кажутся более удобным способом расчетов, не задумываются о том, сколько времени ежедневно занимает изготовление бумажников и кошельков, не говоря уже о том, сколько времени тратят магазины розничной торговли на пересчет и инкассацию наличных денег, и так далее²².

В целом результаты исследования показали, что, во-первых, в легальной экономике находится только малая доля всех напечатанных денег и, во-вторых, что мелкие купюры продолжают быть востребованными для расчетов в магазинах розничной торговли, даже если спрос на них имеет тенденцию к уменьшению, особенно при учете все большего использования дебетовых карт²³.

20. (Klee 2008).

21. (Federal Reserve Board 2014).

22. Об этом также говорилось в работе: (Warwick 2015).

23. Данные, полученные в 13 экономически развитых странах в период с 1983 по 2003 год, проанализированы в работе: (Amromin and Chakravorti 2009). Было обнаружено, что в течение этого времени спрос на мелкие купюры понижался по мере большего использования дебетовых карт и укрупнения розничной торговли. Однако, как утверждают авторы, более широкое использование дебетовых карт не оказало существенного влияния на востребованность купюр крупного номинала.

Наличные деньги в теневой экономике

ИТАК, мы пришли к выводу, что значительная доля мирового запаса наличных денег, по всей вероятности, циркулирует в теневой экономике. Но что же в действительности это может означать? К теневой экономике относятся самые разнообразные виды собственно нелегальной деятельности, например торговля наркотиками, вымогательство, подкуп, торговля людьми, отмывание денег и многое другое. Однако к теневой экономике имеют отношение и обычные законопослушные люди — и таких людей огромное множество. Эти люди время от времени используют наличные деньги для того, чтобы, например, оплатить услуги няни для ребенка или нанять маляров. Делается это с целью сэкономить средства и уклониться от выполнения весьма трудоемких требований по заполнению налоговых деклараций. К теневой экономике, безусловно, относятся и предприятия мелкого бизнеса, в которых широко используются наличные деньги. Такие предприятия предпочитают получать оплату наличными, чтобы иметь возможность утаить прибыль при уплате налогов. В некоторых странах, в том числе и в США, в теневой экономике участвуют многочисленные фирмы, которые для того, чтобы сэкономить на издержках, нанимают нелегальных мигрантов за низкую заработную плату. Это позволяет им успешно конкурировать с фирмами, легально предоставляющими рабочие места.

Конечно, по поводу упомянутых выше ситуаций можно было бы сказать, что если бы наличные день-

ги вдруг исчезли, то преступники и неплательщики налогов просто нашли бы иной способ продолжать свою деятельность. Однако легче сказать, чем сделать, особенно для многочисленных промышленных и торговых предприятий, связанных с криминальным бизнесом, которые, как правило, утаивают свои доходы. Естественно, существуют и другие способы, но, по сравнению с наличными деньгами, для постоянного широкомасштабного использования они не так безопасны и в целом менее удобны. Естественно, есть немало мест, где можно получить наличные, например за необработанные алмазы или золотые монеты, однако работающие по лицензии дилеры обязаны сообщать о таких сделках. Да, конечно, будут наличные деньги или нет — преступность все равно никуда не денется, но совершенно очевидно, что для теневой экономики наличные — это очень удобное средство расчетов. Именно поэтому весьма значительная доля всех наличных денег находится в секторе теневой экономики.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ НАЛИЧНЫХ ДЕНЕГ В ЦЕЛЯХ УХОДА ОТ УПЛАТЫ НАЛОГОВ

Самая большая доля наличных денег, циркулирующих во внутренней теневой экономике, принадлежит различным категориям населения, например обычным гражданам, владельцам зеленых карт¹, работодателям, нанимающим нелегальных мигрантов. Эти лица, широко использующие наличные деньги, в основном заняты вполне легальной деятельностью, но пытаются уклониться от уплаты налогов, нарушая

1. Зеленая карта, гринкард, удостоверение личности, подтверждающее наличие вида на жительство у человека, не являющегося гражданином США, но постоянно проживающего на территории США, и предоставляющая право трудоустройства. — *Прим. пер.*

тем самым различные правила и требования трудового законодательства. Во всем остальном это законопослушные люди, но им удается утаивать свои доходы, поскольку они знают, что если будут пользоваться наличными деньгами, то их шансы попасться на недоплате налогов резко сократятся. Результаты опросов показывают, что с моральной точки зрения эти люди считают уход от уплаты налогов нечестным делом, однако они склонны думать, что если государству не так-то просто заставить своих граждан соблюдать те или иные законы, значит, эти законы и создавались для того, чтобы их обходили². Моральная сторона этого вопроса не столь однозначна. Никому не хочется жить в обществе, где человека принуждают выполнять малозначимые правила или требования. Такое положение дел не соответствовало бы тому, что в сознании людей ассоциируется с представлением об истинно демократическом обществе.

Однако уход от уплаты налогов — это не такое уж малозначимое и невинное нарушение. Как мы скоро увидим, неуплата налогов, принимающая массовый характер, создает серьезную проблему, которую экономисты, занимающиеся вопросами государственного финансирования, называют проблемой «горизонтального равенства». Если кто-то не уплачивает налоги, причитающиеся с полной суммы доходов, это означает, что другие люди — законопослушные граждане с такими же доходами до уплаты налогов — должны платить больше. Точно так же если какие-то компании совершают наличные платежи для того, чтобы обойти законодательство по природопользованию, в то время как другие компании этого не делают, то первые в результате нечестной конкуренции пользуются определенными преимуществами и тем самым, естественно, наносят урон природе. Когда строительные компании нанимают

2. Данные опросов и их анализ см., например, в работе: (Morse, Karlinsky and Blackman 2009).

на работу нелегальных мигрантов и выплачивают им низкую заработную плату наличными деньгами, они ставят в невыгодные условия и легальных рабочих, и те строительные фирмы, которые пользуются услугами лишь легальной рабочей силы и все выплаты производят прозрачным способом.

Помимо «горизонтального неравенства», уход от уплаты налогов также нарушает эффективность налоговой системы в целом³. Что это означает? Если коммерческим предприятиям, в которых крутится огромное количество наличности, легче утаить реальные доходы и уйти от уплаты налогов, то они могут привлечь слишком большие инвестиции по сравнению с другими предприятиями, которые имеют более высокую прибыль до налогообложения, но более низкую прибыль после вычета налогов. Такое неэффективное распределение инвестиций возникает в тех случаях, когда какому-то одному сектору экономики удастся добиться для себя ничем не оправданных налоговых льгот.

Рассмотрение этого вопроса мы снова начнем с США, поскольку по этой стране данных собрано больше, чем по какой-либо другой. Основным источником данных является программа интенсивного выборочного налогового аудита. По сути, этот аудит состоит в том, что Служба внутренних доходов (Internal Revenue Services — IRS)⁴ произвольно выбирает какого-то налогоплательщика и затем производит всестороннюю тщательнейшую проверку его налоговой декларации⁵. Для того, кого про-

3. (Slemrod 2016).

4. Часто используемый в литературе вариант перевода — Налоговое управление США. — *Прим. пер.*

5. Подробное описание методов проведения налоговых проверок Службой внутренних доходов (IRS) дано в работе: (Brown and Mazur 2003). Официально аудит начинается с так называемой Программы по соблюдению налогового законодательства (Tax Compliance Measurement Program). Затем переходят к Национальной исследовательской про-

веряют, эта процедура не из приятных. Однако любому, кто занимался изучением государственных финансов, известно, что выборочные оценочные испытания не имеют никакой другой эффективной альтернативы в тех случаях, когда необходимо получить информативные статистические данные, которые, в отличие от данных, полученных в результате сплошной выборки, не имели бы статистических искажений. Служба внутренних доходов использовала данные этих аудитов, а также данные других источников (например, результаты обследования налоговой защиты для лиц, имеющих высокие доходы) с целью оценить общую сумму неоплаченных налогов. На 2006 год (последний год, на который имеется подобная информация) было обнаружено, что «налоговый разрыв» — разница между добровольно уплаченными налогами и налогами, подлежащими выплате, — составила 450 миллиардов долларов. Эта цифра включает в себя уклонение от уплаты налогов в самых разных аспектах, в том числе утаивание доходов от бизнеса, от заработной платы или от аренды⁶. Из этих 450 миллиардов долларов Служба внутренних доходов надеялась получить 65 миллиардов долларов и тогда общая сумма налоговых недоплат была бы 385 миллиардов долларов. Иначе говоря, приблизительно 14% от той суммы, которая, по оценкам, должна была поступить в 2006 году за уплату федеральных налогов, или 2,7% от ВВП за 2006 год, никогда не будут уплачены⁷.

Гораздо более существенную часть налоговых нарушений составляет утаивание доходов от бизнеса гражданами, которые осуществляют значительную часть своих трансакций наличными деньгами. К этой категории также относятся и лица, организо-

грамме (National Research Program), которая требует меньше подкрепляющей документации.

6. (Internal Revenue Service 2012a, b).

7. (Slemrod 2007, 2016).

вавшие партнерство или мелкие акционерные компании. В целом владельцы мелких коммерческих предприятий декларируют лишь половину своих доходов и на их долю приходится 52% налоговых недоплат. За период после 2006 года, последнего года, выбранного Службой внутренних доходов в качестве бенчмарка, номинальный ВВП вырос приблизительно на 30%. Если предположить, что уход от уплаты налогов увеличивался в той же пропорции, что и ВВП (хотя эта оценка выглядит даже заниженной, учитывая, что предельные ставки налогов⁸ значительно увеличились, а при замедлении экономического роста размеры теневой экономики обычно возрастают), то в 2015 году общая сумма недоплаты одних лишь федеральных налогов должна была бы увеличиться в совокупности до 500 миллиардов долларов. В действительности какая-то доля этого разрыва, около 10–20%, обусловлена наличием налоговых убежищ (например, на Карибских островах или в Панаме)⁹. Однако значительная часть недоплаты налогов происходит в тех областях, где отсутствует информация, поступающая от третьих лиц¹⁰, но это, конечно, не относится к платежам по чекам, кредитным картам и другим альтернативным платежным средствам. Это означает, что большая доля оставшихся неуплаченных налогов (как минимум 50%, а возможно, и более) относится к тем областям бизнеса, где широко используются наличные деньги¹¹.

8. Ставка налога, которой облагается дополнительная единица дохода; при прогрессивной системе налогообложения предельная ставка меняется вследствие перехода налогоплательщика в более высокий налоговый разряд. — *Прим. пер.*

9. См.: (Zucman 2015; Sebula and Feige 2012). Во второй работе в том числе приводятся эконометрические выкладки, полученные на основе анализа таких факторов, как спрос на наличные, и некоторых других. В результате значения для доли ухода от выплаты налогов получились несколько более высокими — 18–19%.

10. См.: (Slemrod 2016).

11. Даже учитывая тот факт, что Служба внутренних доходов

В США налоги, взимаемые штатами, составляют приблизительно 36% от федеральных налогов, а местные налоги — еще 27%, то есть налоги штатов и местные налоги в совокупности составляют около двух третей от федеральных налогов¹². Таким образом, если учитывать неуплаченные местные налоги и налоги штатов, то общая сумма налогов, неуплаченных в федеральную казну, значительно увеличится. Правда, это не означает, что увеличение будет пропорциональным, поскольку в разных штатах имеются различные виды налогов. В большинстве штатов существуют подоходный налог (доля неуплаты этого налога, предположительно такая же, как и при неуплате федерального подоходного налога), а также налог с продаж. Неуплаты этого налога при платежах, совершённых наличными деньгами, составляют огромные суммы.

Мне хотелось бы еще раз подчеркнуть важный момент: недоплата налогов настолько велика, что если бы путем отказа от использования наличных денег удалось компенсировать эту недоплату хотя бы на 10%, то это принесло бы весьма существенный доход. По приведенным здесь самым грубым, приблизительным, оценкам дополнительные доходы лишь от федеральных налогов составили бы 50 миллиардов долларов, а от местных налогов и от налогов штатов можно было бы получить еще 20 миллиар-

приложила максимум усилий для подсчета недоплаченных налогов, остаются серьезные сомнения по поводу истинного размера недоплат. См.: (Treasury Inspector General for Tax Administration 2013).

12. Отношение размера дохода, полученного по налогам штатами и местными органами, к размеру федерального дохода по налогам приводится здесь на 2010 год. Если бы мы использовали коэффициент за 2014 год, то это отношение было бы несколько меньше, поскольку федеральный налог зависит от предварительных выплат и циклических изменений. На 2014 год коэффициент составлял 31% для отношения налогов штата к федеральным налогам и 22% для местных налогов.

дов долларов¹³. И при этом в расчетах даже не учитывалась экономическая эффективность уклонения от уплаты налогов. В эти расчеты также не включались данные по нелегальной деятельности, от которой налоги, в принципе, вообще не поступают. (Вспомним известную историю, когда Федеральному бюро расследований удалось, наконец, посадить в тюрьму Аль Капоне, знаменитого чикагского гангстера времен Великой депрессии, обвинив его в неуплате подоходного налога.)

УХОД ОТ УПЛАТЫ НАЛОГОВ В ЕВРОПЕ

Налоги в США относительно низкие. Кроме того, финансовая система США гораздо больше зависит от взимания подоходного налога, чем от налога на добавленную стоимость при продажах. По этим двум причинам при уплате налогов американцы проявляют большую законопослушность, чем граждане какой-либо другой экономически развитой страны¹⁴. К сожалению, для оценки степени ухода от уплаты налогов в Европе мы располагаем лишь косвенными методами подсчета и отдельными данными, поскольку для большинства европейских стран отсутствуют сводные данные, подобные тем, которые были получены в результате детали-

13. В работе Рогоффа (Rogoff 1998a) отмечается, что даже умеренное сокращение доли неуплаченных налогов вследствие сокращения в обращении наличных денег полностью могло бы покрыть потери, связанные с сеньоражем.

14. Следует отметить, что, согласно данным, опубликованным казначейством Великобритании, в 2013/2014 году недоплата налогов в казну составила лишь 6,4% от общей суммы уплаченных налогов, то есть значительно меньше, чем в США, несмотря на то что в Великобритании более высокие налоги и, как кажется, более развитая теневая экономика (HM Revenue and Customs 2015). Без проведения тщательного выборочного аудита, как это делается в США, трудно измерить точный объем недоплаченных налогов.

зированной выборочного аудита в США¹⁵. Джоэль Слемрод, экономист из Мичиганского университета, являющийся экспертом в области государственных финансов, приводит оценки, сделанные Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР). По данным этой организации, уход от уплаты налогов на добавленную стоимость (очень важный налог для европейских стран) в Европе составляет от 4 до 17%¹⁶.

Нам хорошо известно, что налоговые ставки в Европе выше, чем в США, а также то, что европейское налогообложение более обременительно. Кроме того, по мнению большинства исследователей, в Европе, по сравнению с США, теневая экономика занимает гораздо более крупный сектор¹⁷.

-
15. По оценкам Шнайдера и Буэна (Schneider and Buehn 2012), которые полагают, что косвенное налогообложение и мелкое предпринимательство являются главными факторами, приводящими к неуплате налогов, средний уровень ухода от уплаты налогов в странах ОЭСР (Организация экономического сотрудничества и развития) в период с 1999 по 2010 год составлял 3,2% от ВВП.
 16. В ОЭСР входит 34 экономически развитые страны, причем у ряда стран уровень дохода выше среднего. Весьма любопытны косвенные показатели широкомасштабного уклонения от уплаты налогов в этих странах. В работе Писсаридеса и Вебера (Pissarides and Weber 1989) отмечается, что у мелких предпринимателей в Великобритании на еду уходит значительно большая часть дохода, чем у наемных работников. Они приходят к выводу, что в среднем уровень сокрытия доходов мелкими предпринимателями составляет приблизительно одну треть.
 17. Оценки приведены на рис. 5.1. В более ранних работах (см., напр.: (Feige 1989)), в которых оценивался размер теневой экономики, в качестве единицы измерения ее роста использовались показатели увеличения объема наличных денег. Например, во многих работах приводятся неоспоримые доказательства существования взаимосвязи между спросом на наличность и уровнем налогообложения (Rogoff 1998a). В работе Ла Порты и Шляйфера (La Porta and Shleifer 2014) утверждается, что в целом по всему миру корреляция между уровнем налогообложения и размером теневой экономики не столь велика. Разумеется, это происходит частично

Оценки, приводимые для европейских стран, существенно различаются между собой, и по поводу их достоверности остается немало сомнений. Правительства европейских стран вкладывают огромные силы и средства, пытаясь оценить доходы, получаемые от обычной легальной деятельности. И все же официальная статистика признает, что размер погрешности в этих подсчетах очень велик. Поскольку информацию о теневой деятельности не так легко получить, в этом случае приходится использовать лишь косвенные методы подсчетов. В исследованиях по теневой экономике также нет единого понимания многих проблем. Так, например, ведутся дебаты по поводу того, должна теневая экономика включать всю незаконную деятельность или же только утаивание доходов и нарушения налогового законодательства.

Весьма важный методологический подход¹⁸ был разработан австрийским профессором Фридрихом Шнайдером, который одним из первых попытался оценить размах теневой экономики. Используя эмпирический подход Шнайдера, можно получить оценки, основанные на анализе различных показателей денежной сферы и рынка труда, в том числе уровень занятости, налоговые ставки, качество услуг, оказываемых государством населению, а также ряд других показателей. На рис. 5.1 показаны результаты, полученные с помощью этого метода. Важно отметить, что при проведении этих расчетов автор определял область теневой экономики в достаточно узком смысле и не включал в свой анализ рассмотрение собственно нелегальной и нерыночной деятельности. Он попытался провести обследование производства всех товаров и услуг на легальном рынке, которое в целом является вполне легальным,

потому, что в развитых и развивающихся странах контроль над исполнением законов существенно различается.

18. См. также: (Schneider and Williams 2013, Schneider 2016).

за исключением того, что итоговый объем производства по какой-то причине или по совокупности ряда причин сознательно утаивается от налоговых служб. Это, например, может быть желание уйти от уплаты подоходных налогов, налогов с продаж и налогов на добавленную стоимость; стремление не делать взносы в фонд социального обеспечения; возможность пренебречь определенными аспектами трудового законодательства, например выплатой минимальной заработной платы или соблюдением ограничения на длину рабочего дня; и возможность обойти различные административные препоны¹⁹.

При таком более узком понимании теневой экономики, когда в рассмотрение не включаются многие типы незаконной деятельности, был сделан вывод, что в США и в Швейцарии теневая экономика занимает весьма небольшой сектор и оценивается в 7,1% и в 7,9% от общего объема ВВП соответственно. В странах с сильно развитой теневой экономикой эта величина составляла 19,6% для Испании, 22,3% для Италии и 25% для Греции. Средние показатели приходятся на Францию (12,0%), Германию (13,4%) и Великобританию (10,6%). Эти цифры являются средними показателями ежегодных оценок, проведенных в период с 2003 по 2016 год. Эта методика Шнейдера не отражает некоторую тенденцию к снижению доли теневой экономики для большинства (но не для всех) стран. Конечно, вполне вероятно, что в самый разгар экономического спада, последовавшего за финансовым кризисом, когда огромное

19. См.: (Schneider, Buehn, and Montenegro 2010). Применительно к более узкому сектору нелегальной экономики (см. рис. 5.1) Шнайдер использует термин «теневая экономика». Чтобы читатель не запутался во множестве терминов, я буду придерживаться только одного — «теневая экономика». Мне только хотелось бы отметить, что при обсуждении данных, представленных на рис. 5.1, речь идет как раз о более узком понимании теневой экономики, к которому не относится нелегальная и нерыночная деятельность.

количество людей теряло рабочие места в легальной экономике, еще больше народу начинало подрабатывать по совместительству, утаивая этот факт в налоговых декларациях.

Если взять сделанную за длительный период среднюю оценку доли теневой экономики США в ВВП, причем включить в расчеты этой величины только собственно теневую экономику и исключить из рассмотрения большую часть видов незаконной деятельности, то на сегодняшний день это составит сумму в 1,3 триллиона американских долларов (7,1% от ВВП для 2016 года, который тогда составлял 18 триллионов долларов). Теневая экономика в Европе гораздо больше по размерам. Общие показатели ВВП в Европе близки аналогичным показателям в США, однако доля теневой экономики в Европе в два раза больше. Самая приблизительная оценка для абсолютного объема теневой экономики еврозоны составляет 3 триллиона долларов. Естественно, если учитывать криминальную деятельность (например, торговлю наркотиками), то эта цифра значительно увеличится.

Оценки размера теневой экономики, приведенные на рис. 5.1, в целом совпадают с расчетами, сделанными другими исследователями, в том числе Рафаэлем Ла Порта и Андреем Шляйфером²⁰. Эти авторы учли целый ряд показателей и обнаружили, например, что для верхней четверти стран по доходу потребление электричества в неформальной (теневой) экономике в среднем составляет 17,6% от общего объема потребляемого электричества. Ла Порта и Шляйфер также включают в анализ такие факторы, как самостоятельная предпринимательская деятельность, поскольку индивидуальные предприниматели с большей степенью вероятности могут утаивать свои доходы.

20. См.: (La Porta and Shleifer 2014).

НАЛИЧНЫЕ ДЕНЬГИ В ТЕНЕВОЙ ЭКОНОМИКЕ

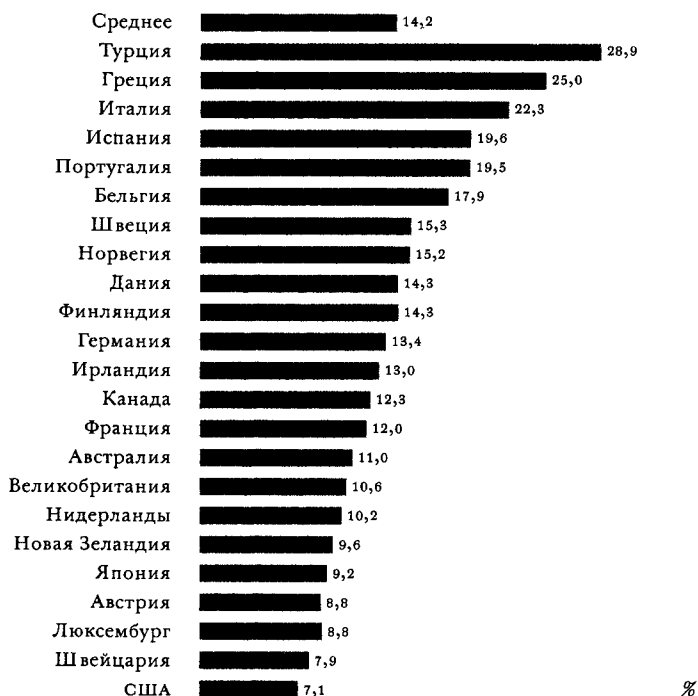


РИС. 5.1. Теневая экономика в процентном соотношении к официальному ВВП

Источник: (Schneider 2016), обновленный и дополненный вариант — (Schneider, Buehn, Montenegro 2010).

О том, что в континентальной Европе нарушения налогового законодательства происходят, по всей вероятности, в достаточно широком масштабе, говорит тот факт, что в ряде стран были приняты чрезвычайные меры по сокращению недоплат с налогов в государственную казну. Многие европейские страны ввели ограничения на размер наличных платежей в розничной торговле (см. табл. 5.1).

Во многих странах наблюдается отчаянное сопротивление этим нововведениям, особенно в Герма-

нии, где традиционно предпочитают пользоваться наличными. Так, например, немецкому Министерству финансов приходится сдерживать сильное недовольство населения, вызванное поступившим в 2016 году предложением ограничить кассовые платежи суммой в 5000 евро. В связи с этим хотелось бы отметить один любопытный факт: создается впечатление, что главным лозунгом протестующих могла бы стать фраза «деньги — это чеканенная свобода» из романа Ф. М. Достоевского «Записки из Мертвого дома»²¹. Не так уж важно, что эта цитата, как правило, используется без учета контекста. Ведь Достоевский, описывая свою жизнь в тюрьме, вспоминал, что обычно, когда там появлялись деньги, их нужно было как можно скорее потратить на водку, пока их не отняли зрители. И в самом деле, деньги — это заменитель всех тех свобод, которых лишены заключенные, но при этом деньги в тюрьме запрещены. Если проводить аналогию между жизнью в тюрьме в царской России и жизнью в современной либеральной стране, то можно сказать, что попытка сохранить купюры крупного номинала граничит с абсурдом.

Запрет на оплату крупных покупок наличными — это не самая суровая мера, с помощью которой Европа пытается совладать со все более широкомасштабной неуплатой налога на добавленную стоимость. Еще более экстравагантная мера состоит в том, что правительство прибегает к помощи самих потребителей. Начиная с апреля 2014 года Португалия, вслед за Грецией, ввела систему лотерей с выигрышными призами. На получение приза могли претендовать те граждане, которые выслали чеки своих покупок с указанным на них размером упла-

21. Здесь я привожу цитату Достоевского, которая была использована Омаром Иссинг в его работе, критикующей мою лекцию, прочитанную в 2014 году в Мюнхене (эту цитату я приводил в первой главе).

ТАБЛИЦА 5.1. Ограничения по использованию наличных денег в еврозоне

Страна	Максимально разрешенная сумма оплаты наличными	Дата введения ограничения
Бельгия	3000 евро	1 января 2014
Дания	10000 крон (≈1340 евро)	1 июля 2012
Франция	1000 евро (резиденты) 15000 евро (нерезиденты)	1 сентября 2015
Греция	1500 евро	1 января 2011
Италия	<1000 евро	6 декабря 2012
Испания	2500 евро (резиденты), 15000 евро (нерезиденты)	ноябрь 2012

Источник: (Beretta 2014); Reuters (<http://www.reuters.com/article/us-france-security-financing-idUSKBN0ME14720150318%20Reuters%20March%2018>).

ченного налога²². Правительство Португалии также ввело скидки при уплате подоходного налога. Их мог получить тот, кто представил большое количество товарных чеков с указанием размера уплаченного налога. В течение года призы от правительства в виде новых автомобилей «Ауди» получило 40 человек. При этом поступление от налога на добавленную стоимость выросло на 4%, хотя в течение этого же периода личное потребление увеличилось всего лишь на 2%.

22. См.: Patricia Kosmann, «Get Receipts, Win a Car: How Greece's VAT Lottery Plan Worked in Portugal», *Wall Street Journal*, March 10, 2015, <http://blogs.wsj.com/brussels/2015/03/10/get-receipts-win-a-car-how-greeces-vat-lottery-plan-worked-in-portugal/>. В Словакии также попытались провести эксперимент с лотереями, в которых разыгрывались чеки за покупки, совершенные в течение месяца. См.: Susan Daley and Raphael Minor, «In Slovakia, the Real Prize Goes to the Tax Man», *New York Times*, April 19, 2014, http://www.nytimes.com/2014/04/20/world/europe/forget-the-car-in-slovakian-lottery-real-prize-goes-to-tax-man.html?_r=0.

Потенциальный эффект от таких программ поощрения потребителей, в которых предусматривается предоставление товарных чеков, подчеркивается также и в работе профессора Лондонской школы экономики Джоан Наритоми²³. Она проанализировала результаты подобной поощрительной программы с предоставлением товарных чеков, которая проводилась в Сан-Паулу, в Бразилии. Ей удалось получить в свое распоряжение уникальные сводные данные, в которых имелась информация о ежемесячном поступлении налогов от более чем миллиона предприятий розничной торговли, а также о результатах участия в программе более чем 40 миллионов потребителей. По ее оценкам, продекларированный доход предприятий розничной торговли увеличился на 22% за 4 года благодаря более полному декларированию налогов, а также в результате специальной программы по информированию о нарушениях в налоговой сфере.

Хотя данные для Европы представляются менее прозрачными, чем для США, в целом можно констатировать, что утаивание доходов и недоплата налогов, по всей вероятности, для европейских стран представляет более серьезную проблему.

Уход от налогов в Канаде

Недавние исследования, посвященные выяснению масштаба утаивания доходов и недоплаты налогов в Канаде, выявили картину, очень близкую к тому, что происходит в США. Так, например, в одной из последних работ было проведено сравнение между данными по потреблению, предоставленными отдельными домохозяйствами, и продекларированными ими доходами. Такой подход представляет собой классическую методику для выявления случаев ухода от уплаты налогов, иногда исполь-

23. (Naritomi 2015).

зуюмую законодательными органами, правда в весьма ограниченном масштабе. Согласно результатам обследования, в Канаде доля не полностью декларированного дохода составляет от 14% до 19% ВВП²⁴. Интересно, что сокрытие доходов, по всей вероятности, приобрело достаточно широкий размах и распространяется не только на область индивидуального предпринимательства. По некоторым оценкам, от 30 до 40% семейств, чей основной доход состоит из официальной заработной платы, утаивают часть дохода, полученного из других источников. Это весьма важное наблюдение, и, скорее всего, данный факт может распространяться и на многие другие страны. Важно учитывать его не только в целях справедливого распределения налогового бремени, но также и при проведении политики перераспределения (например, при введении отрицательного подоходного налога), поскольку вера в правильность размеров декларированных доходов обеспечила бы большую политическую поддержку правительства. Если какие-то домохозяйства с низкими доходами утаивают истинный размер своих доходов, в то время как другие предоставляют правдивую информацию, то это может привести к несправедливому распределению субсидий и других социальных выплат. Это еще один аргумент в пользу сокращения объема наличных денег в экономике.

* * *

Суммируя сказанное выше, можно утверждать, что теневая экономика в разных странах достигла огромных размеров. Это приводит к колоссальным налоговым недоплатам, которые в США ежегодно составляют около 500 миллиардов долларов, даже если речь идет только о федеральных налогах. В Европе, где по подсчетам размер теневой экономики вдвое больше, чем в США, и где более высокие налоговые

24. (Dunbar and Fu 2015).

ставки, объем недоплат по налогам составляет гораздо более крупную сумму — порядка 1 триллиона долларов, а может быть, и больше.

Чтобы осознать порядок этих величин, было бы интересно сравнить показатели ухода от налогов в целом с оценками налоговых потерь в результате сокрытия капитала в таких налоговых убежищах, как Люксембург, Виргинские острова, Багамские острова, Кипр, Панама и, конечно, Швейцария. В своей книге «Спрятанное богатство народов»²⁵ (2015) профессор университета Калифорнии Габриель Цукман приводит оценки, согласно которым общий объем зарубежного финансового капитала, хранящегося в налоговых убежищах (включая акции, облигации и деньги на банковских счетах), достигает приблизительно 7,6 триллионов долларов, что составляет 8% от общего мирового финансового богатства размером в 95 триллионов долларов. По оценкам Цукмана, налоговые недоплаты в казну всех государств мира вследствие хранения капиталов в налоговых убежищах в совокупности достигли размера как минимум 200 миллиардов долларов в год. Из этой суммы приблизительно 125 миллиардов долларов приходится на уход от уплаты налогов с прибыли, полученной в офшорных зонах (дивиденды, выплаты по процентам и т. д.). Остальную сумму составляет уход от уплаты налогов с собственности и с наследства. Из общей суммы в 200 миллиардов долларов потери по налоговым поступлениям в Европе составляют 78 миллиардов долларов, а в США — 35 миллиардов долларов. Это, конечно, очень крупные цифры, но, по сравнению с общей суммой неуплаченных налогов в США и в Европе, это лишь капля в море. В любом случае, даже учи-

25. В оригинале — *The Hidden Wealth of Nations* — очевидная аллюзия на название знаменитого труда А. Смита «Богатство народов» («Исследование о природе и причинах богатства народов») («*The Wealth of Nations*»). — *Прим. пер.*

тывая существование налоговых офшорных убежищ, огромное количество мирового богатства продолжает переходить из рук в руки в форме наличных денег, упакованных в мешки.

СОБСТВЕННО КРИМИНАЛЬНАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Теперь обратимся к рассмотрению использования наличных денег в собственно криминальной деятельности, осуществляемой как внутри страны, так и за рубежом. Помимо наличных денег, для финансирования криминальной деятельности используется множество других средств. Поскольку мне пришлось изучать историю таких явлений, как использование в практике международной торговли счетов с заниженными и завышенными ценами, я с уверенностью могу утверждать, что существует огромное количество способов, с помощью которых можно перемещать деньги по всему миру. Так, например, декларируя полностью легальные трансакции, можно сообщить неверные данные об их объемах. В период после окончания Второй мировой войны во всех европейских странах был введен жесткий контроль над движением капитала. Когда нужно было вывести деньги из страны, то при заключении сделок обычно договаривались о том, чтобы декларируемая сумма платежей, полученных за экспорт, занижалась, а декларируемая сумма платежей, совершенных за импорт, завышалась. В результате для многих стран объем перемещенного таким способом капитала приблизительно на 10% превышал официальные цифры, полученные от торговли, а для ряда стран он был во много раз больше официальной статистики²⁶. Даже сегодня в некоторых странах, например в Ки-

26. О результатах анализа практики использования счетов с заниженными и завышенными ценами см.: (Reinhart and Rogoff 2002, 2004).

тае или Индии, движение денег в обоих направлениях происходит с искажением реальных цифр при декларировании торговых операций.

На самом деле существует великое множество хитроумных способов, с помощью которых можно совершать нелегальные транзакции таким образом, чтобы скрыть реальный поток капитала и при этом не прибегать к наличным деньгам. Эти способы особенно эффективны для одноразовых транзакций. Так, например, в США законом запрещено платить за донорские органы и уж тем более невозможно воспользоваться для этого кредитной картой. Однако эти запреты можно обойти, если с помощью кредитной карты произвести оплату кровному родственнику, скажем за платье, и перевести сумму денег, во много раз превышающую стоимость этого платья. В результате родственник «передает в дар» свою почку²⁷. Однако при этом остается одна маленькая деталь — при совершении нелегальных операций бал правят все-таки наличные деньги, поскольку они позволяют сохранить анонимность и обеспечивают прохождение оплаты в режиме реального времени на любом этапе криминальной сделки. Недорогой наемный убийца²⁸ не предполагает, что за заказ ему заплатят необработанными алмазами или переведут деньги на кредитную карту. Правда, может найтись какой-то наивный человек, который согласится принять оплату биткойнами, полагая, что криптовалюту невозможно отследить (к обсуждению этого вопроса мы еще вернемся в главе 14).

Наличные деньги наносят урон в огромном количестве областей, и если бы мы задались целью

27. Я приношу благодарность Джулиане Рогофф, которая с точностью подсчитала, сколько раз эти бесконечные ограничения на использование кредитных карт обыгрывались в телевизионном сериале «Подростки с улицы Деграсси» (14 сезон).

28. См.: (Cameron 2014).

перечислить все эти области, то наша книга превратилась бы в энциклопедию криминальной деятельности. Я надеюсь, что если мы сосредоточим внимание лишь на нескольких главных аспектах, то получим полное представление о картине в целом. Сначала я собираюсь рассмотреть отмывание денег, полученных в результате криминальной деятельности, а затем обсудить использование наличных в торговле наркотиками, в политической коррупции, в торговле людьми и в использовании рабочих-мигрантов²⁹.

Процедура отмывания грязных денег путем пропускания их через легальный бизнес в качестве «нарисованной» прибыли стара как мир. Это главная финансовая операция, осуществляемая мировой организованной преступностью³⁰. Доход от нелегальной деятельности часто поступает в виде наличных денег. Поэтому важнейшая проблема, с которой сталкивается любой крупный преступный синдикат — это найти способ, с помощью которого нелегальный доход в наличных деньгах выглядел бы легальным. Стандартный способ для этого состоит в том, чтобы обзавестись законным бизнесом, через который проходит большое количество наличных денег (например, рестораном, химчисткой, строительной фирмой), влить туда большое количество наличности, а затем сфабриковать бухгалтерию таким образом, чтобы казалось, что вся наличность была заработана законным путем. Я не сомневаюсь, что большинство читателей прекрасно понимают, как происходит отмывание денег (в первую очередь, конечно, я имею в виду фанатов телесериала «Во все тяжкие» —

29. Приблизительную оценку доли транзакций, произведенных наличными, в различных сферах преступной деятельности, можно найти в следующих работах: (Schneider 2013, 2015). Так, например, для торговли наркотиками эта доля составляет 80%.

30. В работе Генри (Henry 1980) подчеркивается важность наличных денег для гангстерской деятельности.

«Breaking Bad»³¹. Однако, чтобы представить полную картину, я думаю, необходимо кратко обсудить этот вопрос.

По сути, использование двойной бухгалтерии для отмыwania прибыли, полученной нелегальным образом, не представляет проблемы. Так, например, ресторан может отмывать наличные, показывая в бухгалтерских отчетах большее количество клиентов, чем было на самом деле. В этом случае ресторан просто выписывает липовые чеки и на их основе записывает «доход» в параллельной бухгалтерской ведомости, которая хранится для предъявления представителям налоговой службы. Этих представителей вряд ли можно назвать полными идиотами, и если у них возникают какие-либо сомнения, то они могут проверить, действительно ли ресторан заказывает достаточное количество продуктов, чтобы обслужить заявленное ими количество людей. Опытные рестораторы, которые на отмывании денег собаку съели (да простят мне читатели этот каламбур), специально для такого случая заготавливают липовые счета на приобретение липовых продуктов. Если это сделать невозможно, то владелец ресторана дополнительно закупает продукты, которые он затем либо как-то утилизирует, либо со скидкой перепродает в другой ресторан

31. «Во все тяжкие» — телесериал о школьном учителе химии, который становится наркобароном, изготавливающим метамфетамин. Его доходы так стремительно растут, что он сталкивается с проблемой — как ему легализовать деньги. В конечном итоге выход находит его жена Скайлер — она покупает автомойку. Скайлер — прекрасный бухгалтер, и свою бухгалтерию она ведет таким образом, что по бумагам автомойка приносит гораздо больше прибыли, чем на самом деле. Однако в итоге прибыль от наркобизнеса становится такой огромной, что наличные деньги просто негде хранить. Им удастся спрятать наличность в камере хранения на складе, но и это оказывается не столь безопасным местом. Вымышленные герои телесериала Скайлер и Уолтер — всего лишь мелкие пешки в огромном и вполне реальном мире внутренней и международной наркоторговли.

(естественно, получая при расчете наличные). Если ресторан принадлежит криминальному предприятию, то все эти мероприятия проворачиваются собственными силами, без привлечения сторонних лиц. В противном случае может возникнуть угроза физического давления или необходимость откупаться³².

Конечно, рассуждения, приведенные выше, не могут в полной мере описать всю изобретательность специалистов по отмыванию денег и всего многообразия используемых ими приемов. Здесь можно упомянуть, например, о хавале, альтернативной неофициальной системе перевода денежных средств, широко распространенной в странах Ближнего Востока и Северной Африки. Оператор хавалы эффективно «сводит» людей со встречными интересами. Так, например, он организует обмен валюты между человеком из Индии, у которого есть индийские рупии и которому нужны доллары США, с человеком из США, у которого есть доллары и которому нужны рупии. В результате деньги не пересекают государственных границ³³. Вряд ли такой практикой занимаются только неофициальные банкиры третьего мира. Известны случаи, когда на подобном «сводничестве» попадались и банкиры из экономически развитых стран³⁴. Я не собираюсь доказывать, что в любой операции по отмыванию денег используются наличные деньги, но я утверждаю, что наличные играют весьма существенную роль во многих незаконных операциях³⁵.

32. Приношу свою благодарность за этот пример Ф. Шнайдеру.

33. См.: (Jost and Sandbu 2000).

34. Если набрать в поисковой системе интернета фразу «банкира поймали на отмывании денег», то можно найти еще массу других примеров.

35. Крупные корпорации и физические лица могут где-нибудь зарегистрировать подставные компании «пустышки», например на Виргинских островах, где можно скрыть личность истинного владельца капитала. Затем на имя этих компаний открываются банковские счета в Швейцарии, на которые переводятся деньги, якобы полученные в результате оказания несуществующих услуг. Как отмечает

Вне всяких сомнений, торговля наркотиками — этот тот вид нелегального бизнеса, в котором использование наличных денег особенно широко распространено. Когда в 2014 году, в одном из своих домов в Мексике был арестован наркобарон Хоакин Гусман по кличке Эль Чапо (Коротышка), полицейские обнаружили у него в доме более 200 миллионов долларов наличными. Во время крупнейших полицейских налетов на наркоторговцев всякий раз обнаруживались огромные запасы наличных денег. Вряд ли можно найти сводную статистику для США по изъятию наличных денег во время таких облав, однако если читатели наберут в поисковике интернета такие слова, как «облава», «наркотики», «наличность» и т. д., то они получают представление об истинном размахе этой деятельности. Правда, здесь необходимо отметить следующее: столь часто цитируемый факт, что приблизительно на 90% всех американских долларов можно обнаружить следы кокаина, является преувеличением. Связь между наркотиками и наличными деньгами здесь явно переоценивается. В современных высокоскоростных аппаратах по подсчету денег, включая банкоматы, легко может произойти загрязнение, и одна бумажная купюра достоинством в 1 доллар может «заразить» целую пачку наличных³⁶.

По оценкам корпорации РЭНД, общий объем рынка для 4 главных нелегальных наркотиков в США в 2010 году составлял более 100 миллиардов долларов. При этом на долю кокаина (включая крэк) приходилось 28 миллиардов долларов, на долю героина — 27 миллиардов долларов, на долю марихуаны — 41 миллиард долларов, а на долю метамфетами-

Цукман (Zucman 2015), деньги также можно спрятать, получив кредит у какого-нибудь американского банка (возможно, его швейцарского филиала) под обеспечение средств, находящихся на швейцарском счете.

36. (Zuo et al. 2008).

на (мета) — 13 миллиардов долларов. И это данные только по США³⁷. Согласно одному из последних расчетов, произведенных Управлением ООН по наркотикам и преступности (UNODC) в 2003 году, мировой рынок наркотиков оценивается в 322 миллиарда долларов. Если учесть, что с того времени мировой номинальный ВВП увеличился приблизительно вдвое, можно предположить, что объем торговли наркотиками увеличивался пропорционально и на сегодняшний день составляет более 600 миллиардов долларов³⁸.

Помимо негативного воздействия на главные страны — импортеры наркотиков, наркокартели наносят сокрушительный удар по таким странам, как Мексика и Колумбия, подставляя их правительства и расшатывая государственную деятельность. Даже если мы избавимся от наличных денег, это вряд ли поможет нам избавиться от наркокартелей. Тем не менее это нанесет серьезный удар по всем структурам их бизнеса. Вокруг наркобизнеса создается настолько высокий уровень насилия и преступности, что даже незначительное сокращение объема торговли наркотиками, вне всякого сомнения, могло бы дать чрезвычайно полезный эффект. Естественно, помимо сокращения объема наличных денег, имеются и другие способы снизить уровень преступной деятельности, связанной с торговлей наркотиками. Один из самых простых — это легализовать потреб-

37. (Kilmer et al. 2014), отчет корпорации РЭНД.

38. Эти оценки вполне согласуются с данными по росту мирового дохода и с оценками по использованию наркотиков, представленными Управлением ООН по наркотикам и преступности за 2005 год. Естественно, нужно понимать, что даже базовые оценки за 2003 год могут иметь свои погрешности. По более поздним оценкам Управления ООН по наркотикам и преступности, глобальный рынок кокаина составляет 85 миллиардов долларов, а рынок героина и опиатов — 68 миллиардов долларов (United Nations Office on Drugs and Crime 2011).

ление марихуаны (в последнее время этот вопрос все чаще и чаще обсуждается в Канаде). Но, в любом случае, вопрос с тяжелыми наркотиками остается очень проблематичным.

Коррупция

Еще одна область, вследствие которой общество несет огромные социальные издержки — это использование наличных денег для коррупции и подкупа государственных чиновников. Представляется, что социальные издержки от коррупции во много раз превышают размер самих взяток. Но и оценка размера одних только взяток приводит в ужас. Мировой банк предпринял попытку подсчитать общий объем взяток во всем мире на начало 2000-х годов. Был проведен опрос различных предприятий в разных странах. Участникам опроса предлагалось ответить на вопрос о том, в каком размере фирмы вынуждены были ежегодно давать взятки, чтобы получать лицензии, обходить законодательство и получать разрешения на заключение контрактов с государственными структурами. По оценкам Мирового банка, размер взяток на 2001 и 2002 годы составил круглую цифру в 1 триллион долларов. Если предположить, что эта цифра приблизительно вдвое увеличилась, пропорционально увеличению мирового ВВП, то на сегодняшний день объем взяток в мировом масштабе представляет около 2 триллионов американских долларов³⁹. Но даже эта оценка представляется весьма консервативной, поскольку за последние пятнадцать лет на долю развивающихся стран приходится львиная доля мирового роста.

Вряд ли кто-то будет отрицать, что коррупция представляет собой одно из главных препятствий для развития экономики. В своей классической ра-

39. См. обсуждение этого вопроса Дэнни Кауфманом в: (World Bank 2016).

боте экономист Паоло Мауро привел убедительные доказательства в пользу того, что коррупция оказывает значительное негативное влияние на экономический рост. Эта же тема была поднята в работах многих специалистов по истории экономики, в том числе в фундаментальном труде Давида Ландса, а также в более поздней работе Дарона Асемоглу и Джеймса Робинсона⁴⁰.

Для того чтобы найти примеры ошеломляющих по размеру взяток, даже нет необходимости обращаться к опыту развивающихся стран. Так, например, конгрессмен из Луизианы Уильям Джефферсон был осужден в 2010 году за получение взяток в размере десятков тысяч долларов. В том числе ФБР обнаружило 90000 долларов завернутыми в фольгу и спрятанными в холодильнике под корочкой пирога. Мэр города Шарлотт, штат Северная Каролина, в 2012 году подал в отставку после того, как ФБР предъявило ему обвинение в получении взятки в размере 48000 долларов во время подставной операции. Наверное, начало всем подставным операциям положила так называемая операция «АБСКАМ»⁴¹. Это кодовое название тайной операции по борьбе с коррупцией, которая позволила ФБР в конце 1970-х годов уличить одного сенатора и шесть членов нижней палаты Конгресса США в получении крупных взяток. В этом случае взятки предназначались якобы для получения лицензий на организацию казино и на выдачу вида на жительство в США подставному шейху. Этот случай был запечатлен в известном фильме «Афера по-американски», созданном режиссером Дэвидом Расселлом.

Иногда движение денежных потоков происходит в обратном направлении. Бывший спикер Белого дома США Дэннис Хастерт был уличен в даче

40. (Mauro 1995; Landes 1999; Acemoglu and Robinson 2013; Аджемоглу и Робинсон 2016).

41. Это сокращение от слов «Arab scam» (англ.) — арабская афера. — *Прим. пер.*

ложных показаний ФБР и в организации снятия наличных средств таким образом, чтобы спрятать 3,5 миллиона долларов. Используя эти деньги для оплаты покупок, он пытался скрыть полученные ранее взятки⁴².

В Канаде, где коррупция особенно развита в отрасли строительства, была создана Комиссия по расследованию выдачи общественных контрактов на строительство и управление проектами в области строительства. Бывший организатор партии «Союз Монреаль» (эта партия находилась у власти в городе Монреаль с 2001 по 2012 год) в своих показаниях, представленных Комиссии, засвидетельствовал, что в кабинете главного финансиста партии находился сейф, доверху набитый наличными деньгами, включая старые купюры номиналом в 1000 канадских долларов. Денег было такое огромное количество, что, для того, чтобы закрыть сейф, ему требовалась помощь⁴³. Даже в Финляндии, славящейся честностью своих чиновников, был зафиксирован случай, когда у одного из высокопоставленных полицейских, занимающегося борьбой с торговлей наркотиками, была обнаружена крупная сумма наличных денег. Часть этих денег была зарыта во дворе, а часть хранилась в доме⁴⁴.

Хотя коррупция достаточно широко процветает в экономически развитых странах, в развивающихся странах ситуация гораздо хуже. Популярная с политической точки зрения антикоррупционная кампания, начатая президентом Китая Си Цзиньпином после его прихода к власти в 2012 году, наглядно показала, сколь широкий масштаб эта проблема приоб-

42. Julie Bosman, «Details about Indictment of Dennis Hastert», *New York Times*, June 9, 2015.

43. Adrian Humphreys, «The Hunt for Canada's \$1,000 bills», *National Post*, November 15, 2012.

44. Dan Bilefsky and Mari-Leena Kuosa, «Finland Transfixed by Trial of Police Detective on Drug Charges», *New York Times*, August 2, 2015.

рела в самой крупной мировой экономике. В развивающихся странах подкуп осуществляется не только с помощью наличных денег. Еще до начала антикоррупционной кампании китайские туристы, путешествующие по зарубежным странам, в огромных количествах закупали предметы роскоши (особенно популярными были кожаные ремни и кошельки), которые могли использоваться в качестве взятки для подкупа государственных чиновников в Китае. Однако, судя по всему, более важную роль в коррупции играют все-таки наличные деньги. В ноябре 2014 года китайскими антикоррупционными властями был арестован генерал Гу Цзюньшань, которого обвинили в получении взяток за продвижение по военной служебной лестнице. Правительству потребовалось снарядить 12 грузовиков, чтобы вывезти наличные деньги (в китайских юанях), находящиеся на территории его резиденции. Общая сумма была эквивалентна нескольким миллионам долларов США⁴⁵.

Конечно, в Китае существует проблема коррупции, но она не наносит столь же огромный урон экономике Китая, как коррупция в некоторых других развивающихся странах. По оценкам *Transparency International*⁴⁶, бывший президент Нигерии Сани Абача растратил от 2 до 5 миллиардов долларов, однако это меньше, чем растратил Мухаммед Сухарто в Индонезии (от 15 до 35 миллиардов долларов), или Фердинанд Маркос на Филиппинах (от 5 до 10 миллиардов долларов, не считая легендарную коллекцию туфель его жены Имельды)⁴⁷.

Конечно, созданное в 2010 году в США движение под названием «Инициатива по возврату активов

45. Charles Clover and James Anderlini, «Chinese General Caught with a Ton of Cash», *Financial Times*, November 21, 2014, <http://www.ft.com/intl/cms/s/o/4883f674-7171-11e4-818e-00144feab-dco.html#axzz3zmCbjqjP>.

46. Transparency International — неправительственная международная организация по борьбе с коррупцией. — *Прим. пер.*

47. См., например: (Transparency International 2004).

правительств-клептократов» дало некоторые результаты в борьбе с коррупцией⁴⁸. Однако, как обнаружилось благодаря утечке подробнейших секретных документов, принадлежащих панамской юридической конторе *Mossack Fonseca* (в апреле 2016 года), для борьбы с коррупцией придется приложить гораздо больше усилий. Так называемые Панамские документы позволили выявить выведенные в офшоры счета 140 государственных служащих и политиков, среди которых было 12 действующих президентов, бывшие президенты, премьер-министры, монархи, а также друзья и родственники этих политических фигур⁴⁹.

Изменить привычку к коррупции — дело не из легких, даже если лидеры страны решительно намерены положить ей конец. Мексиканскому наркобарону Гусману по прозвищу Коротышка (Эль Чапо) с помощью подкупа удавалось дважды вырваться из рук правосудия. Недавно он устроил побег из особо строго охраняемой тюрьмы в Мексике. За другой свой побег он выложил вознаграждение в 50 миллионов долларов. Говорят, что он платил наличными, которые были спрятаны в одном из его многочисленных тайных убежищ. На момент написания этой книги он предположительно снова арестован (за всеми арестами и бегствами Гусмана очень трудно уследить) и, похоже, скоро будет переправлен в тюрьму, находящуюся на территории США, отку-

48. «Attorney General Loretta E. Lynch Announces Return of Forfeited Public Corruption Assets to Korean Minister of Justice Kim Hyun-Woong», United States Department of Justice, Office of Public Affairs, November 9, 2015, <http://www.justice.gov/opa/pr/attorney-general-loretta-e-lynch-announcesreturn-forfeited-public-corruption-assets-korean>.

49. «Leak of the Century: The Lesson of the Panama Papers», *Economist*, April 9, 2016. Многие из обнаруженных счетов были открыты на компании-«пустышки», но, по всей вероятности, в какой-то момент при этом прибегали к использованию наличных денег. Этому также способствовал тот факт, что в Панаме доллар разрешен в качестве официального платежного средства.

да сбежать гораздо сложнее, хотя и такое иногда случается⁵⁰.

Естественно, коррупция уже существовала задолго до появления бумажных денег, и еще долго будет существовать после того, как они исчезнут. Тем не менее вряд ли можно сомневаться, что коррупции немало способствует сам факт существования наличных денег, с помощью которых можно совершать анонимные платежи в реальном времени — платежи, которые невозможно проследить. Да, конечно, по мере того как в обращении будет постепенно уменьшаться количество купюр крупного номинала, те, кто занимается коррупцией и другой нелегальной деятельностью, найдут альтернативные способы продолжать свой бизнес. Тогда появится еще большая мотивация для внедрения инноваций. Однако при использовании других платежных средств (золота, необработанных алмазов, биткойнов) также возникают определенные проблемы, начиная с неликвидности и высоких транзакционных расходов (необработанные алмазы) и кончая риском быть в итоге отслеженным (биткойны). Конечно, как мы уже неоднократно подчеркивали (поскольку это очень важный момент), преступники могут прибегнуть к таким транзакционным технологиям, которые используются исключительно вне сферы легальной экономики. Однако если правительство будет блокировать для них вход в легальную экономику, ликвидность транзакционных средств, используемых черным рынком, будет серьезно подорвана, а расходы на их использование по сравнению с наличными деньгами резко возрастут.

Чтобы закончить наше обсуждение коррупции в более мажорном ключе, отмечу, что в Индии правительство Моди начало интересный эксперимент. Было решено попытаться использовать

50. 19 января 2017 года Гусман был экстрадирован в США. — *Прим. пер.*

интернет, чтобы лишить чиновников возможности получать взятки. Применительно к Индии существует такой термин как «лицензия раджи», который является эвфемизмом для достаточно жестких законов, регулирующих выдачу лицензий, благодаря чему у чиновников имеются огромные возможности для вымогательства взяток. В течение долгого времени «лицензия раджи» была серьезным тормозом для прогрессивного экономического развития страны. После избрания в 2014 году Нарендры Моди на должность премьер-министра Индии одним из первых его начинаний было создание системы, которая позволила жителям страны запрашивать различные лицензии онлайн, осуществляя оплату в электронном виде. В результате появилась возможность прекратить привычное вымогательство взяток наличными деньгами в бюро по выдаче лицензий при правительственных учреждениях.

В качестве меры борьбы против коррупции запрет на наличные платежи также используется и в Гонконге. Там, например, вам не удастся заплатить наличными даже за месячный абонемент в тренажерный зал. В главе 13, посвященной рассмотрению международных экономических проблем, будет показано, что отказ от наличности в развивающихся странах вряд ли реалистичен в обозримом будущем. Дело в том, что у развивающихся экономик отсутствует инфраструктура, которая могла бы поддерживать электронные платежные системы. Тем не менее если бы какие-то развивающиеся страны изъяли из обращения валюту наиболее развитых стран, то и это принесло бы им немалые выгоды.

*Торговля людьми, контрабанда людей
и эксплуатация труда мигрантов*

Торговля людьми — это еще одна важная область международной преступной деятельности, в которой наличные деньги играют весьма неоднознач-

ную роль. В документах Государственного департамента США описываются интенсивные глобальные меры, которые предпринимаются для прекращения торговли людьми, как на территории США, так и во всем мире. Ни у кого нет сомнений в том, что это действительно широко распространенное явление, однако все попытки провести его количественный анализ и оказать ему противодействие в мировом масштабе сталкиваются с методологическими, статистическими и концептуальными сложностями. Эти сложности частично проистекают вследствие различий в определениях и в институциональных возможностях разных стран⁵¹.

Тем не менее Международная организация труда опубликовала некоторые статистические данные, которыми часто оперируют при обсуждении данной проблемы. Даже если эти цифры являются очень далекими от истинного положения дел, они все-таки, наверное, могут дать некоторое представление о размахе торговли людьми⁵². Согласно информации, полученной Международной организацией труда, около 21 миллиона человек занимаются насильственным трудом, причем 11,4 миллиона — это девочки и женщины. Из общего количества 19 миллионов человек работают на частные предприятия или на частных лиц, а труд остальных эксплуатируется государственными или повстанческими группами; 4,5 миллиона — это жертвы насильственной сексуальной эксплуатации.

Национальные правоохранительные ведомства располагают фактами по крупному перемещению людей в Западную Европу с целью принудительного оказания сексуальных услуг. Трафик происходит в основном из стран Восточной Европы

51. Этот вопрос также обсуждается в: (United States Department of State 2015). (United Nations Office on Drugs and Crime 2014, p. 30). См. также: (Schneider and Rudolph 2013).

52. (International Labor Organization 2012).

и бывших республик СССР, причем жертв завлекают фальшивой рекламой о работе. Так, например, по подсчетам французского правительства, большая часть из общего количества 20000 человек, которые во Франции занимаются проституцией (90% из них составляют иностранные граждане), скорее всего, являются жертвами торговли людьми, причем поставка людей происходит не только в Париж, но также в Лилль и Ниццу⁵³.

Вряд ли эту проблему можно считать сугубо европейской. Она также представляет серьезную угрозу, например, для стран Среднего Востока. Даже в США время от времени в прессу просачивается информация о том, что молодых девушек, скажем, со Среднего Запада США, завлекают в Нью-Йорк или еще куда-нибудь на восточное побережье США и заставляют заниматься проституцией. Все попытки приостановить использование секс-рабынь упираются в то, что это очень доходный бизнес. По оценкам Международной организации труда, среднемировая ежегодная прибыль только от одной жертвы сексуального насилия составляет 21800 долларов, а в развитых странах эта цифра гораздо выше, не исключено, что порядка 100000 долларов⁵⁴.

Нелегальная иммиграция и пограничный контроль

Эксплуатация труда рабочих-мигрантов — это еще одна область, которая процветает за счет наличных денег, фигурирующих на всех этапах этого процесса, начиная с перевозки рабочей силы через границу (контрабанда людей) и заканчивая использованием мигрантов на таких работах, где выплата заработной платы не отражается в бухгалтерских отчетах. Подобная практика широко распространена по все-

53. (United States Department of State 2015, p. 159).

54. (International Labor Organization 2014, p. 16; Financial Action Tax Force and Groupe d'action Financière 2011, p. 17).

му миру и используется как в сельском хозяйстве, так и в области строительства. Здесь уместно будет вспомнить фильм режиссера Ежи Сколимовского «Левая работа»⁵⁵ (1982) с Джереми Айронсом в главной роли. В этом фильме, ставшим классикой жанра, с большим сочувствием изображается нелегкая жизнь польского плотника, который нелегально работает в Великобритании и получает деньги, не зарегистрированные в бухгалтерских отчетах.

По оценкам, на сегодняшний день по всему миру работает около 230 миллионов мигрантов⁵⁶. Согласно сведениям отдела ООН по наркотикам и преступной деятельности, Международной организации труда и Госдепа США, рабочие-мигранты в большой степени подвержены эксплуатации. Еще в 1960-е и 1970-е годы американец мексиканского происхождения Сесар Чавес полностью посвятил свою жизнь борьбе за улучшение условий сельскохозяйственных рабочих-мигрантов. Ему удалось добиться больших успехов в Калифорнии и Флориде; его деятельность повлияла и на законодательство США. Тем не менее поток нелегальных рабочих в США и другие экономически развитые страны не уменьшается и эксплуатация мигрантов продолжает оставаться насущной проблемой.

Нелегальная иммиграция требует огромного количества наличных денег, поэтому сам факт существования наличности затрудняет пограничный контроль. Прежде всего, для того чтобы пересечь границу, мигранты, как правило, расплачиваются с контрабандистами наличными. Согласно отчету за 2011 год, составленному Группой разработки финансовых мероприятий для борьбы с отмыванием денег (FATF), переправить одного человека

55. В российском прокате название фильма «Moonlightning» было переведено неправильно — «Лунное сияние». — *Прим. пер.*

56. (United States Department of State 2015, p. 38).

из Мексики в США стоит от 1000 до 3500 долларов, а из Центральной Азии в Западную Европу — от 3000 до 10000 долларов⁵⁷. Далее (и эта причина представляется еще более важной), в бизнесе, основанном на труде нелегальных мигрантов, выплаты заработной платы осуществляются наличными, чтобы до минимума свести риск отслеживания источника, из которого поступают денежные средства. Именно на этом условии и настаивают те работодатели, благодаря которым в итоге и продолжает существовать нелегальная иммиграция⁵⁸.

В разных странах размер нелегальной иммиграции может сильно отличаться. Одна из причин состоит в том, что есть страны, в которых мигрантам гораздо сложнее смешаться с толпой, чем в других. В таких странах, например, как США, которые недаром называются «плавильным котлом», нелегальные мигранты (то есть жители без официального статуса) составляют более чем 11 миллионов человек, или 3,5% населения⁵⁹. В Европе размеры аналогичных оценок ниже. Так, например, во Франции и в Германии доля нелегальных мигрантов составляет от 0,25 до 0,60% от всего населения, в Дании — от 0,02 до 0,09%, а в Греции — от 1,5 до 1,9%⁶⁰. Тем не менее ситуация в Европе остается почти такой же сложной, как и в США.

Как бы мы ни относились к легальной иммиграции, мало кто из нас стал бы возражать против оче-

57. (Financial Action Tax Force and Groupe d'action Financière 2011, p. 16).

58. Многие вопросы, обсужденные в этой главе, можно прекрасно проиллюстрировать на примере из области строительства. Хотя многие строительные фирмы, вне всякого сомнения, исполняют все законы и требования, область строительства — это традиционный источник головной боли для налоговых, иммиграционных и законодательных служб.

59. (Pew Research Center 2014).

60. (Dustman and Frattini 2012, table 2). Оценки приведены на 2009 год.

видного факта: в нормальной ситуации страны обладают суверенным правом на контроль над своими границами и на выработку собственной иммиграционной политики. Этот вопрос становится все более и более важным для стран с развитой экономикой. Ряд американских политиков предлагают ввести чрезвычайные меры, такие как сооружение гигантского заграждения из колючей проволоки вдоль всей границы между США и Мексикой. Подобное заграждение уже было установлено в Венгрии, и некоторые другие европейские страны также размышляют над этим вопросом. Но в то же время эти люди не хотят понять, что если бы работодатели лишились возможности оплачивать труд мигрантов наличными, то использование нелегальных рабочих стало бы для них гораздо более сложным и рискованным делом. Точно так же некоторые отказываются признать тот факт, что постепенное избавление от наличных денег могло бы оказаться более эффективным средством, чем иные рассматриваемые альтернативы. Конечно, анонимные платежи можно совершать не только с помощью наличных денег. Можно, например, воспользоваться картой с предоплатой, кредитами, дистанционно выдаваемыми интернет-магазином *Amazon*, или криптовалютами. Однако эти альтернативные способы сопряжены с определенными рисками и затратами. При этом государственная политика может быть направлена на увеличение этих рисков и затрат. В будущем контроль над границами, по всей вероятности, будет все труднее осуществлять, однако в перспективе (если произойдет постепенное изъятие наличных денег из обращения, или хотя бы ограничение их объема) можно надеяться, что удастся создать более качественный контроль. Таким образом, при планировании полного изъятия наличных из обращения придется решать проблему амнистирования всех оставшихся нелегальных мигрантов. Но для того, чтобы покончить с нелегальной иммиграцией, потребуются годы. Это

одна из тех причин, по которым я предлагаю на неопределенное долгое время сохранить в обращении мелкие купюры (см. главу 7).

Мне хотелось бы, чтобы читатели правильно меня поняли. Я горячо приветствую легальную иммиграцию в высокоразвитые страны. Любой экономист, изучающий проблему неравенства в уровне доходов и благосостояния, понимает, что, несмотря на стремительный прогресс, достигнутый за три последних десятилетия, экономические различия, существующие между странами, просто заслонили неравенство между гражданами одной страны. (Это, кстати, сильно волнует Томаса Пикетти и ряд других экономистов.) Лауреат Нобелевской премии за 2015 год Ангус Дитон, автор книги «Великий побег» (Deaton 2013; Дитон 2016), очень ярко описал эту проблему. Международная миграция из бедных стран в экономически развитые страны дает иммигрантам возможность значительно улучшить свое финансовое положение. Не исключено, что этот вопрос встанет еще острее с гуманитарной точки зрения, если (а это кажется вполне вероятным сценарием развития) вследствие климатических изменений некоторые территории, которые сегодня плотно заселены, станут непригодными для проживания. Хочется верить, что если страны обеспечат более качественный контроль над своими границами, то это повернет все дебаты по поводу иммиграционной политики в более рациональное и, как я надеюсь, оптимистичное русло.

Терроризм

Терроризм — это, пожалуй, главный фактор, который активизировал глобальную борьбу с отмыванием денег и способствовал введению жестких ограничений на анонимные транзакции, включая транзакции наличными деньгами. Террористические атаки, совершенные 11 сентября 2001 года в Нью-Йорке, Вир-

джинии и Пенсильвании, заставили правительство США принять самые решительные меры контроля над исполнением глобальных требований законодательства по отмыванию денег, в частности над отчетностью банков по крупным наличным вкладам и снятиям денежных средств. В ответ на террористическую атаку, произошедшую в Париже в ноябре 2015 года, Еврокомиссия в настоящее время занимается подготовкой более строгих правил по обращению криптовалют и предоплаченных карт⁶¹. Когда эта книга уже пошла в печать⁶², европейский центральный банк (ЕЦБ) принял окончательное решение приостановить выпуск новых банкнот достоинством в 500 евро, в первую очередь, для того, чтобы сократить их использование для финансирования терроризма⁶³. Необходимость борьбы с терроризмом, в большей степени, чем какие-либо иные факторы, заставляет делать шаги в сторону нарушения конфиденциальности личных данных в целях укрепления безопасности, особенно в США.

Для финансирования терроризма используется гораздо меньше наличных денег, чем для других видов преступной деятельности; объем этих средств также несопоставимо меньше, чем объем наличных, недополученных при оплате налогов. Даже ИГИЛ (Исламское государство Ирака и Леванта), которое, по всем меркам, является самой богатой террористической организацией в новейшей истории, ежегодно тратит около 1–2 миллиардов долларов. Это достаточно скромная цифра, по сравнению с расходами крупнейших наркокартелей. Конечно, ИГИЛ широко использует наличные деньги, которые в том числе

61. Francesco Gurarscio, «EU to Step Up Checks on Bitcoin, Prepaid Cards to Fight Terrorism», *Reuters*, February 2, 2016, <http://uk.reuters.com/article/uk-eu-terrorism-financing-idUKKCN0VB-1MK>.

62. Это было в 2016 году. — *Прим. пер.*

63. «ECB Ends Production and Issuance of €500 Banknote», *European Central Bank website*, May 4, 2016.

добывает при разграблении банковских хранилищ на завоеванных территориях⁶⁴. Борьба с терроризмом напрямую связана с ограничением использования крупных сумм наличных денег, а также совершения анонимных платежей и платежей от имени фиктивных лиц. В будущем антитеррористические мероприятия потребуют, наверное, еще более решительных мер. Однако если говорить о мировом запасе наличных денег, то здесь терроризм выступает как относительно второстепенный фактор.

Фальшивомонетничество

Нужно сказать несколько слов и о фальшивомонетничестве. Когда в 1865 году была создана Секретная служба США, то главной ее задачей была борьба с фальшивомонетчиками. В то время в обращении находилось большое количество поддельных денег — от одной трети до половины всех американских долларов. Согласно данным Казначейства США, в 2001 году количество фальшивых денег составляло менее чем 0,01% от общего объема американской валюты⁶⁵. Анализ, проведенный Федеральной резервной системой в 2012 году, подтвердил эти данные⁶⁶. Однако бдительность, с которой продавцы розничной торговли принимают у покупателей купюры крупного достоинства, даже в США, свидетельствует о том, что осторожность никогда не помешает. Безусловно, производство фальшивых денег не имеет большого размаха. Однако, с другой стороны, трудно представить себе, что какое-нибудь государство признает, что у него имеются серьезные проблемы с собственной валютой, раньше, чем оно разработает содержательный план мероприятий по решению этих проблем.

64. (Financial Action Task Force 2015; Johnson 2014).

65. (Federal Reserve Bank of San Francisco 2004).

66. См., например: (Judson and Porter 2012).

Мы уже упоминали о том, что Казначейство США выпустило несколько серий модифицированных купюр достоинством в 100 долларов. Это было сделано для того, чтобы уменьшить угрозу появления фальшивых долларов. Совсем недавно, в октябре 2013 года, был выпущен еще один вид многоцветных купюр, содержащий множество защитных свойств. Наверное, эти новые купюры были введены в обращение для того, чтобы противостоять угрозе, которую представляют легендарные северокорейские «супербанкноты» достоинством в 100 долларов. Впервые они были обнаружены во время полицейской облавы в порту Ньюарка⁶⁷. Тогда агенты федеральной службы обнаружили, что «супербанкноты» содержали в себе волокна такого же состава, что и подлинные доллары, были обработаны такими же высокотехнологичными чернилами, меняющими свой цвет под разным углом зрения, и во всех других отношениях были практически неотличимы от подлинных купюр⁶⁸.

Однако по мере того, как для печати 100-долларовых купюр будут использовать все более изощренные способы защиты, встанет вопрос: сколько времени потребуется потребителям для того, чтобы изучить все тонкости и быть в состоянии отличить подлинные купюры от поддельных? Потребуется ли им для этого сканировать каждую купюру, или «прогонять» деньги через специальные аппараты, снабженные высокотехнологичными программами? Но тогда исчезнет одно из немногих, до сих пор сохранившихся, преимуществ наличных денег.

Фальшивомонетничество — это достаточно серьезная проблема для ряда стран. Например, только за недавнее время подделка денег в Китае приобре-

67. Важная часть порта Нью-Йорка и Нью-Джерси. — *Прим. пер.*

68. Stephen Mihm, «No Ordinary Counterfeit», *New York Times*, July 22, 2006. За последние годы Перу превратилось в мировую столицу по производству фальшивых денег.

ла такой размах, что фальшивые деньги попадают даже в банкоматы. Риск получить фальшивую купюру увеличился в Китае до такой степени, что на многих предприятиях розничной торговли служащие, прежде, чем принять деньги, вынуждены пропускать их через специальное устройство, удостоверяющее их подлинность. Для борьбы с этим явлением в конце 2015 года китайское правительство начало постепенно вводить в оборот новые купюры, с более высокой степенью защиты. Новую купюру достоинством в 100 юаней по-прежнему украшает портрет Мао. Но теперь деньги имеют ряд защитных свойств. Так, например, если поменять угол зрения, то благодаря специальным чернилам купюры меняют свой цвет. Для большинства стран фальшивомонетничество не представляет серьезной угрозы, но все-таки, чтобы эта проблема никого не застала врасплох, необходимо постоянно развивать новые технологии.

ДЕНЬГИ И ЗДОРОВЬЕ ЛЮДЕЙ

Кроме того, что наличные деньги играют на руку криминальной деятельности, денежные знаки, бывшие в употреблении, могут представлять собой опасность с точки зрения распространения заболеваний⁶⁹. Исследователи из Нью-Йоркского университета обследовали купюры достоинством в 1 доллар и обнаружили на них тысячи микробов, включая разного вида бактерии, некоторые из которых проявляли устойчивость даже к антибиотикам⁷⁰. Конеч-

69. В одной из своих ранних статей, посвященных проблеме избавления от наличности, Джеймс Глик (Gleick 1996) делает особый акцент на том, что бумажные деньги могут представлять собой угрозу для здоровья людей. Уорик (Warwick 2015) также подчеркивает важность этой проблемы.

70. Robert Lee Hotz, «You Shouldn't Put Your Money Where Your Mouth Is», *Wall Street Journal*, April 18, 2014, <http://www.wsj.com/articles/SB10001424052702303456104579489510784385696>.

но, большинство людей понимает, что, когда имеешь дело с деньгами, необходимо соблюдать правила гигиены. Тем не менее не так уж трудно представить себе, что бумажные деньги, являющиеся разносчиками различных заболеваний, в будущем могут вызвать пандемию. В некоторых странах с тропическим климатом возможность передачи заболеваний через бумажные деньги уже обнаружила себя как опасная проблема, угрожающая здоровью людей⁷¹.

На это, конечно, можно возразить, что экраны банкоматов, платежных аппаратов в сетях розничной торговли и т. д., до которых дотрагиваются тысячи людей, тоже не лишены проблем, а также что некоторые новые технологии могут представлять еще бóльшую угрозу для здоровья людей, чем наличные деньги. Но ведь в конечном счете забота о здоровье нации в настоящее время не является главным аргументом против использования наличных денег.

* * *

Из этой главы, как и из предыдущих глав, мы узнали лишь о том, насколько большие издержки создают наличные деньги с точки зрения ухода от уплаты налогов и использования наличности в нелегальных сферах. Теперь же мы постараемся выяснить, какую прибыль получают центральные банки и казначейства непосредственно от печатания бумажных денег.

«NYU's Jane Carlton on Sequencing Money», *Genomeweb*, September 3, 2016, <https://www.genomeweb.com/sequencing/ny-us-jane-carlton-sequencing-money-sewage-new-york-city-and-malaria-india>.

71. См., например: (Orji et al. 2012). В этой работе приводятся данные, согласно которым в штате Анамбра, Нигерия, возбудители паразитарных инфекций были обнаружены как на бумажных деньгах, так и на деньгах, изготовленных из полимерных пластиков.

ГЛАВА 6

Сеньораж

ПРАВИТЕЛЬСТВА получают огромную прибыль от монополии на выпуск бумажных денег — напечатать их практически ничего не стоит, зато ими можно расплачиваться в суммах, соответствующих их номиналу. Как будет показано ниже, значительные доходы от выпуска бумажных денег — это главный фактор, который мешает центральным банкам приступить к постепенному уменьшению объема наличности в обращении. Во-первых, центральным банкам придется отказаться от доходов, которые они получают, обеспечивая деньгами как легальную, так и теневую экономику (для второго случая мы используем термин «обратное отмывание денег»). Кроме того, при любых оценках расходов, которые потребуются для уменьшения объема наличных денег в обращении, необходимо учитывать тот факт, что государства столкнутся с необходимостью выпуска ценных бумаг, по которым будет выплачиваться процент, для выкупа денег, с которыми не связаны процентные расходы. На сегодняшний день эта проблема не является особо важной, поскольку процентные ставки по краткосрочным долговым бумагам близки к нулю, но нет никакой гарантии, что в будущем они останутся такими же низкими. Но мы начнем с рассмотрения доходов, которые правительства получают в настоящее время.

Большинство людей прекрасно понимают, что государства взимают с них «инфляционный налог»,

когда обесценивают существующие деньги, печатая новые денежные знаки, столь необходимые для экономики, и тем самым вызывая инфляцию. Владельцы денежных средств платят налог, поскольку реальная покупательная способность их наличности падает. Государство получает большой доход, когда тратит деньги, которые оно само же и печатает. Однако государство может заработать на выпуске дополнительных денег, даже не создавая инфляции. Для этого нужно всего лишь удовлетворять растущий транзакционный спрос, который, как правило, зависит от экономического роста.

Спрос на наличные деньги может возникнуть также и при общем понижении процентных ставок. В этом случае сокращаются так называемые альтернативные издержки на хранение валюты. Несмотря на появление альтернативных платежных средств, определенную роль в увеличении спроса на бумажные деньги, несомненно, сыграла наблюдаемая в течение трех последних десятилетий тенденция к понижению процентных ставок и снижению темпов инфляции.

Еще одним важным фактором, обуславливающим повышение спроса на бумажные деньги, является рост теневой экономики, например когда вследствие введения более высоких ставок налогообложения наблюдается более масштабное уклонение от уплаты налогов или когда повышается уровень преступности. Не связанная с инфляцией доля государственных доходов от печатания денег, по сути, является «рентой», которую государство получает благодаря установлению монополии на бумажные денежные средства.

Общий доход государства от выпуска бумажных денег — включая как «инфляционный налог», так и монопольную «ренту», накопленную благодаря удовлетворению большего спроса на наличные деньги — иногда называют сеньоражем. Этот термин ведет свое происхождение от старинного фран-

цузского слова *seigneur*¹. Это слово появилось еще в то время, когда монеты чеканили из золота, серебра и меди. Тогда оно обозначало разницу между номиналом монеты, установленным государством, и затратами на ее изготовление, включая стоимость материала и затраты на чеканку. С появлением необеспеченных декретных бумажных денег эта практика перешла на новый, более высокий уровень. Согласно оценкам Федеральной резервной системы, изготовить 100-долларовую купюру стоит 12,3 цента, а купюру номиналом в 1 доллар — 4,9 цента².

Когда-то Марко Поло назвал создание бумажных денег алхимией. Применительно к современному сеньоражу это определение не так уж далеко от истины. В период с 2006 по 2015 год благодаря печатанию денег и их последующему расходованию правительство США заработало 0,4% ВВП. На 2015 год прибыль от сеньоража составила немногим менее 70 миллиардов долларов. Эта сумма как раз равна 0,4% от средней величины ВВП за 10-летний период. В течение этого же периода Европейский центральный банк зарабатывал 0,55% ВВП ежегодно. Если сопоставить данный показатель с эталонным значением для ВВП на 2015 год, то эта сумма составит приблизительно 60 миллиардов евро (или 66 миллиардов долларов). В действительности этот доход выглядит несколько более высоким благодаря экстремально низкому уровню процентных ставок, понижение которых на-

-
1. В старофранцузском языке слово «сеньораж» означало право сеньора чеканить деньги. — *Прим. пер.*
 2. Federal Reserve Board FAQs, «How much does it cost to produce currency and coin», http://www.federalreserve.gov/faqs/currency_12771.htm. В эти расчеты не включены многочисленные дополнительные расходы (например, расходы на ведение бухгалтерии, хранение денег, оплату труда сотрудников, занимающихся денежной логистикой), но в целом издержки на печатание купюр достоинством в 100 долларов несопоставимо малы по сравнению с их стоимостью. Более подробно об этом см.: (United States Mint 2014).

блюдалось в результате финансового кризиса³. Однако еще до того, как процентные ставки стали нулевыми, доход правительства США составлял в среднем 0,25% от ВВП. В эти расчеты не входит сеньораж от резервов электронных банков, объем которого, безусловно, должен возрасти в результате постепенного отказа от использования бумажных денег. Государственный доход будет зависеть от ряда регулятивных факторов, таких, например, как норматив обязательного резервирования средств банками в размере процентов от суммы остатков на счетах клиентов, или величина процентной ставки, по которой центральный банк платит банкам за эти резервы⁴.

ПРАКТИКА СЕНЬОРАЖА

Важно отметить, что в настоящее время сеньораж понимается в двух смыслах. Если планировать постепенное уменьшение объема наличных денег в обращении, то необходимо учитывать оба этих аспекта. Приведенные выше расчеты в евро и в долларах были выполнены на основе использования простой и интуитивной концепции «монетарного сеньоража»⁵. Такое представление о сеньораже предполагает понимание того, в какой степени печатание денег и их трата позволяет государству осуществлять расходы в размерах, превышающих имеющиеся у него денежные средства. Так воспринимали сеньораж

-
3. В действительности вполне вероятно, что на первых порах, после того, как процентные ставки достигнут положительных значений, спрос на наличные деньги будет падать и что в течение нескольких лет Федеральной резервной системе придется выкупать доллары, чтобы не допустить инфляции.
 4. Центральный банк России на обязательные резервы банков процент не начисляет.
 5. (Neumann 1992); по поводу различных трактовок сеньоража, получаемого от альтернативных расходов, см.: (Schmitt-Grohe and Uribe 1999).

средневековые монархи, и в наших интересах лучше сосредоточить внимание именно на этом аспекте. Вернемся теперь к примеру США: если инфляция составляет 2%, то тогда инфляционный налог на 1,4 триллиона долларов (а именно такая сумма денег находится у населения, включая деньги в банковских хранилищах) составит 28 миллиардов долларов, или более чем одну треть от общего дохода в сумме 70 миллиардов долларов.

В современное время практика сеньоража гораздо более мягкая, чем в Средние века, даже если она дает такой же результат. Если раньше государству приходилось печатать деньги и непосредственно тратить их на покупку различных товаров, то теперь сеньораж представляет собой трехэтапный процесс. На первом этапе государство тратит больше денег, чем имеет (благодаря доходам с налогов), и для того, чтобы покрыть разницу, выпускает государственные облигации, по которым выплачиваются проценты. На втором этапе центральный банк (средства которого полностью принадлежат государству) создает, в безналичной форме, банковские резервы, являющиеся электронным эквивалентом наличных денег, и использует полученный доход на выкуп государственных облигаций. Через какое-то время центральный банк, как правило, получает свой доход, поскольку по выкупаемым им долгосрочным облигациям выплачивается более высокая процентная ставка, чем та, по которой банки создают резервы. На третьем этапе центральный банк возвращает государству доходы за вычетом понесенных им издержек. Все это выглядит вполне цивилизованно, и если центральный банк обладает достаточной независимостью, то вся процедура сводится не только к тому, чтобы «подкрасить» баланс (это мы подробно обсудим в главе 12).

Тем не менее с точки зрения реальной бухгалтерии этот трехэтапный процесс ничем не отличается от того, если бы государство просто закупало необходимые товары на им же самим напечатанные

деньги. Даже в настоящее время некоторые автократичные или популистские правительства продолжают относиться к сеньоражу так же, как к нему относились монархи периода Средневековья: они действуют в обход правил прозрачных рыночных операций и принуждают центральные банки тоннами поставлять деньги в собственное распоряжение, чтобы затем обеспечить свои последующие траты. Так, например, в Аргентине, в эпоху президентства Нестора Киршнера, а затем Кристины Киршнер, в 2003–2015 годах, вопросу о независимости центрального банка совсем не уделялось внимания.

Хотя самым естественным является, пожалуй, монетарный сеньораж, существует второй способ получения доходов от сеньоража, так называемый сеньораж альтернативных издержек. При втором способе предполагается уяснение следующего вопроса: что будет, если государство полностью откажется от монополии на печатание денег, выйдет из бизнеса и для того, чтобы компенсировать дефицит прибыли по отношению к расходам, будет прибегать только к получению кредитов (то есть то, что делаем и мы, простые смертные)? В настоящее время процентные ставки очень низки. Средняя процентная ставка, по которой Казначейство США в марте 2016 года выкупило свои обращающиеся на рынке долговые обязательства, составила всего 2,03%. Следовательно, остающиеся 1,4 триллиона долларов долга должны стоить немногим более 28 миллиардов долларов в год⁶. Однако если бы средняя процентная ставка по выплате обращающегося на рынке государственного долга была выше «нормальных» 4% (что соответствовало бы уровню инфляции в 2% и темпам роста реальных доходов в 2%), то тогда «сеньораж от альтернативных издержек» в номинальном исчислении составил бы 56 миллиардов

6. US Treasury Direct, «Interest Rates and Prices», https://www.treasurydirect.gov/govt/rates/pd/avg/2016/2016_01.htm.

долларов (однако в реальной ситуации, учитывая существующий уровень инфляции, затраты на погашение долга, по которому предполагается выплата процентов, составила бы только 2% в год, или 28 миллиардов долларов).

На рис. 6.1 показан средний доход, получаемый от печатания бумажных денег как процент ВВП для ряда стран. При расчетах использовался подход «монетарного сеньоража». Для Швейцарии и Сингапура этот показатель составил 0,60% и 0,62% соответственно. Эти страны имеют средние доходы, близкие к доходам еврозоны — 0,55%. Для Канады и для Великобритании этот показатель гораздо ниже и составляет 0,18%. Данные для Китая в таблице не приводятся, поскольку имеющаяся база данных не охватывает достаточно длительного периода. Однако за последние годы монетарный сеньораж от выпуска бумажных денег в Китае в среднем составлял 0,5% от годового ВВП, то есть был где-то посередине между показателями темпов для США и еврозоны⁷. Для большинства стран доход от монетарного сеньоража за последние годы наверняка завышался вследствие экстремально низких показателей процентных ставок.

После того как ситуация с процентными ставками нормализуется, показатели для США, скорее всего, упадут до стандартного значения приблизительно 0,3% от ВВП. Однако это произойдет лишь после переходного периода, когда показатели дохода от сеньоража станут низкими, или даже отрицательными, по мере того как население начнет переводить свои наличные сбережения в ценные бумаги,

7. Показатели для Китая приводятся на основе данных о сеньораже за 2013, 2014 и 2015 годы; источник: People's Bank of China. Одна из первых попыток рассчитать убытки от прекращения сеньоража в Европе в связи с переходом на использование в расчетах безналичных средств предпринята в работе: (Boeschoten and Hebbink 1996).

СЕНЬОРАЖ

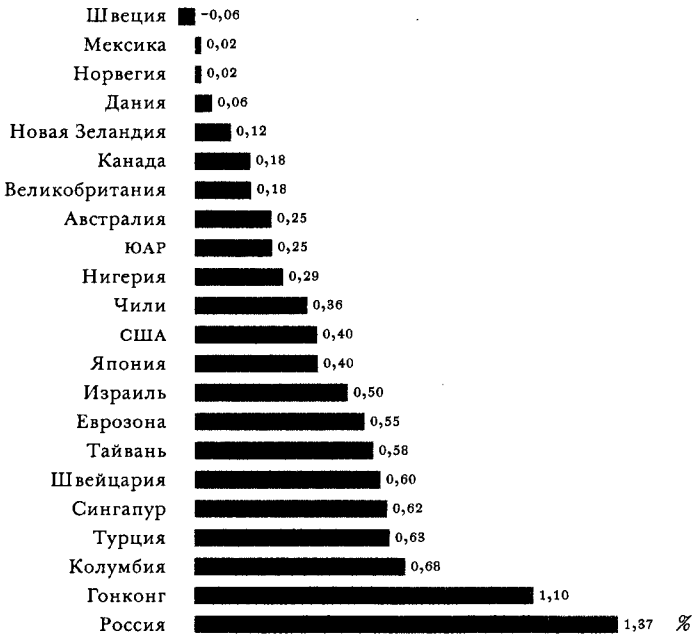


РИС. 6.1. Отношение доходов с сеньоража к ВВП, средние показатели для периода с 2006 по 2015 год

Источники: IMF, International Financial Statistics, а также материалы центрального банка. Данные для Норвегии приводятся за период с 2006 по 2014 год.

по которым предполагается выплата процентных ставок. Высокий доход от сеньоража в России объясняется иными причинами: государство получает высокий доход от налогов благодаря высокому уровню инфляции в условиях большого количества наличных денег в обращении, что, в свою очередь, связано с укоренившейся традицией коррупционной системы использовать наличные средства.

Даже при сегодняшних увеличившихся показателях отношение сеньоража к ВВП, представленное на рис. 6.1, гораздо ниже, чем соответствующие

оценки масштаба неуплаты налогов, которые обсуждались в главе 5. Для США было рассчитано, что уровень неуплаты только федеральных налогов составлял 2,7%, а если учесть неуплату местных налогов и налогов штатов, то это значение увеличилось бы приблизительно еще на один процент. Как мы уже отмечали в главе 5, в Европе уровень неуплаты налогов еще более высокий.

Особо нужно отметить ситуацию в Швеции. Здесь с 2007 года использование населением наличных бумажных денег и монет сокращается, причем не только по отношению к ВВП, но также и в абсолютных величинах. Поэтому доход от печатания бумажных денег в Швеции, измеренный по этому принципу, имеет отрицательные значения⁸. Именно поэтому шведский центральный банк — Риксбанк — уже начал обсуждать вопрос о том, почему, в перспективе, ему следует сконцентрировать свои усилия на оздоровлении экономики в целом, а не на отчетах о прибылях и убытках⁹. В этом отношении, после финансового кризиса 2008 года, Швеция имеет уникальный опыт. Однако, как уже упоминалось выше, легко представить себе ситуацию, когда, при условии что начнется нормализация процентных ставок, временно снизится спрос на наличные деньги. Тогда центральные банки уже других стран могут столкнуться с той же проблемой, что и Швеция. При этом центральный банк Швеции на протяжении всего этого периода продолжит печатание бумажных денег, используя «сеньораж альтернативных издержек». К обсуждению опыта Швеции мы еще вернемся в главе 7.

В течение многих десятилетий сеньораж, как доля от ВВП, приносил относительно скромные доходы. Нужно признать, однако, что в период высо-

8. Более подробно о падении спроса на наличность в Швеции начиная с 2007 года см. в: (Jochnick 2015).

9. См.: (Jochnick 2015).

кой инфляции в 1970-е годы в некоторых европейских странах сеньоражные доходы от печатания денег были существенно более высокими. Так, например, в период с 1974 по 1978 год доходы от сеньоража в Греции, получаемые от печатания денег, ежегодно составляли от 2,2 до 2,7%, а в Италии — от 1,1 до 1,4% ежегодно¹⁰. Но с появлением альтернативных платежных средств, таких как кредитные и дебетовые карты, с трудом верится, что такой высокий уровень снова будет наблюдаться в большинстве развитых европейских стран, которые находятся в одном шаге от нового витка вполне ожидаемой инфляции.

НАСКОЛЬКО УПАДУТ ДОХОДЫ ОТ СЕНЬОРАЖА

Если постепенно изымать значительный объем наличных денег из обращения, то степень, в какой упадут доходы от сеньоража, частично будет зависеть от того, сколько наличных в итоге останется на руках у населения после завершения этих мероприятий. Предположим, например, что будет принято решение избавиться от наличных купюр крупного номинала (в случае США это будут купюры в 50 и в 100 долларов). Как мне представляется, в результате наступит резкое сокращение объема наличных денег в обращении, поскольку мелкие купюры станут гораздо менее популярными в теневой экономике, чем купюры крупного номинала. На конец 2015 года только 3% от всего объема бумажных денег, находящихся в обращении в США, представляло собой купюры номиналом в 10 долларов или еще более мелкие купюры, или лишь 16%, если включать купюры достоинством в 20 долларов¹¹.

10. Расчеты сделаны на основе данных, предоставленных в источнике: International Monetary Funds' International Financial Statistics (n. d.)

11. Board of Governors of the Federal Reserve System, «Currency in

Предположим, что общее количество выпущенных наличных долларов уменьшится на 50%. После того как Казначейство выкупит эти банкноты, выпустив при необходимости специальные казначейские облигации, объем наличности все равно составит сумму 700 миллиардов долларов. Если спрос на эти оставшиеся наличные деньги будет расти с такой же скоростью, как за последние десять лет, то Федеральная резервная система будет продолжать зарабатывать по 35 миллиардов долларов ежегодно. Эта сумма будет во много раз превышать текущие расходы по бюджету Федеральной резервной системы на 2015 год, составляющие 4,3 миллиарда долларов.

Если бы выпуск бумажных денег совсем перестал приносить доход, то центральный банк все равно получал бы доход от создаваемых в безналичной форме банковских резервов. Размер дохода в таком случае зависел бы от соотношения процентной ставки, выплачиваемой банкам, и процентной ставки, которую центральный банк зарабатывал бы по своим активам. Можно легко представить, что в мире, в котором существуют только электронные деньги (в этом случае физическим лицам с низкими доходами должны открываться дебетовые счета, при этом расходы на обслуживание этих счетов должны субсидироваться), спрос на средства, резервируемые в центральном банке, будет возрастать, причем, по всей вероятности, достаточно резко. Этот процесс вряд ли регулируется внешними факторами. В распоряжении государства имеется множество регуляторных рычагов, которыми оно может в любой момент воспользоваться. Так, например, оно может предпринять более решительные меры, чем раньше, и перекрыть кислород фондам денежного рынка, которые в настоящее время почти не регулируются.

В экстремальных случаях правительство может начать действовать по чикагскому сценарию («Чикагский план», 1930-е годы), то есть разрешить банкам выпускать платежные средства, подобные деньгам, но только в том случае, если они будут на 100% обеспечены государственными долговыми обязательствами, которые могут также включать и резервы, хранящиеся в центральном банке¹². Понятие «Чикагский план» связано с именами экономистов из Чикаго Генри Саймона, Франка Найта, Милтона Фридмана и Ирвинга Фишера (последний из них на самом деле был профессором Йельского университета). Эти экономисты выступали за идею «безопасного банкинга»¹³, который, по их мнению, мог бы позволить смягчить проблемы моральных рисков и положить конец наплыву вкладчиков, требующих от банков немедленной выдачи своих средств. Для этого, правда, требуется выполнение одного условия — само государство должно быть полностью платежеспособным по своим обязательствам.

Если принять на вооружение чикагский сценарий, то это привело бы к количественным изменениям в финансовой системе и способствовало бы полному перераспределению направлений финансовых потоков в экономике. Расширение государственной монополии на все платежные средства, используемые в розничной торговле, позволило бы государству получать крупные денежные средства. Однако в этом случае государство отняло бы у системы частных банков их главный механизм формирования пассивов. В действительности, по некоторым оценкам, необходимые банковские резервы

12. См.: (Benes and Kumhoff 2012; Kotlikoff 2011).

13. Использован термин *narrow banking*. Имеется в виду концепция такого банка, который специализируется на приеме вкладов и транзакционных услугах, при этом пассивы размещаются не в кредиты, а в надежные государственные ценные бумаги. — *Прим. пер.*

могли бы составлять 180% от ВВП, то есть существенно превысили бы суммы, получаемые от всех других размещений государственных долговых инструментов¹⁴. В такой ситуации вполне вероятно, что государству пришлось бы скупать иные виды активов для того, чтобы создать необходимое предложение «безопасного» государственного долга. Однако это может произойти лишь при условии, что начнут развиваться альтернативные рынки кредитования малого и среднего бизнеса, например появятся фонды, предоставляющие кредиты, которые можно будет объединять для секьюритизации¹⁵. Чикагский план — это самая экстремальная мера. Но, по сути, у государства имеется множество самых разнообразных рычагов, с помощью которых оно может инициировать увеличение резервов, если его целью будет эффективное повышение доходов от безналичных денег на балансах банков, для компенсации недоплаты доходов от выпуска бумажных денег. Между прочим, эти мероприятия должны также повысить стабильность финансовой системы.

ЗАТРАТЫ НА ЗАМЕНУ БУМАЖНЫХ ДЕНЕГ ПРОЦЕНТНЫМИ ДОЛГОВЫМИ БУМАГАМИ

Если государство полностью изымет бумажные деньги из обращения, то по ряду причин ему придется отказаться от доходов, получаемых как от монетарного сеньоража, так и от сеньоража альтернативных издержек. Естественно, если государство перестает печатать деньги, то оно лишается монетарного

14. (Benes and Kumhoff 2012).

15. Мне лично больше нравится план, изложенный в работе Адмати и Хеллвига (Admati and Hellwig 2013), согласно которому предполагается сохранить в целом существующие институты, но принудить финансовые компании получать финансирование в большей степени на рынке капитала, а не с помощью выпуска долговых обязательств.

сеньоража. Однако в то же время оно столкнется с необходимостью выпуска простых облигаций для того, чтобы выкупать изымаемые денежные средства. Если допустить, что в США отношение находящихся в обращении бумажных денег к ВВП составляет 7,4%, то в процессе изъятия из обращения наличности отношение облигаций к ВВП увеличится на 7,4%. Мы уже приводили расчеты, согласно которым номинальные затраты составят около 28 миллиардов долларов при сегодняшних крайне низких процентных ставках, выплачиваемых по государственным долговым обязательствам. Если уровень инфляции будет составлять все те же 2%, то реальные расходы будут нулевыми, поскольку государство сможет позволить долговым бумагам, используемым для выкупа бумажных денег, вырасти в цене на 2% без изменения их реальной, скорректированной на рост цен, стоимости. Однако, как мы обсуждали выше, существует большая вероятность того, что процентные ставки поднимутся, что, в свою очередь, приведет к повышению затрат на обслуживание государственного долга. Если процентная ставка по долговым бумагам в среднем будет равна 4%, а инфляция сохранится на уровне 2%, то реальные издержки суммой в 28 миллиардов долларов в год добавятся к ежегодным 70 миллиардам долларов сеньоражных доходов, которые государство не получит от выпуска денег. Следовательно, общая сумма издержек составит 98 миллиардов долларов в год. Если экономика действительно находится в стадии роста в реальном измерении, без учета инфляции, то отношение издержек на обслуживание долга к размеру ВВП со временем уменьшится.

В действительности же эти расчеты сделаны с некоторым запасом. Если реальные процентные ставки, выплачиваемые по государственным облигациям, поднимутся хотя бы до 2 или 3% (на сегодняшний день они равны нулю), то доход от сеньоража, получаемого от выпуска бумажных денег, по всей вероят-

ности, значительно сократится. Не исключено, что эти доходы составят всего лишь 30 миллиардов долларов в год, то есть вернуться к своему докризисному уровню. Вполне возможно также, что в течение какого-то периода они будут отрицательными (вспомним опыт Швеции) — все то время, пока мировые экономики будут сокращать свои наличные средства, с учетом высоких процентных ставок. Для адекватной оценки издержек необходимо систематическое сопоставление альтернативных вариантов, учет степени неопределенности и расчет общей предполагаемой суммы издержек на постепенное сокращение объема наличности. Но главное, что необходимо сделать государству, если оно хочет держать инфляцию под контролем, — это выпустить долговые ценные бумаги, что позволит компенсировать любое сокращение объема бумажных денег.

Существует, однако, один важный нюанс, который, как я думаю, следует обсудить прямо сейчас, не дожидаясь главы 7 (в ней я собираюсь подробно изложить рабочий план по изъятию из обращения большей части бумажных денег). Даже полное изъятие бумажных денег не означает, что все бумажные деньги действительно будут выкуплены. Очень многое зависит от того, насколько строгие меры примет государство по ограничению использования накопленных наличных денег в глобальной нелегальной экономике. Современные законы, направленные против отмывания денег, уже сегодня предъявляют серьезные требования к банкам по вопросам отчетности о внесении на счет крупных сумм наличных денег. Сейчас уже не та ситуация, когда какой-нибудь наркоторговец может просто прийти в банк и, не вызывая подозрений, открыть счет на 10 миллионов долларов.

При стандартном обмене бумажных денег государство заинтересовано в том, чтобы убедить население в сохранении статус-кво. Это важно для того, чтобы спрос на денежные средства, выпускаемые го-

сударством, в будущем не сократился. Предположим, что Япония решила осовременить свои бумажные деньги и выпустить «новые иены», стоимость которых в 100 раз превышает стоимость старых иен. На сегодняшний день стоимость 1 иены составляет приблизительно 1/100 от стоимости 1 доллара. Таким образом, 1 новая иена будет стоить примерно столько же, сколько 1 доллар. Чтобы провести денежную реформу, государству придется обменять новые 100-иеновые купюры на старые купюры достоинством в 10000 иен, 50-иеновые купюры на старые купюры достоинством в 5000 иен и так далее. Государства таким способом часто модернизируют свою валюту после длительного периода инфляции или, скажем, после войны. Конечно, любому государству хотелось бы использовать этот момент для того, чтобы наказать мошенников, которые раньше совершали правонарушения в финансовой сфере. Можно было бы создать различные препоны при обмене денег, но тогда теневая экономика начала бы изыскивать более хитроумные способы для того, чтобы распоряжаться своими запасами бумажных денег в местной валюте. А это, в свою очередь, привело бы в будущем к сокращению доходов государства от печатания денег. Поэтому при обычном обмене денег государство не старается усложнить процедуру обмена наличных денег.

Однако если государство всерьез задумалось о сокращении объема бумажных денег, находящихся в обращении, ему не стоит особо переживать по поводу падения спроса на наличность в будущем. Поэтому для государства наступает хороший момент, чтобы начать проводить более решительную политику по борьбе с грязными деньгами. Я бы рискнул предположить, что даже если к банкам предъявляются весьма мягкие требования по предоставлению информации, то все равно внушительная доля всех наличных денег — 10%, а может быть, и больше — так никогда и не объявится. Если же правительство бу-

дет вводить более строгие правила по банковской отчетности, подобно тому, как сегодня необходимо сообщать о всех крупных вкладах, сделанных наличными, то высока вероятность, что 20% или больше от всех наличных денег, находящихся сегодня в обращении, так никогда и не легализуется. Эта цифра, естественно, зависит от того, в течение какого времени можно будет производить обмен денег, от конкретных условий и т. д. Представим себе, например, что на каком-то этапе процесса сокращения объема бумажных денег в еврозоне введут более строгие требования по предоставлению банками информации с целью обнаружить «грязные» купюры достоинством в 500 евро. После этого у лиц, имеющих отношение к теневой экономике, возникнут сомнения по поводу безопасности использования и накопления купюр достоинством в 200 евро, поскольку они уже будут понимать, что, когда придет время сокращать объем 200-евровых купюр, при их обмене также могут возникнуть определенные сложности.

Даже если проигнорировать этот нюанс и добавить к расчетам финансовые издержки на выпуск долговых ценных бумаг, которые потребуются для выкупа наличных денег, то это все равно не отменит того факта, что потенциальные доходы от сокращения объема недополученных налоговых платежей должны как минимум компенсировать убытки, связанные с отказом от сеньоража. Это было бы справедливо даже для такого экстремального случая, когда все бумажные денежные средства были бы изъяты из обращения, а государство выкупило бы все «грязные» деньги по их номинальной стоимости. Для США интервал для средних убытков от недоплаты государству налога с доходов физических лиц, вероятно, мог бы колебаться в пределах от 0,3% ВВП (если предположить, что процентная ставка на государственные облигации будет равна нулю и что государство будет получать более скромные доходы от сеньоража) до 0,6% ВВП (если предположить,

что доходы от сеньоража сохранятся на уровне 0,4% ВВП, а процентная ставка по государственным облигациям поднимется до 3%). Необходимо отметить один мелкий, но очень важный момент: хотя мы еще не подошли к оценке потенциальных выгод, которые сулит решительное преодоление отрицательной границы процентных ставок, можно утверждать, что эти выгоды, скорее всего, будут весьма ощутимыми, при условии, что номинальные процентные ставки в течение достаточно длительного времени сохранятся на таком же низком уровне. И все-таки это и есть тот самый сценарий, по которому размеры спроса на наличность и величина сеньоража от печатания денег окажутся, по всей вероятности, самыми высокими из ожидаемых. В наших расчетах мы также не учитываем тот факт, что, когда в обращении сократится объем бумажных денег, безналичные резервы начнут приносить более высокие доходы.

Вследствие того, что европейская теневая экономика в целом развита сильнее, особенно в периферийных странах, последние данные по сеньоражным доходам от печатания денег в Европе тоже имеют более высокие значения и составляют около 0,55% от ВВП (напомним, что в США этот показатель равняется 0,4%). Запас наличных денег относительно ВВП в Европе тоже больше (10,1% по сравнению с 7,4% в США). Из этого следует вывод, что в Европе реальные затраты на сокращение объема наличных денег выше по отношению к ВВП, чем в США, и могут варьироваться в интервале от 0,4% до 0,8% ВВП. Однако и выгоды от постепенного сокращения объема наличности, особенно учитывая более высокие доходы от налогов, по всей вероятности, тоже будут значительно выше. В действительности прибыли, которые Европа может получить от постепенного сокращения объема наличных денег в обращении, в целом могут оказаться существенно выше, чем в США.

США и еврозона в некотором отношении занимают особое положение, поскольку спрос на их валю-

ты за границей очень высок. Для других развитых экономик, денежные единицы которых используются преимущественно внутри страны, расчет целесообразности постепенного избавления от бумажных денег представляет еще более сложную проблему. Сеньоражные доходы от печатания денег в Канаде и в Великобритании вдвое меньше, чем в США, и составляют приблизительно одну треть от сеньоражных доходов в еврозоне. Следовательно, альтернативные затраты, связанные с отказом от печатания денег, в этих странах тоже будут ниже. В Японии на сегодняшний день сеньоражные доходы от печатания денег составляют лишь 0,4% ВВП, однако запас денежных средств по отношению к ВВП гораздо выше — около 19% (рис 3.4). Это означает, что ежегодные реальные расходы для Японии будут очень сильно привязаны к реальным процентным ставкам по ценным бумагам, которые будут выпускаться для выкупа денежных средств, причем нижняя граница оценки составит 0,3% ВВП, а верхняя — 0,9% ВВП. Нижнее значение гораздо более показательно. Наверное, исключительно высокий размер наличных денег, хранящихся у населения Японии, хотя бы частично связан с тем, что в течение двух десятилетий номинальные значения процентных ставок находились около нулевой отметки. Если реальные процентные ставки по ценным государственным бумагам в Японии останутся приблизительно на сегодняшнем уровне, то издержки, связанные с выплатами по ценным бумагам, которые будут выпущены для выкупа бумажных денег, окажутся пренебрежимо малыми. В любом случае, если реальные процентные ставки, по которым Япония должна погашать свой огромный государственный долг (а он составляет в абсолютном выражении более 130% ВВП), вырастут в среднем на 3% по сравнению с сегодняшним уровнем, то страна столкнется с гораздо более серьезными проблемами, чем спрос на наличные деньги. Даже в том случае, если Японии удастся избежать де-

фолта, резкое повышение реальных процентных ставок почти неизбежно приведет в будущем к массивному сокращению спроса на наличные деньги.

ПОЛИТЭКОНОМИЧЕСКОЕ ЗНАЧЕНИЕ СЕНЬОРАЖА

После прекращения существования в начале 1970-х годов Бреттон-Вудской системы фиксированных курсов валют в глобальной макроэкономической политике за последние три десятилетия произошло, пожалуй, лишь одно коренное изменение — это приобретение центральными банками многих стран гораздо большей независимости. Из этого следует важный вывод: в период постепенного сокращения объема наличных денег центральные банки, доходы которых резко снизятся, не должны превратиться в политический «дырявый мешок». Помимо того что сеньораж является скромным, но весьма привлекательным источником дохода для государства, средства, получаемые благодаря печатанию денег, осуществляют также и важную политическую функцию — они способствуют укреплению независимости центральных банков. Доходы, которые приносит сеньораж, превращают центральные банки в крупные центры прибыли, которые зарабатывают больше, чем необходимо для их функционирования, и поэтому могут позволить себе передавать остаток средств в национальные казначейства. Сверхвысокие доходы обеспечивают центральным банкам изрядную долю самостоятельности, и они сами могут принимать решение по поводу того, какие расходы им необходимы, а какие — нет. Такая финансовая свобода, в свою очередь, позволяет центральным банкам содержать в штате высококлассных специалистов по макроэкономике, с помощью которых центральные банки имеют возможность производить самые сложные аналитические исследования и оказывать влияние

на правительство. Информация, получаемая в результате работы этих экспертов, помогает центральным банкам лучше подготовиться к потенциальным кризисам и разработать на этот случай план соответствующих мероприятий. Но тогда возникает вопрос: как сохранить независимость центральных банков, если допустить снижение доходов от печатания бумажных денег?

Независимость центральных банков — это очень важный вопрос. Однако до тех пор, пока безналичные средства, имеющиеся в распоряжении центральных банков, являются, де факто, единицей учета и средством осуществления межбанковских трансакций, не исключено, что центральные банки будут получать доходы от безналичных средств в таком количестве, что их общий объем в большинстве случаев превысит операционные расходы. Один из способов защитить центральные банки при переходе к экономике с меньшим объемом бумажных денег, находящихся в обращении, — это выпустить специальные ценные бумаги казначейства, на которые можно будет выкупить значительную долю имеющихся бумажных денежных средств. Таким образом, удар придется не только на центральные банки. Естественно, имеются факторы, угрожающие независимости центральных банков, и нелегко защитить статус-кво, при котором центральные банки получают дополнительные крупные доходы, предоставляя глобальной теневой и собственно криминальной экономике важнейший финансовый инструмент.

План постепенного выведения из обращения большей части бумажных денег

ПОСЛЕ того как мы обсудили серьезные недостатки бумажных денег, мы готовы приступить к рассмотрению практического вопроса: как можно постепенно уменьшить бóльшую часть объема бумажных купюр, находящихся в обращении? Но, наверное, говорить о конкретных шагах несколько преждевременно, поскольку, за исключением доходов от сеньоража, мы лишь вскользь упомянули о многочисленных достоинствах бумажных денег, а именно об их конфиденциальности, возможности пользоваться ими при полном отключении электричества, а также при других техногенных катастрофах, неуязвимости для кибермошенников, об их использовании в качестве платежного средства малообеспеченными гражданами, не имеющими банковских счетов, и, наконец, о возможности с их помощью совершать расчеты в режиме реального времени. Кроме перечисленных выше достоинств бумажных денег, не следует забывать о таких важных факторах, как инертность и привычка, — огромное количество людей предпочло бы ничего не менять. До сих пор мы откладывали подробное обсуждение этих вопросов, поскольку гораздо удобнее будет рассмотреть их параллельно с изложением плана конкретных мероприятий.

Предложения, которые я выдвигаю в этой главе, обусловлены тремя основополагающими принципами. Во-первых, конечная цель сокращения объема бумажных денег в обращении состоит в том, чтобы

как можно больше усложнить регулярное широко-масштабное осуществление анонимных транзакций, источник которых невозможно проследить. Кроме того, предполагается, что в результате станет гораздо труднее тайно перемещать и хранить большие объемы наличных денег. Предлагаемые мероприятия также нацелены на сокращение массового использования бумажных денег для ухода от уплаты налогов и для нелегальной деятельности. Использование наличных средств при совершении крупных легальных транзакций по большей части становится старомодной и ненужной процедурой, по крайней мере в экономически развитых странах.

Во-вторых, отход от использования наличных денег должен осуществляться медленными темпами. Переходный период может растянуться как минимум на 10–15 лет. Постепенные изменения помогут избежать ненужных сбоев и дадут время, необходимое для того, чтобы институты и население смогли приспособиться к новым условиям. При возникновении новых проблем и появлении новых возможностей государство должно своевременно вносить коррективы. Это очень важно. Безусловно, в перспективе на смену старым технологиям придут новые; появятся и новые проблемы. Все эти факторы должны учитываться при создании любого реалистичного плана.

В-третьих, очень важно, чтобы для граждан, не имеющих банковских счетов, были открыты бесплатные текущие счета (или их будущие эквиваленты). Возможно также, что эту категорию граждан необходимо будет обеспечить самыми простыми смартфонами. Некоторые страны уже делают это, а ряд стран размышляет по поводу таких мероприятий. В идеале все расходы должно взять на себя государство, хотя, конечно, к этому можно привлечь и банки, которые в итоге смогут переложить свои расходы на более состоятельных клиентов. При существующей системе в результате финансовой дискрими-

нации малообеспеченная часть населения несет высокие издержки (например, по причине высокой стоимости обналичивания чеков или дороговизны денежных переводов). Поэтому представляется очень важным обеспечить для них больший доступ к финансовым услугам даже в настоящее время. Это будет стоить не так много, по сравнению, например, с издержками на программу народного здравоохранения, однако потенциальная выгода окажется весьма существенной.

Теперь рассмотрим вопрос о конфиденциальности бумажных денег. Здесь важно разделять два понятия: защиту от несанкционированного вмешательства со стороны государства и защиту от родственников, друзей, работодателей или других частных лиц. Естественно, люди всегда хотят утаить информацию о какой-то части своих расходов или доходов от супругов, родителей или друзей. Государство вполне может позволить населению такие транзакции, кроме тех случаев, когда они становятся регулярными крупными расходами, или когда происходит утаивание от государства всей суммы дохода. Необходимо оставить людям возможность сохранить в тайне, даже от государства, относительно небольшие расходы, скажем, в размере нескольких сотен долларов (или их долларового эквивалента), может быть, чуть больше.

По сути, конечная цель состоит в следующем: надо найти необходимое равновесие между тем, чтобы сохранить возможность совершать мелкие полностью анонимные транзакции и в то же время заставить совершать крупные, полностью анонимные платежи с помощью относительно неликвидных и дорогостоящих транзакционных средств, а не с помощью бумажных денег. При существующей системе достигнуть такого равновесия не представляется возможным. Мне хотелось бы еще раз подчеркнуть, что мои предложения являются иллюстрацией общих принципов, облеченных в форму

конкретных мероприятий, однако, конечно, они могут быть существенно дополнены и улучшены. Главная цель — это не какие-то заоблачные мечты о том, чтобы разом покончить с нелегальной деятельностью и уклонением от уплаты налогов, но попытка сделать анонимное использование бумажных денег для осуществления этой деятельности более трудоемкой и дорогостоящей процедурой.

В этой главе мы еще обратимся к обсуждению множества практических вопросов, таких, например, как «удастся ли нам выжить при полном отключении электричества?» или «не приведет ли сокращение объема бумажных денег к тому, что мы станем более уязвимыми для киберпреступности?». Можно придумать тысячи причин, которые мешают приступить к изменениям в области обращения бумажных денег, но большинство из них — явно надуманные, и с ними легко можно справиться, особенно если учесть, что для этого предусматривается длительный переходный период.

Мы также пока несколько повременим с обсуждением вопросов, связанных с политикой отрицательных процентных ставок. Эту проблему мы обсудим во второй части данной книги. Ведь вполне можно сокращать объем бумажных денег и одновременно запретить центральным банкам устанавливать отрицательные процентные ставки (хотя это было бы неправильным). Хотя, конечно, изъятие из обращения бумажных денег — это очень элегантный способ сделать установление отрицательных процентных ставок реальностью, но для этого существуют и другие возможности. Позже мы еще рассмотрим альтернативные варианты. Здесь же мы только отметим, что на самом деле можно использовать и сочетание этих подходов, особенно во время подготовки к постепенному сокращению объема наличности. Если конечной целью являются отрицательные процентные ставки, то для того, чтобы мероприятия по достижению этой цели были эф-

фективными, потребуются последующие изменения и корректировки.

Начнем с того, что представим себе, что нас ждет в будущем в мире без бумажных денег. Повторю еще раз, что мой план — это лишь иллюстрация некоторых идей и по многим аспектам он может быть дополнен и модифицирован.

Будущее без бумажных денег

1. **ПОСТЕПЕННОЕ СОКРАЩЕНИЕ ОБЪЕМА БУМАЖНЫХ ДЕНЕГ:** Все бумажные деньги постепенно изымаются из обращения, начиная с купюр достоинством в 50 долларов и выше (или в их долларовом эквиваленте). Затем изымаются купюры достоинством в 20 долларов, и остаются лишь мелкие купюры в 1, 5 и (возможно) 10 долларов. Эти купюры мелкого достоинства следует сохранить в обращении на неопределенно долгое время. На завершающей фазе мелкие купюры будут заменены равными им по номиналу монетами соответствующего веса.
2. **ВСЕОБЩЕЕ ФИНАНСОВОЕ ВКЛЮЧЕНИЕ:** Государство предоставляет всем гражданам возможность бесплатно открыть текущий счет и получить дебетовую карту (с привязкой к смартфону) — либо в банках, либо с помощью государственных организаций. В первую очередь, этот пункт можно реализовать, если после открытия такого текущего счета именно на него будут поступать государственные трансфертные выплаты.
3. **КОНФИДЕНЦИАЛЬНОСТЬ:** Законодательная и правовая системы стремятся не допустить использования альтернативных средств для осуществления крупных платежей, которые могут быть полностью утаены от государства.
4. **ПРОВЕДЕНИЕ ТРАНСАКЦИЙ В РЕЖИМЕ РЕАЛЬНОГО ВРЕМЕНИ:** Это технический, но важный момент. Государство всячески способствует развитию тех-

нологий в области платежных систем с целью осуществления большинства транзакций в режиме реального (или практически реального) времени.

Мы обсудим каждый из этих пунктов в отдельности.

ПОСТЕПЕННОЕ СОКРАЩЕНИЕ ОБЪЕМА БУМАЖНЫХ ДЕНЕГ

В первую очередь следует изъять из обращения купюры крупного номинала, которые создают наибольшие проблемы. В США самыми крупными купюрами являются купюры в 50 и 100 долларов. Самое простое решение — это последовать плану, разработанному в Канаде, которая в 2000 году начала сокращать объем купюр достоинством в 1000 канадских долларов, или в Сингапуре, где в 2014 году началось постепенное изъятие из оборота купюр достоинством в 10000 сингапурских долларов. То же самое сделала и Швеция в 2013 году со своими купюрами достоинством в 1000 крон, что подробнее будет проанализировано во врезке 7.1. В США можно просто приостановить выпуск новых купюр номиналом в 100 и 50 долларов, причем финансовым организациям будет поручено отсылать в центральный банк все появившиеся в финансовых структурах купюры этого достоинства с целью их последующего обмена или уничтожения. Со временем крупные купюры будут составлять лишь незначительную долю от общего объема всех бумажных денег. Кстати, некоторые прозорливые читатели могли бы задать вопрос: а не будут ли купюры крупного достоинства в течение переходного периода продаваться по стоимости, превышающей их номинал, поскольку их и сегодня немного в обращении, а центральный банк больше не будет иметь возможности печатать их в количестве, необходимом для того, чтобы их реальная стоимость соответствовала их номиналу? В этом случае

герои криминального мира, такие как небезызвестный Гусман по прозвищу Эль Чапо, могли бы сколотить кругленькое состояние, заработав на своих запасах наличных денег. К счастью, такое возможно только в мечтах и владельцам все еще циркулирующих купюр крупного номинала придется потратить немало нервов, опасаясь, что государство может начать запрашивать от банков более подробную информацию о тех, кто пытается обменять крупные суммы денег, или, что еще хуже, просто объявит, что крупные деньги стали недействительными. Но на самом деле крупные купюры, скорее, будут продаваться со скидкой, а не за цену, превышающую их номинальную стоимость.

Для постепенного выведения их обращения крупных купюр может потребоваться несколько десятилетий, однако имеются способы, с помощью которых это можно сделать гораздо быстрее. Так, например, государство может назначить конкретную дату окончания срока действия крупных купюр. Владельцы купюр крупного номинала смогут обменять их либо в частных банках, либо в региональных государственных структурах. Обмен купюр в федеральных структурах будет производиться бесплатно до определенной величины, свыше которой будет взиматься небольшая плата за администрирование. Частным банкам будет разрешено вводить плату, чтобы покрыть административные издержки на канцелярскую работу, выявление поддельных денег и обеспечение безопасности. Законодательно можно установить максимальную величину комиссии за банковские услуги. Должна существовать договоренность с центральными банками других стран об обслуживании клиентов, которые хотят обменять деньги за границей. Иностранцы также могут ввозить в США иностранную валюту с целью обмена. Для этого они должны пройти обычную таможенную процедуру и сообщить о ввозе сумм, превышающих 10000 долларов.

Необходимо будет установить временные рамки для обмена. Для большей конкретики здесь можно предложить следующее решение: предоставить гражданам два года для обмена бумажных денег в частных банках и более длительный период, скажем, семь лет, в региональных офисах центрального банка. Такой подход будет соответствовать стандартному плану по проведению денежной реформы. Сначала процедура будет максимально простой и удобной, а позднее тем гражданам, которые затянули с обменом бумажных денег, придется куда-то ехать, возможно, в офисы, неудобно для них расположенные, заполнять большее количество бумаг, сообщать больше информации, особенно о крупных суммах бумажных денег.

При составлении такого плана много полезных нюансов можно почерпнуть из опыта стран еврозоны, которые обменивали выведенные из обращения национальные валюты (например, немецкие марки, французские франки, итальянские лиры) на бумажные евро и на монеты. Однако, как уже отмечалось в главе 6, в США правительство может занять более жесткую позицию и требовать предоставления подробной информации у тех, кто захочет обменять крупную сумму наличных денег большого номинала на более мелкие купюры или положить их на банковский счет. Поскольку государство к этому времени уже практически прекратит выпуск бумажных денег, оно может требовать выполнения законодательства более настойчиво, чем при проведении обычной денежной реформы, не волнуясь по поводу вопросов репутационного характера или поддержания спроса на наличность в будущем.

Более мелкие купюры можно оставить в обращении на достаточно длительный период, скажем, на два десятилетия после полного отказа от крупных купюр. На финальном этапе было бы неплохо (хотя и необязательно) потребовать, чтобы граждане перевели все мелкие купюры в безналичные деньги либо обменяли их на вновь отчеканенные монеты

достоинством в 5 и 10 долларов. Эти новые монеты будут достаточно крупными по размеру, и их будет неудобно иметь при себе. К тому же в таких монетах будет сложно хранить большие суммы денег, скажем, 10 000 долларов или более¹.

Переход от мелких купюр к монетам нужен для того, чтобы не допустить использования мелких денег вместо крупных. Отказ от крупных купюр сам по себе уже полезен. Один миллион долларов в купюрах по 100 долларов весит приблизительно 22 фунта (10 килограммов). Если сложить эти купюры в стопку, то ее высота составит 43 дюйма (109 сантиметров). Такое количество купюр удобно положить в большой хозяйственный пакет. Очевидно, в случае с купюрами достоинством в 20 долларов, все приведенные выше измерения будут в 5 раз больше. Один миллион долларов в купюрах по 10 долларов будет весить уже 220 фунтов (110 килограммов). А стопка этих купюр будет высотой 430 дюймов (1 метр 90 сантиметров). Мелкие купюры сложнее пересчитывать, проверять на подлинность, переносить и хранить. Конечно, мелкие деньги широко будут использоваться в качестве заменителя крупных купюр, однако вес, объемность и необходимость иметь место для хранения сделают их использование слишком хлопотным. Когда же в обращении останутся лишь монеты, то они будут на порядок больше весить и занимать гораздо больший объем, чем бумажные деньги. Если разработать необходимый дизайн, то вес монет, вполне приемле-

1. Конечно, к тому времени, когда в обращении останутся только монеты, должны быть созданы более совершенные технологии для перемещения и сортировки денег, поскольку обналичивание крупных сумм при технологиях, существующих в наше время, чревато рядом сложностей и проблем. Подробнее об этих сложностях см. в работе: Alicia Tan, «Chinese Woman Drives Truck Carrying \$82,000 in Coins to Deposit in Bank», *Yahoo News*, March 16, 2016, <https://uk.news.yahoo.com/chinese-woman-drives-truck-carrying-082211877.html>.

мый для повседневных расчетов, сделает неудобными как их транспортировку в большом количестве, так и совершение крупных анонимных транзакций.

Такое представление о судьбе монет в будущем черпается из глубин истории, в частности из опыта Древнего Китая. Там монета чеканилась не из золота или серебра, а из железа и других более дешевых тяжелых металлов. Не исключено, что именно этот факт ускорил переход к бумажным деньгам. В случае серьезного экономического спада, когда центральный банк будет вынужден устанавливать значимые отрицательные процентные ставки на предположительно короткий период, издержки, связанные с пересчетом и хранением больших объемов монет, будут пропорционально также гораздо выше, чем в настоящее время. Стоимость этих услуг должна быть достаточно высокой, и тогда центральные банки смогут снизить отрицательные процентные ставки до уровня, который в тот момент будет казаться наиболее реалистичным и не приведет к массовым попыткам потребителей вернуться к наличным деньгам. Я бы осмелился предположить, что если самой крупной денежной единицей станет купюра достоинством в 10 долларов, то одного этого уже будет достаточно, чтобы установить низкие отрицательные процентные ставки (скажем, минус 3%) на длительный период и не вызвать масштабного отказа участников рынка от казначейских векселей в пользу бумажных денег. На короткие периоды возможно установление даже еще более низких отрицательных процентных ставок. При необходимости для повышения стоимости хранения крупных объемов бумажных денег могут быть предприняты и иные меры, например введение платы за повторное использование наличности в финансовых операциях. В крайнем случае можно будет прибегнуть к более сложным финансовым механизмам, которые мы обсудим в главе 10. После того как из обращения будет выведена существенная доля бумажных денег, население

станет спокойнее относиться к даже более сложным планам по дальнейшему избавлению от наличности.

Необходимо также отметить, что широко распространенные в настоящий момент средства для осуществления частных платежей, по сути, представляют собой механизмы, позволяющие совершить квази-анонимные транзакции небольшого объема. К таким средствам, например, относятся предварительно оплаченные карты. Действительно, по мере того как объем бумажных денег будет уменьшаться, необходимо будет всячески препятствовать тому, чтобы эти средства превратились в альтернативу для анонимного перемещения крупных сумм денег. Уже сегодня эта проблема начинает подавать тревожные сигналы правительствам наиболее развитых государств.

И, наконец, можно задать еще один вопрос: каким образом можно будет запретить представителям теневой экономики использовать купюры достоинством в 100 долларов для взаиморасчетов спустя какое-то время после того, как эти купюры станут незаконными для использования в легальной экономике? Естественно, такая ситуация вполне может сложиться, но, как неоднократно отмечалось в данной работе, стоимость и ликвидность любых средств, которые, потенциально, могут занять место бумажных денег, резко снизится, если будет невозможно оплатить ими обычные товары и услуги. Таким образом, эта проблема не должна вызывать серьезных опасений. Для полной ясности повторю еще раз: если купюры достоинством в 100 долларов не будут обмениваться с весьма значительной скидкой, то они по-прежнему будут широко использоваться для транзакций преступников. В действительности в будущем 100-долларовые купюры, вышедшие из употребления, тоже станут неудобными для использования и их трудно будет обменять. Если бы действительно сохранился спрос на купюры достоинством в 100 долларов, то, по всей вероятности, сфера их использования значительно сократилась бы.

ВСЕОБЩЕЕ ФИНАНСОВОЕ ВКЛЮЧЕНИЕ

В принципе, чтобы начать двигаться к миру, в котором будет гораздо меньше наличных денег, нам не нужны никакие новые финансовые инструменты. Мы могли бы обойтись и без криптовалют. По всей вероятности, транзакции все чаще будут производиться через расчетные счета. Этот процесс уже начался. Со временем транзакции, скорее всего, будут совершаться с помощью смартфонов². Остается одна важная проблема — как обслуживать малоимущих граждан, не имеющих банковских счетов. Хозяйства и граждане с низкими доходами не имеют банковских счетов по самым разным причинам. Так, например, у них может отсутствовать минимальная сумма, требуемая для наличия на расчетном счете, или у них нет средств для ежемесячной оплаты банковских услуг, или в непрестижном районе, где они проживают, поблизости нет удобного для них банковского отделения.

Согласно опросам, проведенным Федеральной корпорацией по страхованию депозитов, в 2013 году в США более 8% хозяйств не имели банковских счетов³. Еще 20% хозяйств пользовались банковскими услугами в недостаточном объеме. Это означает, что они получали какие-то альтернативные финансовые услуги, но не в банковской сфере, например имели предоплаченные карты, получали небольшие потре-

2. С технологической точки зрения проблема, связанная с подтверждением личности, является очень тонкой и сложной. Здесь необходимо соблюдать разумное равновесие между приватностью и безопасностью. Прекрасное обсуждение различных аспектов этого вопроса см.: (Birch 2014). Одним из предлагаемых решений является следующее: раскрывать лишь минимум информации, необходимой для взаиморасчетов между физическими и юридическими лицами, используя псевдонимы и символы. Эти псевдонимы и символы могут быть открыты только государством и, возможно, сообщены доверенным посредникам, действующим по поручению юридического лица.

3. (Federal Deposit Insurance Corporation 2014).

бительские кредиты под залог будущей зарплаты, пользовались услугами ломбардов, а также обналичивали чеки. Более чем 25% взрослых американцев не имеют кредитных карт.

К сожалению, издержки от недополучения банковских услуг очень высоки. За обналичивание чеков взимается непомерная плата; иммигранты и все те, кому нужно перевести деньги родственникам за границу, платят за эту услугу до 10–15% от пересылаемой суммы. Хранить деньги дома и переносить большие суммы наличности опасно, так как они могут быть украдены⁴. Если совершать финансовые операции вне зоны регулируемого законодательством финансового сектора, то с большей вероятностью можно стать легкой добычей для мошенников. Может быть, малообеспеченным гражданам в каком-то отношении и выгодно пользоваться бумажными деньгами, но в целом тот, кто не включен в сферу финансового сектора, несет значительные издержки, связанные с получением самых элементарных финансовых услуг. Короче говоря, положение дел в этой области не поспевает за прогрессом.

В перспективе эту проблему можно решить следующим образом: для малообеспеченной части населения открыть доступ к финансовым услугам, профинансированным государством, а также предоставить им равный доступ к безналичным операциям. Эти меры позволят сократить некоторые издержки, связанные с недостаточной финансовой включенностью. В принципе доступ к финансовой сфере может обеспечить регулируемый банковский сектор, однако помимо банков должны существовать и государственные структуры, которые будут оказывать базовые услуги. Например, базовый текущий счет мог бы давать гражданам возможность совершать определенное количество транзакций ежемесячно, без обязательного соблюдения требования хранения ми-

4. См.: (Wright et al. 2014).

нимальных остатков на счете. За совершение транзакций, превышающих максимально установленное число, может взиматься очень умеренная плата. Издержки на предоставление профинансированных государством безналичных счетов для граждан с низкими доходами должны быть невысокими, около 32 миллиардов долларов в год (например, 80 миллионов бесплатных базовых счетов с затратами в 400 долларов в год)⁵. Эти издержки можно переложить на банки, обязав их практически бесплатно открывать для этой категории населения базовые текущие счета. В некоторых странах это уже делается. Естественно, по сути это скрытый налог, который в итоге будут уплачивать другие вкладчики и заемщики.

Если кому-то покажется, что предоставление таких базовых услуг обходится слишком дорого, напомню, что эта программа будет осуществляться одновременно с переходом к безналичным платежным средствам, которые, как предполагается, благодаря более высоким налоговым поступлениям, принесут государству общий чистый доход. Отход от наличных денег также поможет сократить затраты, связанные с криминальной деятельностью. Расширение финансового включения окажется выгодным, пусть и косвенным образом, в борьбе за устранение финансового неравенства граждан. Приобщить население к универсальным дебетовым картам можно простым способом — производить начисление всех государственных выплат в безналичном виде на базовый текущий счет. В некоторых странах, например в Дании, такая практика уже существует.

Если государство намеревается ввести отрицательные процентные ставки, то оно должно гаранти-

5. См.: Victoria Finkle, «Free Checking Isn't Cheap for Banks», *American Banker*, December 9, 2011. В этой работе приводятся данные о том, что издержки, связанные с обслуживанием текущего счета, для банков в среднем составляют от 250 до 450 долларов в год. При этом, конечно, не учитываются получаемые доходы.

ровать, чтобы с депозитов, лежащих на универсальных счетах, которые не превышают определенную сумму (скажем, 1000–2000 долларов), проценты выплачивались все же по положительной ставке. Это в целом никак не повредит проведению монетарной политики в условиях отрицательных процентных ставок.

Есть еще один важный момент. Нужно понимать, что некоторый процент граждан, не имеющих банковских счетов, просто не хочет быть в поле зрения финансовой системы по причинам, никоим образом не связанным с уклонением от налогов или с криминальной деятельностью. Я предлагаю, чтобы эти лица могли пользоваться и другими активами, начиная с мелких купюр и монет и заканчивая ювелирными украшениями, драгоценными металлами и регулируемыми криптовалютами. Естественно, необходимо учитывать сохранение приватности для маргинализованной части населения, однако это весьма слабый аргумент в пользу сохранения системы бумажных денег, которая наносит столько побочного вреда.

Независимо от того, произойдет ли переход к безналичным деньгам или нет, индустрия мобильных телефонов и интернет уже произвели настоящую революцию в области финансовых услуг, которые теперь становятся доступными и для бедных. Мобильный банкинг уже в большой степени проник и в Африку, кредитование по интернету соревнуется по своей популярности со стандартной банковской моделью. Хочется провести здесь аналогию с Древним Китаем, где слабо развитая технология чеканки монет ускорила появление более развитого платежного средства — бумажных денег. В мои задачи не входит подробное обсуждение проблемы банковских услуг. Здесь мне только хотелось бы подчеркнуть, что при сложившемся на сегодняшний день положении в финансовой системе люди с низкими доходами лишены доступа к современным технологиям и часто ощущают себя обездоленными, по-

скольку, по ряду обстоятельств, не могут пользоваться современными банковскими услугами. Это неравенство можно преодолеть с помощью относительно скромного по размерам субсидирования. Кроме того, отказ от системы бумажных денег может оказать благотворное влияние на районы, где проживает население с низкими доходами, поскольку в результате там снизится уровень преступности.

Конечно, как это обычно и бывает, все проблемы — в мелочах. Но ведь этот иллюстративный план предполагает сохранение в обращении купюр малого достоинства в течение длительного периода. Следовательно, у нас будет достаточно времени для того, чтобы отрегулировать все мелкие детали. Я думаю, что должна появиться какая-то государственная структура, которая займется выпуском субсидированных дебетовых карт. Именно эта структура и вовлечет в финансовую область тех людей, которым услуги частных финансовых структур будут недоступны, даже при определенном финансовом субсидировании. Остается также ряд вопросов, связанных с тем, каким образом создавать семейные банковские счета, и эти вопросы должны быть отрегулированы в результате принятия соответствующих государственных решений. Однако в обращении останется достаточный объем мелких купюр и монет, и поэтому каждый ребенок сможет прийти в магазин и что-нибудь купить, скажем, яблоко.

КОНФИДЕНЦИАЛЬНОСТЬ

При постепенном сокращении объема наличных денег основным и самым сложным остается вопрос о том, как сохранить равновесие между правами граждан на соблюдение тайны частной жизни и обязанностью государства издавать законы, собирать налоги и бороться с терроризмом. Это главный и исключительно деликатный вопрос, заслу-

живающий должного внимания, однако он выходит за рамки обсуждения проблемы бумажных денег, которой посвящена эта книга⁶. Как бы мы ни относились к бывшему сотруднику Агентства национальной безопасности Эдварду Сноудену, известному борцу за сохранение тайны личной жизни, но опубликованная им информация показывает, что в руках у правительства уже имеются такие технологии прослушивания, которые, как считалось ранее, могли существовать только в научно-фантастических романах. И эти технологии продолжают развиваться, от чего ситуация только ухудшается. Уже ни для кого не секрет, что государство осуществляет широкомасштабный мониторинг мобильных телефонов и электронной почты. Системы навигации, установленные в мобильных телефонах и в автомобилях, позволяют определять их местонахождение. В крупнейших городах мира, таких как Лондон, Нью-Йорк и Пекин, повсюду установлены камеры слежения. Имея доступ к высокотехнологичным электронным устройствам и громадным базам данных, государство имеет все возможности нарушать неприкосновенность частной жизни граждан. Двадцать лет назад такое даже представить себе было невозможно.

В тайну частной жизни может проникнуть не только государство. Пользуясь тем, что стоимость хранения и обработки информации стремительно падает, всемогущие технологические и розничные компании фиксируют каждый ваш «клик» на компьютере, операторы мобильной связи отслеживают ваши перемещения от одной сотовой башни к другой, на сайтах социальных сетей регистрируются самые интимные детали вашей виртуальной личности. Во многих случаях информацию покупают, продают; информацией также обмениваются. В конце XX века

6. Хорошо известно, что технологии, обеспечивающие приватность, и транзакционные технологии имеют много точек пересечения. Об этом см., напр.: (Birch 2014).

представление о тайне частной жизни стало весьма специфическим⁷. Вопрос о нарушении неприкосновенности частной жизни путем использования новейших технологий вызывает ожесточенные споры. Обсуждается, например, можно ли обязать частные компании предоставлять государству свои базы данных о собственности клиентов или можно ли продавать шифровальные устройства, которые не дают возможности государству в любой момент получить информацию с этих устройств, если это необходимо в целях национальной безопасности и для криминальных расследований. От того, в какую сторону склонится чаша весов, зависит в конечном счете будущее альтернативных анонимных платежных технологий. Этот факт, несомненно, повлияет на судьбу криптовалют (подробнее мы обсудим этот вопрос в главе 14). Любое государство, рано или поздно, должно ответить на вопрос о том, каким образом создать разумный баланс между законодательством и введением инновационных технологий в этой области. Тем не менее вряд ли можно сомневаться, что у государств имеются различные инструменты для того, чтобы в будущем не допустить длительного и масштабного использования в легальной экономике каких бы то ни было альтернативных платежных средств и тем самым сделать их менее привлекательными, чем существующая сегодня наличность.

В принципе государство могло бы само открывать дебетовые расчетные счета, гарантируя соблюдение тайны вклада. К сожалению, от такого обещания покраснела бы бумага, на которой оно будет написано. Если вспомнить, как в прошлом государство относилось к своим обещаниям, то можно ли воспри-

7. Издержки на хранение цифровой информации становятся практически нулевыми. Этот факт позволяет частным и государственным компаниям накапливать, хранить и обрабатывать все большие объемы информации о частных лицах. Серьезные социальные последствия этого процесса обсуждаются в работе: (Fertik and Thompson 2015).

нимать их всерьез? Государство не станет создавать шифровальную систему, если не будет уверено, что ключ к этой системе находится в его руках. А владея этим ключом, оно, несомненно, будет использовать его по своему усмотрению. Различные государства уже сегодня успешно занимаются мониторингом банковских операций в целях противодействия криминальной деятельности и терроризму. Можно предположить, что ситуация останется такой же и по мере появления новых типов расчетных счетов и в конечном счете любых новых транзакционных технологий, обслуживающих финансовую систему.

Тем не менее вполне возможно представить, что государство создаст финансовую систему для частных лиц, в которой транзакции будут совершаться анонимно, то есть систему, доступ государства в которую будет существенно ограничен. Например, во многих странах информация по налоговым платежам уже имеет статус закрытой информации. В принципе такое положение можно было бы распространить и на другие области, возможно, на мелкие личные счета и при этом установить четкий лимит на сумму хранящихся на этих счетах денег. Подобные мероприятия позволили бы определить, будет ли данная система жизнеспособной. Например, можно было бы проверить, реально ли заставить государство открыть информацию о частных платежах в случае судебных разбирательств по поводу опеки над ребенком.

ПРОВЕДЕНИЕ ТРАНЗАКЦИЙ В РЕЖИМЕ РЕАЛЬНОГО ВРЕМЕНИ И ТРАНЗАКЦИИ МЕЖДУ ЧАСТНЫМИ ЛИЦАМИ

Бумажные деньги до сих пор являются главным платежным средством во взаиморасчетах между частными лицами (peer to person, P2P), поскольку расчет можно произвести в режиме реального времени. Таковую возможность не может предоставить пока что

ни одно из существующих в настоящее время электронных платежных средств. Обычно для прохождения платежа по кредитной или дебетовой карте требуется один день, а это создает риск возникновения кредитной задолженности. С помощью мониторинга такую ситуацию можно несколько скорректировать, но полностью устранить риски нельзя, поскольку в некоторых случаях банки, предоставляющие торговцам услугу эквайринга⁸, обрабатывают платежи с задержкой⁹. Если пользоваться дебетовой картой, защищенной ПИН-кодом, то платеж действительно осуществляется практически мгновенно, однако в настоящий момент не все коммерсанты в США имеют достаточно ресурсов для обработки таких платежей. Если ни у покупателя, ни у продавца нет доступа к существующим в большом количестве считывающим устройствам (кард-ридерам) с дебетовых или кредитных карт, таким, например, как *Square Cash* (это устройство подсоединяется к планшету и позволяет уличным торговцам получать оповещение по операциям, совершенным с помощью кредитных карт), то, конечно, в этой ситуации никакое альтернативное платежное средство не заменит наличные деньги.

Однако стремительно развивающиеся электронные технологии позволят снять все ограничения по совершению электронных платежей. Например, такие мобильные приложения, как *Venmo*, *Google Wallet* и *Square Cash*, дают возможность одному человеку выписать чек на имя другого человека, и деньги поступят достаточно быстро. Кроме того, существуют такие крупные рыночные игроки, как *WeChat* и *Facebook*, ресурсы которых все больше используются для этих целей. Альтернативные способы взаимо-

-
8. Эквайринг — услуга по обработке платежей, осуществляемых в сфере торговли с помощью пластиковых карт клиентов и терминалов, установленных в торговых точках. — *Прим. пер.*
9. Имеется в виду, что при задержках списания средств с карты и поступлений на нее владелец карты не может точно знать величину баланса. — *Прим. пер.*

расчетов между частными лицами все больше входят в нашу жизнь и совершенствуются. В действительности транзакций, в которых преобладает использование наличных, постепенно становится все меньше и меньше. (Среди тех стран, которые уже создали развитую систему электронных платежей, в первую очередь можно назвать Данию; см. врезку 7.1.)

Государство может значительно ускорить внедрение инноваций, позволяющих совершать платежи в режиме реального времени. Так, например, электронная система перевода денежных средств, управляемая Национальной ассоциацией автоматизированных расчетных палат (Automated Clearing House — АСН), существующая в США, по мировым стандартам может считаться неким анахронизмом, но Федеральная резервная система до сих пор не сделала даже сравнительно небольших инвестиций по ее замене¹⁰. Некоторое сопротивление оказывают и банки, которые также проводят платежные операции. Они прекрасно понимают, что более современная система электронных платежей сможет выполнять самые разнообразные функции. В перспективе это позволит новым игрокам внедрять совершенно новые платежные системы, которые будут конкурировать с существующими сегодня технологиями, а в будущем — заменят их. Рано или поздно, необходимые инвестиции будут сделаны, и в области платежных систем произойдет много перемен. Для того чтобы внедрить новые технологии, позволяющие осуществлять мелкие розничные платежи в режиме реального времени, потребуется больше времени, поскольку труднее будет амортизировать фиксированные инвестиции. Однако это уже другая область, и если сохранить в обращении купюры

10. Широкий круг вопросов, связанных с необходимостью усовершенствования платежной системы США, детально рассмотрены в материалах Федеральной резервной системы США. См.: (Federal Reserve System of the United States 2015).

малого номинала (а впоследствии только монеты), то и здесь можно будет справиться с проблемами переходного периода.

ДОПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ

Что будет с иностранными валютами?

Необходимо ли координировать переход к электронной валюте в международном масштабе? Конечно, если говорить о глобальном социальном благосостоянии, то такая координация была бы весьма полезной (этот вопрос мы еще обсудим в главе 13), но это не самое главное. С точки зрения внутренней макроэкономической ситуации существующие запреты и ограничения на перемещение международных валют за границу, а также требования об информировании по поводу размещения крупных валютных депозитов в различных финансовых институтах уже сделали отмывание иностранной валюты достаточно сложной процедурой, поскольку внутри своей страны иностранной валютой распорядиться не так легко. В главе 13 более подробно будет обсуждаться вопрос о том, почему иностранная валюта никогда не сможет заполнить брешь, оставляемую местной валютой, даже если государство будет смотреть на это сквозь пальцы.

Повлияет ли сокращение объема бумажных денег на монетарную политику?

Даже если проигнорировать возможность установления отрицательных процентных ставок, может ли сокращение объема бумажных денег в обращении создать проблемы для монетарной политики? Нет никаких причин испытывать по этому поводу опасения. На самом деле в большинстве современных макроэкономических моделей бумажные деньги либо совсем не учитываются, либо им отводится самая

незначительная роль — в сущности, они совсем не нужны¹¹. В таком мире деньги остаются единицей учета, но теряют статус транзакционного средства. В действительности в будущем монетарная политика может проводиться точно так же, как и сегодня, то есть в целях стабилизации производства и инфляции государство сможет устанавливать ставки овернайт¹² на номинальные кредиты. В качестве единицы расчета прекрасно можно использовать безналичные деньги, в настоящее время используемые банками для резервирования средств в центральном банке. Таким образом, никаких проблем быть не должно.

Проблем не будет потому, что в рамках экономики, которая обходится без бумажных денег, государство, осуществляющее контроль над объемом банковских резервов, будет иметь возможность контролировать уровень цен с помощью овернайтных номинальных процентных ставок. По сути, это означает, что государство, которое является крупным рыночным игроком и имеет огромные налоговые поступления, сможет уверенно устанавливать краткосрочные процентные ставки. Предположим, что структура цен сохранит определенную стабильность, то есть что какая-то часть цен не может резко повышаться. Тогда государству будет достаточно установить краткосрочные процентные ставки, чтобы энергично влиять на текущий и ожидаемый уровень

11. В работе Вудфорда (Woodford 2003) показано, что результаты, полученные путем использования стандартной макроэкономической модели, предлагаемой новой кейнсианской теорией, сохраняют свою актуальность при рассмотрении экономики, в которой продолжают использоваться деньги, при условии что реальное количество денег (то есть номинальный объем денег, поделенный на уровень цен) составляет очень малую величину.

12. Ставка овернайт — процентная ставка, взимаемая по кредитам овернайт, то есть по средствам, предоставленным взаимно на условиях возврата на начало следующего рабочего дня. — *Прим. пер.*

инфляции и в конечном счете в перспективе достичь желаемого среднего уровня инфляции.

Однако необходимо сделать несколько оговорок по поводу приведенного выше оптимистичного сценария. Не исключено, что могут возникнуть небольшие проблемы, с которыми справиться не составит большого труда, но о них стоит упомянуть. Во-первых, как давно предполагали экономисты, занимающиеся вопросами монетарной политики, уникальность бумажных денег, по сравнению с другими типами государственных IOU¹³ (то есть облигациями), гораздо более иллюзорна, чем думает большинство людей. В 1980-е годы теоретик монетарной политики Нейл Уоллес, который тогда работал в университете Миннесоты, сделал очень интересный и неожиданный вывод. Он заявил, что бумажные деньги уникальны лишь потому, что государство не выпускает облигации мелкого номинала. В противном случае такие облигации конкурировали бы с наличными деньгами в качестве платежного средства. Однако тогда было бы весьма сложно стабилизировать цены. Могло бы показаться, что это умозаключение несколько «притянута за уши», но это гораздо более серьезная проблема, чем думают многие из нас. Этот вопрос мы подробнее рассмотрим в одном из разделов приложения.

Хотя Уоллес, по-видимому, и не имел в виду безналичные электронные деньги, его анализ заставляет задуматься о том, что будет, если все деньги станут безналичными и при этом ничем не будут отличаться от современных облигаций, которые уже практически полностью переведены в электронный формат. Кратко ответить на этот вопрос можно следующим образом: выводы Уоллеса не предполагают никаких серьезных проблем, особенно учитывая

13. IOU — I owe you (*англ.*) — я вам должен. Имеется в виду, что деньги сами являются определенным обязательством государства, но могут быть и другие долговые обязательства. — *Прим. пер.*

тот факт, что государство вполне успешно стабилизировало стоимость денег даже в условиях быстрого развития дебетовых карт в качестве альтернативного платежного средства. Кроме этого, в обращении сохраняются мелкие купюры. Но все же рассуждения Уоллеса заслуживают должного внимания.

Существует еще один более абстрактный, но потенциально важный вопрос — это так называемое множественное равновесие, которое, согласно соответствующей концепции, характерно для всех современных монетаристских моделей. В конечном счете деньги используются и как платежное средство, и как единица расчета в результате социальной договоренности. Теоретически при проведении любых крупномасштабных изменений существует опасность нарушить сложившийся статус-кво, что, в свою очередь, может привести к нестабильности и непредсказуемости. На практике же эти опасения не представляют серьезной угрозы до тех пор, пока государство совершает подобные перемены без спешки, четко выверяя каждый шаг. Но, по мнению теоретиков, этот вопрос нельзя полностью сбрасывать со счетов¹⁴.

Влияние инфляционного таргетирования на оптимальный выбор

Центральные банки могут сохранить текущую инфляционную цель на существующем уровне (как правило, этот уровень составляет около 2%). Когда-нибудь в далеком будущем, когда мир избавится от наличных денег, такой уровень инфляции не будет нужен, поскольку не будет причин для беспокойства по поводу возможности опустить процентные ставки в случае

14. Интересные идеи, несколько созвучные рассуждениям Уоллеса, были высказаны в: (Marimon, Nicollini, and Teles 1997). Авторы утверждают, что конкурирующие способы электронных платежей окажутся хорошей проверкой инициатив государства в области инфляционной политики, что в результате приведет к более низким темпам инфляции.

рецессии. Центральный банк может таргетировать более низкий или более высокий уровень инфляции, хотя (о чем речь пойдет в главе 9), в течение переходного периода издержки, связанные со слишком быстрым изменением инфляционных целей, могут оказаться огромными. Главное преимущество ситуации, позволяющей вводить отрицательные процентные ставки, состоит в том, что можно не волноваться об этих издержках. Теоретически более низкий уровень инфляции мог бы способствовать уменьшению относительного искажения цен, возникающего в мире, в котором ценообразование не сбалансировано с установлением заработных плат. Более низкая инфляция также могла бы частично устранить искажения, создаваемые налоговой системой.

Сеньораж и независимость центрального банка

Эту тему мы уже обсуждали в главе 6. После переходного периода необходимо предпринять все меры для того, чтобы независимость центрального банка не очень сильно пострадала в результате потери им своего положения в качестве главного центра получения прибыли. Эту проблему довольно легко решить. Естественно, в случае если мировые процентные ставки поднимутся до достаточно высокого уровня, то центральный банк может даже начать выплату процентов по средствам, которые будут получать размещающие их в резервы банки. В результате процентная ставка по остаткам в среднем окажется положительной, даже если в какой-то момент процентные ставки упадут до отрицательных значений.

ВАРИАНТЫ

Предложения, выдвинутые в этой главе, носят исключительно иллюстративный характер. Их легко

можно скорректировать и изменить во многих отношениях. Все зависит от того, какая будет поставлена задача. Например, такие мероприятия, как ограничение максимальной стоимости покупок в сетях розничной торговли и нанесение на бумажные деньги даты истечения их срока действия (для того чтобы их периодически обменивать), могут превратить наличные деньги в менее привлекательное платежное средство. Когда в обращении останутся только купюры мелкого номинала и монеты, должна появиться возможность для установления очень низких отрицательных процентных ставок, причем это не приведет к повсеместному возврату к использованию наличности. Однако, как отмечалось ранее, если вдруг по каким-то причинам ситуация не будет улучшаться (что маловероятно), можно будет предпринимать дальнейшие меры. Повторю еще раз: по мере того как частный сектор будет изыскивать новые способы совершения транзакций, которые невозможно отследить, государство должно будет прореагировать на это, увеличив издержки, связанные с этими новыми альтернативами. Собственно, именно это уже и делается сегодня.

Я не пытаюсь никого убедить в том, что с помощью сокращения объема бумажных денег можно полностью избавиться от неуплаты налогов и пресечь преступную деятельность, однако я уверен, что данная процедура будет способствовать значительному ограничению их масштаба. И, наконец, не лишним будет напомнить, что все эти предложения на сегодняшний день распространяются только на страны с развитыми экономиками. Как будет отмечено в главе 13, большинство развивающихся стран еще не имеют возможностей обеспечить универсальные транзакционные альтернативы требуемого уровня. Более того, в странах со слабыми институтами неформальный сектор, в котором происходит уклонение от налогов и других регуляторных правил, остается весьма значимым для большей части населения,

в то время как формальный сектор, то есть легальная экономика, проявляет структурную слабость.

Для того чтобы понять, является ли идея о том, чтобы избавиться от наличных денег, фантазией

Врезка 7.1 Скандинавский прецедент

Скандинавские страны сегодня находятся в авангарде движения за общество без наличных денег, или, точнее говоря, за общество с меньшим количеством наличных. Благодаря сочетанию таких факторов, как принятие мер, направленных на борьбу с преступностью и терроризмом, и готовность общества к широкому использованию новых информационных технологий, в Норвегии, Дании и Швеции наблюдается резкое сокращение объема наличности в обращении. В то же время в Скандинавии, в отличие от большинства других развитых стран, не происходит увеличения объема накоплений бумажных денег. Особенно ярко эти тенденции проявляются в Швеции.

Этому способствует целый ряд факторов. Как и многие другие европейские государства, Швеция приняла решительные меры против ухода от уплаты налога на добавленную стоимость. В Швеции не проводятся лотереи, как это делается в Португалии, но зато шведское правительство приняло указ, согласно которому любой сертифицированный кассовый аппарат должен быть снабжен специальным контролирующим устройством, так называемым черным ящиком. В этот «черный ящик» загружаются данные обо всех совершенных трансакциях, и доступ к этим данным имеется непосредственно (и только!) у шведских налоговых органов¹⁵. Одновременно с этим

15. См.: «Cash Register Legislation in Sweden», *Eurofound*, June 2, 2013, <http://www.eurofound.europa.eu/observatories/emcc/>

(даже для экономически развитых стран) или реальностью, проанализируем опыт Швеции и Дании, которые уже предприняли серьезные усилия по сокращению объема бумажных денег.

во многих шведских банках уже отсутствуют банкоматы и не используются наличные деньги. Банки пошли на это не в последнюю очередь благодаря инициативе профсоюза банковских служащих, требующих принятия мер безопасности после ряда жестоких банковских ограблений. В то же время быстро развиваются новейшие платежные технологии, например системы взаиморасчетов (P2P), совершаемые в режиме реального времени.

Важный шаг, на который пошло государство — это постепенное изъятие из обращения купюр самого крупного номинала¹⁶. В конце 2013 года купюра в 1000 шведских крон старого образца была объявлена недействительной. Эффект от этого мероприятия был поразительным: как показано на рис. 7.1, количество бумажных денег и монет упало с 106 миллиардов крон в 2009 году (среднегодовое значение) до 77 миллиардов крон в 2015 году.

Любопытно, что практически целиком снижение количества шведских бумажных денег до сих пор было связано с изъятием из обращения купюр номиналом в 1000 шведских крон, как можно видеть на рис. 7.2. В этот же период несколько снизилось количество находящихся в обращении купюр в 500 шведских крон¹⁷.

Наряду с этим Швеция решала и многие другие проблемы. Так, например, во многих церквях были установлены кард-ридеры, поэтому при-

case-studies/tackling-undeclared-work-in-europe/cash-register-legislation-sweden.

16. В обращении еще сохраняются давно устаревшие купюры номиналом в 10000 крон, в последний раз выпущенные в 1958 году, однако их доля в общем денежном объеме пренебрежимо мала.
 17. Купюры в 500 крон старого образца действительны до 1 июля 2017 года. — *Прим. пер.*
-

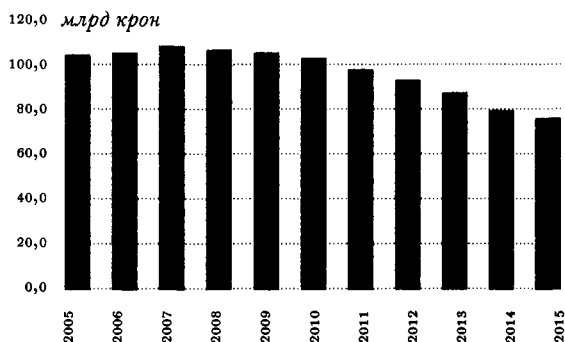


РИС. 7.1. Швеция: купюры и монеты в обращении

Источник: Swedish Riksbank
(средние показатели за год).

хожане могут делать пожертвования, используя кредитные карты, а не наличные деньги. Государство обеспечило бездомных специальными аппаратами, с помощью которых они могут получать средства, поступающие им от владельцев карт. Хотя Риксбанк еще продолжает печатать бумажные деньги, некоторые эксперты предсказывают, что к 2030 году Швеция практически полностью избавится от наличности. Бумажные деньги сегодня все еще играют весьма существенную роль, и на их долю приходится около 20% общего количества транзакций, однако по стоимости платежей этот показатель гораздо ниже, и составляет, возможно, 5–7%¹⁸.

Будет иронично, если Швеция, первая европейская страна, где государством были выпущены первые бумажные деньги (см. обсуждение деятельности Юхана Пальмструка в главе 2), первой же от них и избавится.

В Дании также произошел большой прорыв на пути избавления от наличности. Из 5 мил-

18. Цифра 20% приводится в соответствии с данными, полученными мной в Риксбанке.

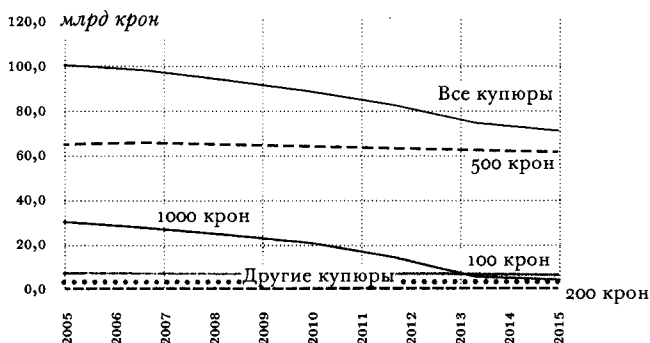


РИС. 7.2. Падение общего спроса на купюры крупного номинала в Швеции

Источник: Swedish Riksbank.

лионов датских граждан 2,8 миллиона жителей пользуются Mobile Pay — мобильным приложением, с помощью которого можно расплачиваться в магазинах или пересылать деньги другому лицу. В Дании и раньше осуществлялись попытки внедрить системы электронных платежей, но, в отличие от них, для Mobile Pay не требуется, чтобы при взаиморасчетах оба лица имели счета в одном и том же финансовом институте. Поэтому это новое приложение более универсально и более широко используется. Правительство Дании поднимало вопрос и об отказе от кассовых аппаратов. В Дании выплаты социальных пособий уже давно совершаются в электронной форме на счета, привязанные к базовым дебетовым картам. Это помогает эффективно решать проблему финансового включения лиц, не имеющих банковских счетов.

Конечно, опыт Дании и Швеции совершенно необязательно распространять на большие страны с разнородным населением, такие как США. Тем не менее скандинавские страны на своем примере показали, что финансовые изменения, обсужденные в этой главе, вполне реалистичны.

ЭКСТРЕМАЛЬНЫЕ СИТУАЦИИ
И БЕЗОПАСНОСТЬ*Экстремальные ситуации*

Конечно, недоверие к безналичным деньгам частично проистекает из-за глубоко укоренившегося в сознании людей страха, связанного с возможностью электронного воровства, и из-за воспоминаний о беспомощности, которую они ощутили во время крупных аварий на электрических сетях. Хотя причины этих страхов очевидны, давайте попытаемся проанализировать их с рациональной точки зрения. Во-первых, количества наличных денег, которые люди хранят на руках, явно недостаточно, чтобы обеспечить приемлемый уровень их диверсификации и уберечься от кибермошенничества. В главе 4 приводятся данные, согласно которым в среднем каждый житель США имеет при себе лишь 50–60 долларов и, возможно, еще сотню-другую долларов хранят дома или в машине. Даже для «осажденного» среднего класса¹⁹ запасы хранящейся наличности составляют лишь малую долю его богатства. У большинства людей гораздо больше денег хранится на банковских счетах, в пенсионных фондах, а также в виде других безналичных средств. Если бы они на самом деле опасались кибермошенничества, то волновались бы именно за эти средства. В то же время бумажная наличность, естественно, легко может быть украдена.

Крупные аварии на электрических сетях представляют собой серьезную проблему. Это один из наиболее веских аргументов в пользу того, чтобы сохранять мелкие купюры и монеты еще в течение долгого времени после того, как будут изъяты из об-

19. «Beleaguered middle class» («Осажденный средний класс») — название статьи в *New York Times* (July 13, 2012, p. A26), в которой описывается снижение жизненного уровня среднего класса. — *Прим. пер.*

ращения купюры крупного достоинства. Тем не менее рядовой человек, как правило, не имеет при себе много наличных денег, а в случае аварии на электростанциях банкоматы могут не работать. Поэтому тот факт, что вы в любую минуту *можете получить деньги*, еще не означает, что вы их *получите*. Наверное, больше всего опасений сегодня вызывает вопрос о том, насколько будут готовы к таким непредвиденным ситуациям смартфоны, и этот вопрос будет приобретать все большее значение по мере того, как платежные системы будут переходить в область мобильной телефонии. Как уже отмечалось выше, для взаиморасчетов P2P все больший размах приобретают мобильные приложения. Ураган Катрина (2005 год) преподал нам очень важный урок, после чего операторов сотовой связи обязали снабдить вышки мобильной связи резервными генераторами или батареями питания. И вот результат — когда в 2012 году над восточным побережьем пронесся ураган Санди, мобильная связь местами была не очень устойчивой, но большинство людей все-таки смогли воспользоваться мобильными телефонами. Отключения электричества иногда случаются в супермаркетах и аптеках, которые должны иметь возможность продолжать кассовые операции. Мобильные приложения будут совершенствоваться, и в будущем, безусловно, заменят наличные в качестве главного платежного средства на случай крупных аварий на электросетях. Естественно, и в мобильных телефонах может закончиться заряд, но для людей гораздо менее затратно купить парочку недорогих зарядных устройств или зарядить телефон в машине, чем прятать дома 500 долларов.

На сайтах, посвященных обсуждению мер по преодолению последствий стихийных бедствий, также отмечается, что во время катастроф могут использоваться чеки, которые, как предполагается, будут существовать еще как минимум в течение 20 лет. В случае если экстремальная ситуация будет продол-

жаться достаточно долго, когда не будет возможности зарядить мобильные телефоны, а запасы мелких денег подойдут к концу, предполагается, что правительство будет с воздуха сбрасывать деньги для временного использования, которые после кризиса будут списываться с безналичных банковских счетов. Если у населения будут монеты крупного достоинства и мобильные телефоны, то в экстремальной ситуации бумажные деньги вряд ли могут принести дополнительную пользу. Даже сегодня среди предметов первой необходимости на случай непредвиденных обстоятельств наличные деньги занимают, пожалуй, не первое место.

Безопасность

Многие люди предпочитают платить наличными за мелкие покупки не столько потому, что это удобно, сколько из-за опасения, что деньги с их кредитной карты могут быть украдены. Однако шансов, что у вас будут украдены данные с карты, при крупной покупке ничуть не меньше, чем при мелкой. Такие страхи типичны особенно для американцев, поскольку в США очень медленно внедряются более надежные платежные системы. Правда, в последнее время ситуация начала меняться к лучшему. Так, например, принятая в Европе технология, при которой каждая карта снабжена чипом и имеет ПИН-код, — это более развитая технология, благодаря которой совершить воровство с карты гораздо труднее. В США эту новейшую технологию долго не могли принять частично из-за того, что представители розничной торговли пролоббировали решение, согласно которому их было невозможно обязать использовать более усовершенствованные платежные системы. К счастью, сейчас этот процесс постепенно стартует.

Кто-то из читателей может задать вопрос: что же делать тем людям, которые просто не могут запомнить свой ПИН-код? Такого рода проблемы уже

успешно решаются в Европе. В Дании, например, для таких случаев был использован не самый высокотехнологичный подход. Людям предоставили возможность получить дополнительную карту с предоплатой, для которой не требуется ПИН-код и которую можно периодически пополнять в банке. Если она будет утеряна, то заранее оплаченные деньги пропадут (это мало чем отличается от того, если у вас украли наличные деньги). Однако это — самое плохое, что может случиться. Такое решение хорошо подходит для тех людей, которые любят положить в кошелек определенную фиксированную сумму денег, чтобы точно знать, сколько они истратили за неделю.

В Индии, население которой составляет более 1 миллиарда человек, при совершении безналичных банковских операций и выплате государственных социальных пособий широко используются методы биометрической идентификации, включая отпечатки пальцев, голос и роговую оболочку глаза. Компании, специализирующиеся на выпуске кредитных карт, уже начали использовать технологии нейронных сетей для определения мошенничества при платежах. (Сообщение из России об оплате дамской дизайнерской сумочки, доставленной на французскую Ривьеру, может показаться весьма подозрительным владельцу кредитной карты, живущему в Бостоне.) Меры безопасности постепенно совершенствуются. Некоторые сотрудники Федеральной резервной системы уже заговорили об использовании одного из вариантов технологии блокчейна, которая впервые была введена при использовании криптовалюты биткойн для создания платежных платформ, имеющих встроенную систему безопасности благодаря распределенной верификации производимых транзакций. Эта технология будет подробнее рассмотрена в главе 14.

Конечно, сохранятся отдельные особые случаи, когда без наличных денег будет не обойтись.

Здесь можно привести весьма любопытный пример из опыта магазинов, торгующих марихуаной в штате Колорадо. Продажа марихуаны была разрешена по решению администрации штата в 2014 году. Прошло два года, и оказалось, что ряд магазинов имеет лишь ограниченный доступ к использованию местной банковской системы, поскольку, хоть марихуана и была легализована на уровне штата, на федеральном уровне она остается нелегальным наркотиком. Но всем банкам, находящимся под контролем федеральных структур, запрещено работать с лицами, нарушающими федеральные законы. По той же причине Visa и Master Card не проводят платежей торговцев наркотиками. Дело кончилось тем, что Федеральной резервной системе пришлось выделить крупные объемы наличных денег для того, чтобы эти магазины смогли продолжить свою работу²⁰.

Список проблем, которые, по мнению некоторых людей, могут возникнуть в мире с электронной валютой, на самом деле выглядит устрашающим. Кто из нас не отправлял бумажные деньги в стирку вместе с вещами? Деньги от этого лучше не становятся, но пользоваться ими все-таки можно. (Правда, если вспомнить, сколько микробов живет на деньгах, кто знает, может быть, неплохо было хотя бы время от времени их отмывать в буквальном смысле слова.) Если постирать мобильный телефон или высокотехнологичную кредитную карту, то они будут непригодны для использования. Но это еще один довольно глупый аргумент против общества без бумажных денег. Пройдет время, технологии станут более дешевыми, а мобильные телефоны и кредитные карты — более прочными. Возможно, в будущем для доступа к текущему счету можно будет

20. См.: Yuka Hayashi, «Marijuana Companies Stuck Doing Business the OldFashioned Way, in Cash», *Wall Street Journal*, March 31, 2016, <http://www.wsj.com/articles/marijuana-companies-stuck-doing-business-the-old-fashioned-way-in-cash-1459416605>.

воспользоваться не только одним, а одним из нескольких способов. К счастью, нет сомнений, что лет, скажем, через двадцать, люди будут все шире и шире, причем для разных целей, пользоваться мобильными телефонами и аналогичными устройствами и что новые мощные технологии будут неуклонно развиваться. И тогда ни у кого не возникнут вопросы типа: «А вдруг я уроню мобильник в ванну?» или «Что будет, если я случайно положу мобильник в стиральную машинку?».

Здесь стоит отметить еще один простой, но важный факт. Дело в том, что, как бы иронично это ни звучало, конечной целью многих схем, разрабатываемых кибермошенниками, являются наличные деньги, которые, как правило, они снимают из банкоматов²¹. Иногда мошенники поступают следующим образом: украденные средства они переводят на контролируемый ими банковский счет, а затем, чтобы не вызвать подозрений, эти деньги снимаются различными людьми.

Технологии так быстро развиваются, что, наверное, не стоит их здесь подробно обсуждать. Мне хотелось бы только отметить, что уменьшение объема наличных денег вряд ли сильно повлияет на уязвимость общества перед киберпреступлениями. В наше время усовершенствованию системы безопасности мешают скорее политические, нежели экономические факторы. Некоторые инновации в области безопасности, такие как распределенные технологии верификации производимых транзакций, в которых используются криптовалюты биткойн или эфириум, в конечном счете могут значительно укрепить финансовую безопасность, по крайней мере на уровне ядра платежной системы. Этого вопроса мы еще коснемся в главе 14.

21. На этом настаивает Уорик (Warwick 2015), причем делает это весьма убедительно.

Анализируя аргументы в пользу сохранения в обращении купюр крупного номинала, очень трудно понять, почему им придают такую важность. Возможно, если вдруг произойдет крупная авария на электрических сетях, или землетрясение, или еще какая-нибудь катастрофа, их привлекательность станет не столь очевидной. Не буду спорить: конечно, в процессе избавления от наличных денег мы столкнемся с рядом проблем и для их решения потребуется только время. И эти потенциальные проблемы — хороший повод для того, чтобы не спешить и оставить в обращении какую-то часть бумажных денег на достаточно длительный период.

В любом случае, если бы вдруг произошла какая-нибудь страшная катастрофа, то тогда даже бумажные деньги было бы трудно использовать — остался бы лишь только бартер. В молодости, в начале 1980-х годов, я работал экономистом в Совете директоров Федеральной резервной системы. Я помню свое недоумение, когда в один прекрасный день я увидел, что несколько топ-менеджеров и директоров участвовали в учебной эвакуации на случай ядерной атаки. По-моему, эти менеджеры Федеральной резервной системы вертолетами доставлялись в бомбоубежище, находящиеся в глубоких пещерах где-то в Западной Вирджинии. Там они, в принципе, могли продолжать поддерживать национальную денежную систему в рабочем состоянии. Если честно, то мне казалось, что я смотрю фильм про доктора Стрейнджлава²². Мы, мелкие пешки, должны были следовать инструкциям, напечатанным на последних страницах наших телефонных справочников. Насколько я помню, один из пунктов инструкции гласил: «Спрячьтесь под письменный стол и старайтесь не смотреть

22. Имеется в виду фильм «Доктор Стрейнджлав, или Как я перестал бояться и полюбил бомбу», 1964 год, режиссер Стенли Кубрик. — *Прим. пер.*

на вспышки яркого света». При всем моем уважении к руководителю Федеральной резервной системы, я очень сомневаюсь, что мне было бы легче от того, что он находится в безопасности в пещере в Западной Вирджинии. Даже если бы письменный стол и уберег меня от опасности, вряд ли меня согревала бы мысль о том, что, поскольку Федеральная резервная система продолжает работать, то бо долларам, которые в тот момент находились у меня в кармане, ничто не угрожает. Этот пример кому-то может показаться абсурдным, но мы должны принимать в расчет непредвиденные обстоятельства и катастрофы. Учет возможности наступления подобных ситуаций — это очень важный вопрос. Это также еще одна причина, по которой необходимо планировать постепенное сокращение объема бумажных денег.

Регуляторные требования

Прежде, чем бумажные деньги будут полностью изъяты из обращения, очень важно смягчить регуляторные требования в некоторых областях. В первую очередь, это относится к тем требованиям, которые не подлежат строгому исполнению и остаются в законодательстве лишь только потому, что еще существуют наличные деньги, например легально оплатить услуги няни гораздо проще и легче в Париже, чем в Нью-Йорке, где намного сложнее исполнить все требования по оформлению соответствующих бумаг. Частично эти сложности связаны со стремлением сделать налогообложение для частных лиц и для бизнесменов равным и справедливым. Однако если наличными будет труднее пользоваться, то может потребоваться некоторое снижение налоговых ставок для малого бизнеса — ведь на него, скорее всего, придется главный удар в результате реализации планов по сокращению объема бумажных денег.

ВЫВОДЫ ПО ЧАСТИ I

Бумажные деньги всегда играли на руку уходу от уплаты налогов и преступности. Это ни для кого не секрет. Однако наблюдаемое в наше время стремительное развитие транзакционных технологий практически свело на нет роль наличных денег в легальной экономике. Сегодня наличность еще сохраняет свое значение для мелких платежей, но практически перестает использоваться в качестве платежного средства для средних и крупных транзакций. Об этом отчетливо свидетельствует тот факт, что в валютных запасах экономически развитых стран увеличивается и, можно даже сказать, доминирует доля купюр крупного номинала. Так, например, доля купюр в 100 долларов или 500 евро в ежедневных платежах, совершаемых в сфере розничной торговли, относительно невелика. И все же эти купюры значительно сокращают долю мелких банкнот в валютных запасах Европы и США. Это было совершенно очевидно еще два десятилетия назад, когда я пытался доказать, что сохранять в обращении купюры крупного номинала — это то же самое, что закупить на грош пятаков. Потенциальные выгоды даже от незначительных приростов налоговых поступлений и снижения уровня преступности почти наверняка превысили бы потери, вызванные прекращением поступления доходов от сеньоража. Мне представляется, что отказ от купюр крупного номинала — еще более важная задача в настоящее время.

Сегодня новые технологии лишили даже мелкие купюры их былой значимости. Об этом свидетельствуют те прогрессивные мероприятия по сокращению объема бумажных денег, которые уже осуществляются в ряде стран (особенно активны в этом отношении Швеция и Дания). Никто и не требует, чтобы изменения были радикальными. По всей вероятности, максимальную пользу от постепенно-

го уменьшения объема наличности можно было бы получить в результате медленного изъятия всех денежных купюр, кроме самых мелких (достоинством в 5 долларов и, возможно, в 10 долларов). Затем, наверное, оставшиеся купюры можно было бы заменить монетами соответствующего номинала. В практическом отношении использовать монеты будет удобно, однако хранить их и переносить в большом количестве будет нелегко. Такие мероприятия будут весьма полезны в борьбе с преступностью и с уходом от оплаты налогов. Благодаря им значительно увеличатся издержки на хранение денег, а ведь, как известно, чрезмерные запасы денежных средств могут оказать негативное влияние на переход к отрицательным процентным ставкам (этот вопрос мы подробнее обсудим в следующей части книги).

Если окажется, что накапливание мелких купюр и монет продолжается в крупном масштабе, то с этой проблемой будет легко справиться путем введения ограничений на максимальный размер оплаты, производимой наличными деньгами (такие ограничения, впрочем, уже имеются во многих европейских странах). Также можно будет установить плату за очень крупные внесения средств на счет (или на несколько счетов), осуществляемые в мелких купюрах. В любом случае банкам придется это сделать для того, чтобы компенсировать свои издержки по этим операциям. Благодаря подобным запретам и ограничениям крупномасштабное использование наличных денег в целях финансирования преступности, а также для накопления денежных средств станет менее привлекательным. Естественно, после того, как произойдет полный переход к монетам крупного размера, транзакции с использованием больших сумм, а также хранение денежных запасов должны стать достаточно дорогостоящими и, соответственно, прекратят свое существование.

Если осуществлять этот переход медленными темпами и тщательно выверять каждый шаг, то мож-

но будет справиться с решением различных проблем по мере их поступления. Именно так действуют шведы и датчане, и при этом действуют вполне успешно. Технические проблемы, связанные, например, с осуществлением взаиморасчетов между физическими лицами (P2P) в безналичной форме или совершением платежей в режиме реального времени, также будут исчезать по мере развития новых технологий в области телефонии.

Короче говоря, план по переходу к обществу без наличных денег, или по крайней мере к обществу с гораздо меньшим объемом наличности в обращении, выглядит вполне реалистичным. На большинство многочисленных и самых разнообразных возражений вполне можно будет найти достойный ответ, если обойтись без спешки. Главная задача постепенного отхода от наличных денег, особенно отказа от использования купюр крупного номинала, никак не сводится к тому, чтобы содействовать политике отрицательных процентных ставок. Однако это может оказаться очень важным побочным эффектом, о чем и пойдет речь в части II.

Часть II
*Отрицательные
процентные ставки*



Издержки, связанные с нулевыми процентными ставками

ДИРЕКТОРА центральных банков, связанные по рукам и ногам установившимися сегодня нулевыми процентными ставками, должно быть чувствуют себя как герои сериала «Сумеречная зона», которые живут в альтернативной действительности¹. В 1970–1980-е годы, когда большинство самых влиятельных современных финансистов еще только начинали карьеру, показатели инфляции преодолели рубеж в 10%. В США уровень инфляции поднялся свыше 13%, а в Японии и Великобритании — свыше 20%. Казалось, что никакие меры, на которые шли политики, не могут обуздать этот бич финансового мира. И вот, наконец, кресло председателя Федеральной резервной системы занял Пол Волкер, который был полон решимости устранить из финансовой системы инфляцию, которая дошла до того, что в середине 1981 года ставка по федеральным фондам была установлена на уровне 20%. В конце концов жесткая политика Волкера сотворила чудо — инфляционные ожидания удалось взять под контроль. Однако прошло несколько лет, и вскоре на экономику обрушилась следующая напасть — строгое ужесточение монетарной политики, что привело к рецессии и взрыву ответных политических акций. Плотники и строители в знак про-

1. *Twilight Zone* — американский сериал, фантастический детектив, режиссеры Джон Брам и Дуглас Хайс, 1959 год. — Прим. пер.

теста посылали в Федеральную резервную систему стандартные деревяшки размером 2х4 дюйма, чтобы показать, что их древесина лежит без дела. Торговцы автомобилями доставляли гробы, доверху набитые ключами от непроданных машин. Фермеры пригоняли трактора и блокировали главный вход в здание ФРС. В то время я окончил университет и приступил к работе в Федеральной резервной системе в должности экономиста. С нескрываемым удивлением я наблюдал за тем, какой оборот приняла борьба Волкера с инфляцией.

Через некоторое время по всему миру прокатилась аналогичная волна. Премьер Великобритании Маргарет Тэтчер в борьбе с инфляцией пошла по тому же пути, что и Волкер (Банк Англии приобрел возможность проводить независимую политику лишь в 1997 году). Уровень инфляции упал с 20% в 1980 году до 5% в 1983 году. Высокий уровень инфляции был главным стимулом, который заставил европейские страны задуматься о введении единой валюты в Европе — евро. Странам Европы, говорящим на романских языках, включая Францию, Испанию, Португалию и Италию, самостоятельно справиться с инфляцией не удавалось. В конце концов они решили, что единственный возможный выход для них — это привязать свои валюты к суперстабильной немецкой марке. Естественно, для введения евро существовали различные причины. Однако для рядовых людей решающим аргументом в пользу единой валюты явилась возможность стабилизации цен. Если раньше для многих стран сдерживание инфляции было второстепенной задачей, то теперь эта задача превратилась в самую важную цель монетарной политики. Главной миссией Европейского центрального банка был объявлен контроль над инфляцией, однако задачи по стабилизации выпуска перед ним не ставилось.

Мечтать нужно осторожно, потому что мечты иногда сбываются. Что мы имеем сегодня? Сверх-

низкий уровень инфляции и практически нулевые процентные ставки. Если раньше банкиры центральных банков уверяли, что никогда не допустят инфляции, то теперь им приходится убеждать людей, что они — не психи, помешавшиеся на инфляции (фраза бывшего управляющего Банком Англии Мэрвина Кинга). Действительно, если бы 35 лет назад вы кому-нибудь сказали, что центральные банки столкнутся с проблемой отсутствия инфляции, вас бы приняли за сумасшедшего. Даже если бы вам удалось доказать, что вы правы, то это выглядело бы как ошеломительный успех, который даже представить себе сложно. Среди банкиров центральных банков в ходу поговорка «экономический рост не может быть слишком высоким, а инфляция — слишком низкой» (это вариант известного высказывания, которое приписывается герцогине Виндзорской: «никогда нельзя быть слишком богатым или слишком худым»).

Итак, что же произошло? Как случилось, что процентные ставки упали до нуля? Конечно, частично это обусловлено тем, что «евангелизм»² инфляционного таргетирования (лучшего термина для описания этого процесса не подобрать) позволил появиться на свет институтам, которые, по сути, не были достаточно гибкими и поэтому не могли справиться с драматическими изменениями, происходившими в мире в течение последних двадцати лет. Инфляция *может* быть «слишком низкой». Но негибкая политика инфляционного таргетирования просто не знает, как с ней обращаться, особенно в ситуации, когда процентные ставки падают до нуля, то есть наблюдается феномен, называемый ловушкой ликвидности.

Проблема нулевых процентных ставок упорно не поддается решению, главным образом по трем

2. Имеется в виду безусловная вера, характерная для религии. — Прим. пер.

причинам. Во-первых, и это главное, резко упала инфляция, а вместе с ней снизились и инфляционные ожидания. Начиная с 1989 года сначала центральный банк Новой Зеландии, а затем центральные банки большинства экономически развитых стран начали постепенно вводить единую инфляционную цель на уровне 2%. Такое решение предполагало гораздо более низкие процентные ставки, чем при уровне инфляции в 10%.

Для того чтобы этот раздел книги был максимально понятен, необходимо рассмотреть ряд терминов, которыми мы будем пользоваться. *Номинальные* процентные ставки — это текущие рыночные ставки, например ставка, по которой государство платит за одномесечный казначейский вексель с целью привлечь заемные средства частного рынка. Еще одной важной номинальной процентной ставкой является процентная ставка овернайт на межбанковские займы, которую большинство центральных банков рассматривает как основную процентную ставку проводимой им политики. (Именно об этих процентных ставках идет речь, когда в новостях сообщается, что «Федеральная резервная система сегодня подняла/опустила процентные ставки».) *Реальные* процентные ставки — это прогнозируемые ставки, которые складываются из номинальных процентных ставок за вычетом ожидаемого будущего уровня инфляции в течение периода займа. Эту величину экономисты могут оценить лишь приблизительно; наблюдать реальные процентные ставки или точно измерить их невозможно³.

3. Хотя номинальные процентные ставки занимают первые строки любых финансовых сообщений, согласно большинству экономических моделей на принятие инвестиционных и потребительских решений в первую очередь влияют реальные процентные ставки. Тем не менее, поскольку изменения цен и заработных плат происходят относительно медленными темпами, а инфляционные ожидания весьма расплывчаты, при низкой инфляции снижение краткосроч-

Благодаря большинству экономических теорий, а также исходя из практического опыта известно, что при нормальном ходе событий, если инфляционные ожидания снижаются на 1%, то некоторое время спустя, после того как рынок приспособится к новой ситуации, все виды процентных ставок также опускаются на 1%. Этому имеется вполне логичное объяснение: всех интересует не то, какой номинал обозначен на деньгах, а что можно на эти деньги купить. Поэтому, в зависимости от того, насколько значительным ожидается новый виток инфляции, соответствующим образом коррелируются номинальные процентные ставки, заработные платы и цены. Таким образом, если окажется, что уровень инфляции составил, скажем, только 2% вместо ожидаемых 6%, то, в случае если центральные банки решат понизить процентные ставки, защитных мер будет принято намного меньше. Кстати, на этом основываются и предложения по увеличению центральными банками целевого значения инфляции с 2 до 4%. Более подробно этот вопрос мы рассмотрим в главе 9.

Вторая причина, по которой вновь встал вопрос о нулевых процентных ставках, состоит в том, что экономическая волатильность оказалась намного сильнее, чем прогнозировалось большинством экономистов. В результате начался экономический кризис 2008 года, повлекший за собой самую глубокую и затяжную рецессию со времен Великой депрессии 1930-х годов. Чем сильнее будет проявляться экономическая волатильность, тем с большей вероятностью мировые экономики столкнутся с серьезным экономическим спадом, и в этой ситуации потребуются, чтобы центральный банк резко понизил процентные ставки. А это, в свою очередь, может приве-

ных номинальных процентных ставок, как правило, приводит к понижению и краткосрочных реальных процентных ставок.

сти к тому, что нулевые процентные ставки начнут доставлять немало неприятностей.

Третья причина, по которой нулевые процентные ставки создают так много проблем, заключается в следующем: реальные процентные ставки в последнее время неуклонно понижаются; на короткие периоды времени они падали ниже нуля, а для долгосрочных периодов могут достичь значения около 1,5%. И в том и в другом случае процентные ставки будут гораздо ниже уровня, который считается «нормальным». Существует множество причин, по которым реальные процентные ставки упали, однако можно выделить главные факторы, спровоцировавшие их понижение, — это большие накопления, приходящиеся на долю быстро развивающихся новых рынков, а также старение населения в развитых странах. Именно к этим факторам Бен Бернанке привлек внимание в 2005 году, удачно назвав их «перенасыщением глобальных накоплений»⁴.

Начиная с 2008 года реальные процентные ставки проявляли тенденцию к снижению также и по ряду других причин, среди которых можно назвать энергичное финансовое регулирование в ситуации после финансового кризиса и стремление избежать рисков⁵. Другой важный фактор — это более медленные темпы экономического роста. Некоторые экономисты, и среди них Роберт Гордон из Северо-Восточного университета (США), полагают, что причина медленного глобального экономического роста в период, последовавший после финансового кризиса, коренится в резком падении темпов роста производительности, в первую очередь

4. (Bernanke 2005).

5. В работе Рейнхарт, Рейнхарта и Рогоффа (Reinhart, Reinhart, and Rogoff 2015) отмечается, что возросшие опасения по поводу нового финансового кризиса, а также значительное глобальное замедление темпов роста могут потенциально являться причинами резкого падения мировых реальных процентных ставок после 2008 года.

в связи со снижением темпов создания экономически ценных изобретений. Другие экономисты, вслед за моим коллегой Лоуренсом Саммером, утверждают, что начался период векового тренда, демонстрирующего снижение совокупного количества денег в глобальном масштабе. По моему мнению, трудно делать какие-то конкретные выводы по поводу того, что будет с экономическим ростом в отдаленной перспективе, особенно если вспомнить, что периоды медленного роста практически всегда наступали после глубоких системных финансовых кризисов (на это я указывал в своей работе 2009 года, написанной совместно с Карменом Райнхартом)⁶. Даже если когда-нибудь реальные процентные ставки поднимутся на несколько процентов и достигнут более или менее «нормального» уровня, уже и сегодня ясно, что в течение весьма продолжительного периода они иногда будут понижаться, а может быть, даже принимать отрицательные значения. Все иллюзии пропадают, когда вспоминаешь, что в Японии финансовый кризис начался еще в начале 1990-х годов, но и теперь, спустя два десятилетия, страна продолжает бороться с нулевыми процентными ставками.

Насколько негативно влияет на экономику монетарная политика, ограниченная нулевыми процентными ставками? На этот вопрос нелегко ответить. Опыт разных стран, в совокупности, недолг и невелик. Впервые этот вопрос был поднят во время дебатов периода Великой депрессии. С поправкой на технические различия денежных рынков того времени процентные ставки ФРС в начале 1930-х го-

6. (Gordon 2016; Reinhart and Rogoff 2009; Рейнхарт и Рогофф 2011). В своей работе (Rogoff 2015) я утверждаю, что в настоящее время мировая экономика переживает долговой суперцикл, который начался в США, потом перекинулся на Европу, а сейчас дошел до Китая. До тех пор пока ситуация не стабилизируется, трудно прогнозировать, каковы будут тенденции экономического роста в долгосрочной перспективе.

дов преодолели важную с психологической точки зрения нулевую отметку и оставались на этом уровне на протяжении всего периода Великой депрессии, вплоть до начала Второй мировой войны. Нулевая граница вновь была достигнута в Японии в 1990-е годы, что, естественно, повлияло и на политику США, особенно после того, как в конце 1990-х годов лопнул «пузырь» интернет-компаний. Федеральная резервная система прекратила политику снижения ставок в 2001 году, когда они достигли уровня в 1%. А теперь, после 2008 года, мир вновь столкнулся с этой проблемой. В какой степени вялый глобальный экономический рост в ситуации после кризиса обусловлен установлением нулевой границы для процентных ставок? В какой степени на это повлияли другие факторы, такие как заостреннейший банковский сектор, приостановка государственного финансирования инфраструктурного строительства, новая балансировка экономики после финансового кризиса, завершение большого цикла роста экономики Китая и т.п.? Этого знать никому не дано. (Правда, порой кажется, что незнание не мешает некоторым «специалистам» в области экономической политики давать дилетантские советы.) Если вспомнить, как велись экономические дискуссии в прошлом, то можно предположить, что и по этому вопросу теоретические дебаты будут длиться не одно десятилетие.

В этой главе мы попытаемся разобраться, насколько серьезную проблему представляет нулевая граница процентных ставок в количественном отношении. В первую очередь отметим главный момент: когда государство пытается побороть рецессию, то «нормальная» монетарная политика перестает быть эффективной. В ряде работ высказывалось предположение, если бы прогнозы по инфляции и выпуску стали самыми неблагоприятными на пике финансового кризиса, естественной реакцией центрального банка было бы резкое пониже-

ние процентных ставок. В США процентные ставки могли бы быть понижены до -4% — -5% (если бы это было возможно); в Европе и в Великобритании процентные ставки также стали бы отрицательными и, не исключено, достигли бы даже более низких значений, чем в США. В действительности уже сегодня некоторые центральные банки (в Швеции, Швейцарии, Дании, еврозоне и Японии) понемногу осваивают территорию отрицательных процентных ставок. Пока они стараются не опускать ставки ниже показателя $-0,75\%$, опасаясь, что дальнейшее понижение может привести к выводу средств из государственных облигаций в наличные деньги, что, в свою очередь, будет мешать эффективной монетарной политике и в перспективе создаст ряд проблем в области логистики и безопасности. Кроме того, со всех сторон звучало недовольство по поводу такого сценария, а японский центральный банк подвергся суровой критике, когда опустил процентные ставки до весьма незначительного отрицательного уровня — до $-0,1\%$. Однако пока еще ставки не вышли из-под контроля, и это кардинальным образом отличает нынешнюю ситуацию от той, с которой столкнулся Пол Волкер.

Можно услышать мнение, что нулевая граница, по сути, оказалась не таким уж страшным рубежом, поскольку центральным банкам удалось найти достаточно эффективный способ справиться с этой проблемой — они начали использовать такие нетрадиционные инструменты, как «перспективные указания» и «количественное смягчение». «Перспективные указания» сводятся к тому, что инвесторам сообщается о том, что центральный банк планирует повысить, в будущем, уровень инфляции, даже если в настоящий момент это не представляется возможным. Если это срабатывает, то удастся понизить реальные процентные ставки, даже в том случае, когда номинальные процентные ставки находятся на нулевом уровне. И в этом нет ничего удивительного,

поскольку реальная процентная ставка — это номинальная ставка за вычетом ожидаемого уровня инфляции.

Второй способ — это так называемое количественное смягчение (КС). В этой главе проблема количественного смягчения подробнее будет обсуждаться несколько позднее, но сейчас необходимо отметить, что суть КС состоит в следующем: на средства от продажи краткосрочных долговых инструментов, выпускаемых центральным банком, покупаются долгосрочные активы, такие как, например, государственные ценные бумаги; в результате долгосрочные процентные ставки, выплачиваемые по государственным бумагам, понижаются. При такой ситуации появляется надежда, что и другие долгосрочные процентные ставки (например проценты, выплачиваемые по ипотеке или по кредитам юридических лиц) тоже понизятся. Такие ожидания вполне оправданны, поскольку процентные ставки по государственным долговым инструментам, как правило, являются бенчмарком, на который ориентируются и другие ставки.

В некоторых работах, посвященных практическим аспектам деятельности центральных банков, утверждается, что с помощью такой нестандартной политики удалось добиться гораздо больших результатов, чем могло бы показаться на первый взгляд⁷.

7. Возможно, наиболее позитивную оценку усилиям центральных банков, старающимся преодолеть нулевой уровень процентных ставок после финансового кризиса, дают те прозорливые авторы, которые пытаются смоделировать «теневые процентные ставки центральных банков», не ограниченные нулем [теневая ставка — это та номинальная процентная ставка, которая установилась бы при отсутствии ограничения на ставку снизу. — *Прим. науч. ред.*]. Эта идея принадлежит креативному гению Фишера Блэка (Black 1995), который прославился как один из создателей модели ценообразования опционов. «Теневая процентная ставка» — это показатель, объединяющий в себе различные макроэкономические переменные и цены активов. Идея состоит в том,

Тем не менее шквал недовольства, который вызвали Банк Японии и Европейский центральный банк, увеличив инфляционные ожидания, наводит на мысль, что такой неожиданный ход гораздо менее эффективен, чем банальная политика процентных ставок. Это предположение справедливо при условии, что ничто не мешало бы установлению отрицательных процентных ставок, то есть, если бы для этого можно было снять все институциональные, юридические и иные барьеры (об этом речь пойдет в главе 10 и главе 11). Даже сотрудники Федеральной резервной системы, которые составили многостраничные отчеты об эффективности нестандартных монетарных инструментов, в действительности не испытывают к ним никакого доверия. Не в последнюю очередь это связано с тем, что использование данных инструментов сопряжено с определенным риском, который сложно оценить и осознать.

чтобы создать показатель, дающий оценку всей монетарной политике, а не только одному ее компоненту (процентной ставке). Поскольку теневая процентная ставка — это моделируемая величина, она вполне может быть отрицательной. Цзин Синтия Ву и Фан Дора Ся в работе (Wu and Xia 2014) проанализировали существующую литературу, посвященную проблеме политики теневых ставок, и предложили свои методы измерения. Они пришли к выводу, что на витке финансового кризиса благодаря всей совокупности проводимых политик (включая политику количественного смягчения и политику руководства будущими действиями) эффективные процентные ставки Федеральной резервной системы были снижены до уровня -2% , хотя значения актуальных процентных ставок находились в интервале между нулем и $0,25\%$. Авторы утверждают, что если учесть теневые процентные ставки, то Федеральной резервной системе удалось провести монетарную политику, которая по степени своей экспансии могла бы сравняться лишь с политикой, проводимой по правилу Тейлора, при условии, что установление отрицательных процентных ставок было бы реальным. См. работу (Hamilton and Wu 2011), в которой предлагаются другие подходы к оценке общего эффекта альтернативных инструментов монетарной политики.

Если бы установление нулевой границы вызывало лишь неуверенность по поводу эффективности монетарной политики, это уже само по себе было бы плохо. Однако, помимо этого, феномен нулевой границы внес смуту в обсуждение всей макроэкономической стабилизационной политики. В действительности существует активно развивающаяся научная отрасль, занимающаяся изучением того, какое влияние оказывает нулевая граница процентных ставок на разные аспекты экономической политики, например на государственные расходы, государственный дефицит, структурную реформу и международное влияние макроэкономической политики той или иной крупной страны. Случается, что «нормальные» физические законы перестают работать, когда объект приближается к черной дыре, или, иначе говоря, порой действие самых обычных законов вдруг приводит к непредсказуемым последствиям. Точно так же и экономические законы переворачиваются с ног на голову, когда экономика, переживающая период рецессии, сталкивается с нулевой границей процентных ставок, или по крайней мере приближается к ней. Так, например, некоторые экономисты полагают, что если государство примет более дефицитный бюджет, то благодаря этому сможет стимулировать более высокие темпы роста. А это, в свою очередь, приведет к тому, что отношение долга страны к ВВП на самом деле уменьшится⁸.

Существует и другое мнение, согласно которому при нулевых ставках определенные типы структур-

8. См., например: (Delong and Summers 2012). В современных макроэкономических теориях предполагается, что увеличившиеся государственные расходы также оказывают негативное влияние вследствие более высоких текущих и ожидаемых будущих налогов. Кейнсианцы, как правило, не учитывают этот фактор, считая его пренебрежимо малым. Сторонники классических экономических теорий считают этот фактор весьма значимым. Истина, по-видимому, где-то посередине.

ных реформ могут стать потенциально контрпродуктивными, что вызовет быстрое снижение темпов экономического роста⁹. В частности, если более высокая будущая производительность приведет к ожиданию более низких будущих цен, то в итоге мы получим более низкие инфляционные ожидания и, следовательно, более высокие процентные ставки, поскольку структуры, определяющие монетарную политику, будут парализованы «ловушкой ликвидности» и не смогут принять адекватные меры. Как минимум теоретически, можно предположить, что этот механизм установления реальных процентных ставок окажется настолько действенным, что приведет к снижению существующего сегодня спроса и объема производства. Это может произойти даже несмотря на то, что более высокий рост производительности в будущем сулит немало выгод, а также несмотря на то, что при обычных обстоятельствах потребители сразу ощутили бы себя богаче и, следовательно, их спрос мог бы повыситься. Следуя этой логике, можно допустить, что структурные реформы, нацеленные на повышение гибкости цен и, как правило, предполагающие повышение экономической эффективности, окажутся весьма проблематичными в том случае, если они непосредственно приведут к более низким инфляционным ожиданиям¹⁰. Конечно, приведенные выше рассуждения следует воспринимать скорее как некоторое предостережение, нежели как основной сценарий действий, но все-таки они дают некоторое представление о том, что нулевая граница процентных ставок может негативно повлиять на многие политические

9. См. напр.: (Eggertsson, Ferraro, and Raffo 2014). В основу этой работы положено более раннее исследование Эггертсона (Eggertsson 2010). Аналогичные результаты, в которых учитывается шок от падения нефтяных цен, были получены и другими исследователями: (Bodenstein, Guerrieri, and Gust 2013).

10. См., напр.: (Werning 2011).

решения, которые на первый взгляд не имеют непосредственного отношения к монетарной политике.

Повторю еще раз: мы не знаем, насколько важным все это является с практической точки зрения, поскольку в этой ситуации задействовано чересчур много факторов, а реального опыта для того, чтобы делать конкретные выводы, у нас слишком мало. Так, например, после финансового кризиса 2008 года было сделано множество пугающих прогнозов, причем вполне однозначных, по поводу того, что постепенное ужесточение фискальной политики в Великобритании, имевшей в то время самый большой дефицит бюджета среди развитых стран, неизбежно приведет к экономической депрессии. На самом деле оказалось, что эти прогнозы были упрощенными, если не сказать наивными. Тем не менее, имея лишь небольшой практический опыт, но сильную теоретическую базу, доказывающую, что в период глубокой рецессии нулевая граница процентных ставок может оказать существенный количественный эффект на размер производства и занятость населения, мало кто из экономистов решится утверждать, что нам не следует волноваться по этому поводу. И здесь не имеет никакого значения, говорим ли мы о крупных или мелких государствах, а также оцениваем ли мы проводимые в них структурные реформы как хорошие или плохие.

В этой главе, а также в главе 9 будут изложены различные идеи по поводу того, как можно преодолеть негативное влияние отрицательных процентных ставок. Однако в действительности существует лишь два реальных способа полностью от них избавиться. Во-первых, центральные банки могут существенно повысить целевые параметры инфляции, в результате чего повысится средний уровень процентных ставок, и тогда в период рецессии будет гораздо легче их понизить. Во-вторых, государства могут начать проводить институциональные и законодательные реформы. Эта мера, в сочетании с по-

степенным сокращением объема бумажных денег (или при использовании других подходов, которые будут обсуждаться в главе 10), позволит просто уничтожить проблему нулевой границы.

Повышение целевых темпов инфляции имеет не только плюсы, но и минусы. В первую очередь, существует серьезнейшая проблема, связанная с переходным периодом. Центральные банки долгие годы твердили, что целевую инфляцию в 2% они считают оптимальной. Если вдруг произойдет таргетирование инфляции на уровне 4%, то международные финансовые рынки почти наверняка отреагируют на это таким образом, что вполне может возникнуть угроза дестабилизации. Если сообщение о повышении уровня инфляции до 4% поступит не в самый подходящий момент, то это может даже привести к очередному глобальному финансовому кризису. Такие драматичные изменения в финансовой политике могут поставить под угрозу судьбу десятков триллионов долларов, вложенных в долгосрочные государственные облигации и другие финансовые контракты, которые были заключены с учетом обещания центрального банка удерживать целевую инфляцию на уровне 2%. Такой шаг также может породить сомнения по поводу того, какими интересами руководствуются центральные банки. А это, в свою очередь, подорвет их репутацию. Но ведь в современном мире глобальная финансовая стабильность во многом держится как раз на доверии к центральным банкам.

По сравнению с этим печально известная «истерия сворачивания» (2014 год) — всего лишь цветочки. А тогда, в мае 2014 года, председатель Федеральной резервной системы Бен Бернанке всего лишь намекнул на возможность сворачивания политики количественного смягчения. Вполне можно предположить, что переход от 2-процентной к 4-процентной таргетируемой инфляции займет не менее 5–10 лет. Более того, нет никакой уверенности, что за эти годы

жизнь людей улучшится, поскольку более высокая инфляция имеет свои недостатки.

Совершенно очевидно, что произойдет в случае, если общий уровень инфляции поднимется до более высокого уровня. Не так давно мы это уже испытали на себе. Каким образом кратковременная политика удержания процентных ставок на отметке гораздо ниже нуля может помочь экономике в период глубокой рецессии или во время окончания дефляции? Теоретически политика удержания отрицательных ставок оказывает такое же влияние, что и политика снижения ставок, когда они имеют положительное значение. При более дешевых кредитах компании будут делать более значительные инвестиции, а потребители будут тратить больше денег, особенно на крупные покупки, такие как холодильники или автомобили. Более низкие процентные ставки также поднимут цены на активы, начиная с домов и акций и заканчивая предметами искусства. При этом люди будут ощущать себя более состоятельными и поэтому им будет хотеться тратить больше денег. И наконец, еще один важный момент: более низкие процентные ставки, как правило, ослабляют обменный курс валют. Проще говоря, это происходит потому, что вложения в облигации, номинированные в национальной валюте, становятся менее привлекательными. Более слабый обменный курс стимулирует зарубежный спрос на экспортируемые страной товары и в то же время переключает внутренний спрос с импортных товаров и услуг на конкурирующие отечественные. Так, например, в США приезжает больше туристов, когда доллар стоит дешевле, и больше американцев предпочитают проводить отпуск дома, когда путешествия становятся более дорогими. В принципе более высокий спрос рано или поздно поднимет уровень заработных плат и ценовую инфляцию.

Я должен признать, что в приведенных выше рассуждениях я не касался множества очень тонких

и важных вопросов. Мое описание того, какое воздействие монетарные стимулы оказывают на инфляцию, находится в полном соответствии со стандартной догматикой новой кейнсианской теории. Более низкие процентные ставки способствуют повышению совокупного спроса и вместе с этим повышению цен. Однако мои рассуждения также соответствуют и «монетаристской» интерпретации трансмиссионного механизма денежно-кредитной политики, согласно которой отрицательные процентные ставки на валюту заставляют людей экономить на хранении наличности. По мере того как они сокращают свои наличные сбережения, более крупные траты повышают спрос и цены. Нет необходимости вникать здесь во все тонкие различия между этими двумя теориями — они вовсе не являются взаимоисключающими. Мне хотелось бы подчеркнуть только один факт: и в первой, и во второй теории утверждается, что отрицательные процентные ставки усилят давление на инфляцию.

Идея, согласно которой политика отрицательных процентных ставок — это лишь «дело центральных банков, как обычно», основывается на предположении о том, что понижение отрицательных процентных ставок (например, понижение процентных ставок с $-1,0\%$ до $-1,5\%$), имеет такие же последствия, что и понижение положительных ставок (например, с $1,5\%$ до $1,0\%$). Допущение, что эти два случая полностью идентичны, по крайней мере в теории, справедливо для большинства стандартных макроэкономических моделей (например, для канонической новой кейнсианской модели, где главное противоречие возникает в основном из-за медленного приспособления к новым условиям номинальных заработных плат или цен, или и тех и других). С практической точки зрения для того, чтобы оба этих случая считались идентичными, необходимо осуществить различные институциональные, юридические и налоговые изменения, которые

могут проложить путь для отрицательных процентных ставок. Сделать это не так уж трудно. Этот вопрос мы обсудим в главе 10 и главе 11.

Другое допущение для симметричности этих двух случаев состоит в том, что сам факт отрицательных процентных ставок не создает никаких новых проблем для финансовой стабильности. Уже не раз высказываемые опасения по поводу того, что отрицательные процентные ставки вызовут финансовую нестабильность, мало чем отличаются от разъяснений, почему длительный период низких или нулевых ставок представляется весьма проблематичным. Ответы на эти вопросы будут одинаковыми. Я утверждаю, что в некоторых случаях при возможности сохранить весьма низкие отрицательные ставки могут вырасти и инфляционные ожидания, что, в свою очередь, приведет к гораздо более короткому периоду низких положительных процентных ставок, по сравнению с тем случаем, когда отрицательные ставки установить нельзя.

Начнем с того, что проанализируем исторический опыт, накопленный за периоды существования нулевой границы процентных ставок. Затем рассмотрим, каким образом центральные банки пытаются смягчить эту проблему в ситуации, когда отрицательные процентные ставки никогда не существовали хоть сколько-нибудь длительное время. В главе 9 будут рассмотрены предложения, которые на практике еще никогда не осуществлялись, такие, например, как повышение таргетируемой инфляции. Подробнее о политике отрицательных процентных ставок мы поговорим в главах 10–12. В том числе мы остановимся на проблеме, связанной с тем, каким еще способом, помимо постепенного сокращения объема бумажных денег, можно достичь отрицательных процентных ставок, а также как сократить различные риски, по поводу которых переживают некоторые экономисты.

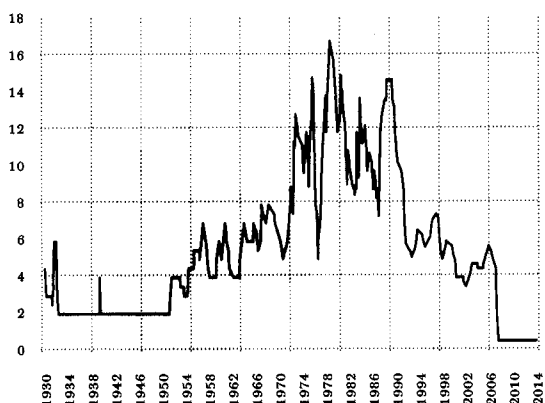


РИС. 8.1. Процентные ставки в Великобритании, 1930 год — настоящее время

Источник: Bank of England, Historical Rates
(www.bankofengland.co.uk).

ИСТОРИЧЕСКИЙ ОПЫТ УСТАНОВЛЕНИЯ НУЛЕВЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК

Со времен Великой депрессии нулевые процентные ставки не давали о себе знать вплоть до 1990 года, когда они были установлены в Японии. На рис. 8.1 показаны процентные ставки, существовавшие в Великобритании на протяжении периода с 1930-х годов и по настоящее время. В течение периода Великой депрессии в Объединенном Королевстве снижение процентных ставок было приостановлено на уровне 2%, частично из-за опасения, что на лондонских финансовых рынках начнется хаос, когда инвесторы побегут продавать облигации, а частично из-за того, что на частных финансовых рынках, и без того переполненных ликвидностью, процентные ставки упали ниже 1%¹¹. Процентные ставки,

11. Уолтер Бэджет, гуру XIX века в вопросах деятельности центральных банков, писал в своем основополагающем тру-

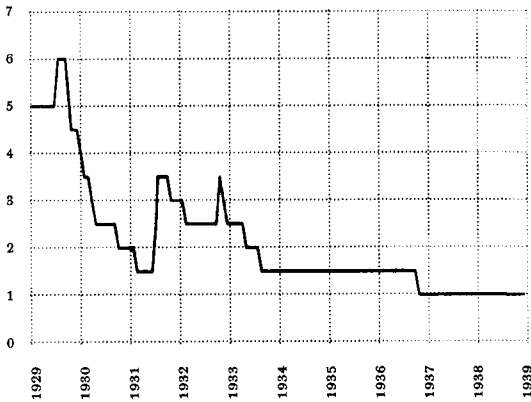


РИС. 8.2. Учетные ставки нью-йоркского филиала
Федеральной резервной системы, 1929–1939

Источник: St. Louis Federal Reserve, Banking and Monetary Statistics, 1914–1941, pp. 441–442; Federal Reserve Economic Data.

остановившиеся на нулевом уровне, во многом имеют схожие последствия и параллели с той ситуацией, когда в 1932 году Банк Англии установил ставки размером в 2% и сохранял их в течение двух десятилетий (за исключением короткого перерыва). Не столь важно, «застывают» ли процентные ставки на нулевой отметке, или на 2% — и в том и в другом случае монетарная политика оказывается полностью парализованной.

В США учетная ставка, устанавливаемая Нью-Йоркским филиалом Федеральной резервной системы, никогда не опускалась ниже 1%, как показано на рис. 8.2. (В 1930 году некоторые региональные подразделения Федеральной резервной системы установили различные дисконтные процентные

де «Lombard Street»: «Джон Буль может вытерпеть многое, но два процента ему не пережить» (Bagehot 1873, ch. 6). [Джон Буль — образ типичного англичанина. — Прим. науч. ред.].

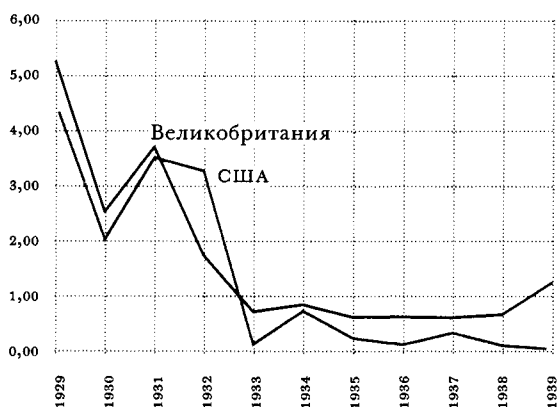


РИС. 8.3. Процентные ставки в США и Великобритании, 1929–1939

Источник: (Reinhart, Reinhart, and Rogoff 2011).

ставки, причем ставки нью-йоркского филиала были самыми низкими.)

Как и в Великобритании, избыточные банковские резервы в США были настолько высокими, а рыночные ставки опустились настолько ниже учетной ставки, что банки в любом случае редко обращались за фондированием к Федеральной резервной системе. На рис. 8.3 изображены краткосрочные процентные ставки для обеих стран.

Таким образом, во время периода Великой депрессии как в Великобритании, так и в США вследствие введения нулевых процентных ставок монетарные системы были практически полностью парализованы.

После финансового кризиса 2008 года нулевая граница пышным цветом расцвела во всем мире. На рис. 8.4 отражены колебания номинальных процентных ставок в США, еврозоне и Великобритании начиная с 2000 года. Как видно из графика, процентная ставка Европейского центрального банка

(основная ставка краткосрочного рефинансирования, или так называемая рефи-ставка) достигла 1% к маю 2013 года, 0,25% — к маю 2013 года, а в марте 2016 года стала нулевой. В США процентная ставка, установленная Федеральной резервной системой (ставка по федеральным фондам), к концу 2008 года находилась в интервале между нулем и 0,25% и оставалась на этом уровне в течение 7 лет. Впервые она незначительно поднялась в декабре 2015 года. В Великобритании базовая ставка Банка Англии достигла 0,5% в марте 2009 года и вплоть до 2015 года сохранялась на этом уровне. Банк Англии остановился на 0,5%, а не на нулевом уровне, по техническим причинам, в том числе из-за опасения, что после финансового кризиса банки еще недостаточно капитализированы. Можно было бы поспорить, существенна ли для монетарной политики разница между 0,5% и нулем, однако для настоящей дискуссии это не столь важно¹². Следует также отметить, что каждый национальный центральный банк пользуется несколько иным инструментом (или инструментами) для установления своей целевой процентной ставки (или процентных ставок), поскольку в разных банковских системах имеются определенные институциональные различия. Так, например, Европейский центральный банк имеет отдельную процентную ставку для своих депозитов (для депозитов овернайт в центральном банке), которая в марте 2016 года составляла -0,4%, то есть была ниже ставки рефинансирования, равной 0,0%.

Процентные ставки в Японии колебались вокруг нуля в течение двух десятилетий и понизились

12. Холл (Hall 2013) настойчиво утверждает, что Федеральная резервная система совершила большую ошибку, сохранив положительные процентные ставки, вместо того чтобы понизить их до нуля. Недавний опыт Японии и ЕЦБ показал, что незначительные корректировки процентных ставок не дали заметных результатов.



РИС. 8.4. Ставки по федеральным фондам Федеральной резервной системы, ставки Европейского центрального банка и Банка Англии за период с 2000 по 2015 год
 Источник: Federal Reserve Board, European Central Bank, Bank of England.

до $-0,1\%$ лишь в январе 2016 года. Такая ситуация типична не только для центральных банков крупных стран: Канада, Норвегия и Израиль удерживают уровень процентных ставок около нулевой отметки начиная с 2009 года. То же самое происходит в Швеции, Швейцарии и Дании — в этих странах процентные ставки были лишь незначительно опущены ниже нуля (на февраль 2016 года процентные ставки, установленные центральными банками Швеции и Дании, составляли $-0,75\%$; ставки репо в Швеции достигли $-0,5\%$).

Вопрос о количественном смысле нулевой границы могут обсуждать ученые. Центральные банки этот вопрос не интересуют. Политиков беспокоят в основном сложности, с которыми центральным банкам приходится сталкиваться при повышении процентных ставок, после того как они достигнут нулевой отметки. Более того, политики опасаются,

что даже если процентные ставки будут подняты, сохранится высокая вероятность их возврата на нулевую отметку. Помимо этого, они горячо обсуждают первые пробные попытки некоторых стран проводить политику отрицательных процентных ставок, хотя, как мы уже отмечали, существующая сегодня тенденция к некоторому понижению строго регламентирована, что, безусловно, сказывается на эффективности такой политики. Не менее важным представляется еще один факт: для того чтобы политика отрицательных процентных ставок была полностью эффективной, будут необходимы различные институциональные изменения, а для их внедрения потребуется время (об этом речь пойдет в главе 10 и главе 11).

Но, пожалуй, самым отрезвляющим образом должно подействовать осознание того, что в один прекрасный момент неизбежно начнется новый период рецессии, и это может случиться даже раньше, чем высохнут чернила, которыми я пишу эту книгу. Тогда, при нормальном ходе событий, центральные банки могут резко понизить процентные ставки с целью стабилизации экономики и смягчения последствий выросшей безработицы. Однако процентные ставки, установленные центральными банками в Европе и Японии, по всей вероятности, будут сохраняться на нулевой отметке еще долгое время, а ставки Федеральной резервной системы и Банка Англии будут незначительно выше. Из этого следует, что для понижения процентных ставок существует не так много возможностей, если только не будет найден способ сделать политику отрицательных процентных ставок более эффективной.

В табл. 8.1 показано, какие понижения процентных ставок были произведены центральными банками в периоды экономического спада, начавшиеся в 2001 году и в 2008 году. Необходимо, в частности, отметить, что Федеральная резервная система понизила процентные ставки до 5% во время фи-

ТАБЛИЦА 8.1. Понижение учетных процентных ставок центральных банков во время кризисов (от максимума до самых низких уровней экономической активности)

Центральный банк	Понижение ставок, %	Период понижения
После финансового кризиса 2008 года		
Великобритания	-5,25	декабрь 2007 — март 2009
США	-5,0	август 2007 — декабрь 2008
Швеция	-4,5	сентябрь 2008 — июль 2009
Норвегия	-4,5	август 2008 — май 2009
Австралия	-4,25	август 2008 — апрель 2009
Канада	-4,0	декабрь 2007 — апрель 2009
Еврозона	-3,25 -4	сентябрь 2008 — май 2009 в течение 2015
Сингапур	-3,55	август 2008 — январь 2009
Швейцария	-2,375 ^a -3,375	сентябрь 2008 — март 2009 в течение 2015
Во время рецессии 2001 года и после того, как лопнул пузырь акций технологических компаний		
США	-4,75	декабрь 2000 — октябрь 2002
Канада	-3,75	декабрь 2000 — март 2002
Швейцария	-2,75	февраль 2001 — февраль 2003
Великобритания	-2,0	март 2000 — январь 2003
Австралия	-2,0	январь 2001 — апрель 2002
Еврозона	-1,5	апрель 2001 — ноябрь 2002
Швеция	-0,5	август 2001 — февраль 2002

^a Процентные ставки достигли 0,25%.

Источник: данные центральных банков

нансового кризиса 2008 года и до 4,75% после того, как лопнул пузырь акций технологических компаний в 2000 году. И все же, согласно современным прогнозам, нет никакой гарантии, что Федеральная резервная система вернет процентные ставки хотя бы на уровень 3% до наступления очередного

периода рецессии. Конечно, не каждый центральный банк проводит столь же агрессивную политику, как ФРС, но Европейский центральный банк, например, за первый год финансового кризиса 2008 года понизил процентные ставки на 3,25% и на 1,5% — в 2001 году. Учитывая ситуацию, сложившуюся на сегодняшний день, трудно себе представить, какие факторы могут вызвать столь же серьезные понижения процентных ставок. Как же тогда действовать? Центральные банки настойчиво ищут пути решения, поскольку они связаны по рукам и ногам существующими ограничениями. Естественно, они могут еще раз попробовать то, что уже пытались сделать в 2008 году, — перейти к политике количественного смягчения и перспективных указаний (подробнее мы обсудим этот вопрос далее, в этой же главе). Правда, большинство банкиров относятся к таким мероприятиям с большим скепсисом, полагая, что подобные альтернативные подходы и в подметки не годятся такому способу, как понижение процентных ставок.

КРАТКИЙ ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ,
ПОСВЯЩЕННОЙ ПРОБЛЕМЕ НУЛЕВОЙ ГРАНИЦЫ
И ЕЕ КОЛИЧЕСТВЕННЫМ ПОСЛЕДСТВИЯМ

Основы современного анализа нулевой границы были заложены в исследовании, проведенном Федеральной резервной системой в первой половине 1990-х годов. Правда, теперь об этом исследовании порой забывают¹³. Экономистам ФРС удалось предвос-

13. Еще в 1993 году Лебов в работе (Lebow 1993) прозорливо указал на многие из этих вопросов, которые позднее заняли центральное место в экономических дебатах. Впервые попытка оценить издержки, связанные с установлением нулевой процентной ставки, была предпринята в работе: (Fuhrer and Madigan 1997; первый вариант опубликован в 1994 году); в ней было показано, что установление целевого значения

хитить многие вопросы, которым позднее суждено было занять центральное место в дебатах на эту тему, включая такие проблемы, как количественное смягчение, роль фискальной политики, а также идею о том, что инфляционная цель 4% вместо 2% может существенно облегчить ситуацию¹⁴. В работе 1998 года Пол Кругман изложил элегантный и очень простой способ моделирования нулевой границы с помощью неокейнсианской модели. Более того, он сформулировал еще более важный вывод: после ряда лет успешной борьбы с инфляцией центральным банкам, для того чтобы восстановить к себе доверие, потребуются убедить людей, что время от времени, если это будет необходимо, они будут готовы мириться с более высокой инфляцией¹⁵.

Вопрос о доверии к банкам всегда очень важен для монетарной политики, но, когда нужно решать проблему нулевой границы процентных ставок, он приобретает особую значимость. Главный аспект этого фундаментального вопроса состоит в том, что даже если монетарные власти не могут опустить

инфляции в размере 4% может дать положительный эффект. Среди других ранних исследований можно назвать работу (Wolman 1998), в которой показано, что неизменность темпов инфляции оказывает огромное влияние на величину издержек, связанных с установлением нулевой процентной ставки, а также работу (Reifschneider and Williams 2000), в которой впервые предпринята попытка провести количественный анализ вероятной частоты возникновения нулевых процентных ставок и степени их негативного воздействия. Это — главный вопрос при оценке различных альтернатив монетарной политики.

14. Замечательный обзор эмпирических исследований, посвященных проблеме нулевых процентных ставок, можно найти в следующих работах: (Williams 2009; Woodford 2012; Coibion, Gorodnichenko, and Wieland 2012; Gavin et al. 2015). Весьма интересное обсуждение ранних исследований см. в: (Bernanke, Reinhart, and Sack 2004).
15. Обсуждение работы Кругмана (Krugman 1998) можно найти также в статье Рогоффа (Rogoff 1998b), где рассматриваются более ранние исследования нулевых процентных ставок.

номинальные процентные ставки ниже нуля, они могут понизить *реальные* процентные ставки. Но для этого им необходимо убедить население в том, что в будущем они смогут отпустить инфляцию и что сделают это. Возможно, им даже придется пообещать, что они позволят инфляции повыситься выше уровня инфляционной цели после того, как экономика вернется к стабильному состоянию. То, что монетарная политика может проводиться именно таким образом, стало понятно еще в начале 1980-х годов. Собственно, об этом я и писал в одной из первых своих статей, опубликованных после окончания университета¹⁶. Кругман сделал очень важное наблюдение: ранее монетарные власти настолько успешно убедили людей в том, что никогда не позволят инфляции подняться намного выше инфляционной цели, что теперь у них нет возможности пообещать даже незначительное повышение инфляции в будущем. Однако сегодня такие заслуживающие доверия обещания оказались бы чрезвычайно полезными.

За годы финансового кризиса, разразившегося в 2008 году, в свет вышло несколько статей, написанных экономистами Федеральной резервной системы, которые и по сей день широко цитируют. Авторы этих статей утверждали, что затраты на посткризисную рецессию могли бы быть существенно ниже, если бы была возможность установить отрицательные процентные ставки. Джон Уильямс, который

16. В работе Канцонери, Хендерсона и Рогоффа (Canzonegi, Henderson, and Rogoff 1983) отмечается, что если монетарные властные структуры пойдут на то, чтобы обнародование информации влияло на будущие процентные ставки (предположим, что это происходит в условиях резкого спада размеров производства), то монетарная политика по стабилизации выпуска и занятости на уровне их нормальных значений (в основном путем манипулирования инфляционными ожиданиями) может быть столь же эффективной, как и при манипулировании текущими краткосрочными процентными ставками.

впоследствии стал председателем филиала Федеральной резервной системы в Сан-Франциско, доказывал, что если бы не нулевые процентные ставки, то весьма полезным оказалось бы понижение процентных ставок по федеральным фондам на 4%¹⁷. По его расчетам, за 4 года это принесло бы экономике США 1,8 триллионов долларов. Давид Райфшнайдер, еще один ведущий экономист ФРС, сделал вывод, что для оптимальной монетарной политики было бы необходимо понизить процентные ставки на 5%¹⁸. Согласно анализу, проведенному с учетом стандартных требований монетарной политики, если бы появилась такая возможность, то и Великобритания, и еврозона могли бы склониться к процентным ставкам в размере от -2% до -3%. Однако, как уже отмечалось выше, подобные оценки весьма приблизительны.

Если рассматривать вопросы благосостояния в количественном аспекте, то важно думать не только о том, как было бы замечательно иметь возможность установления отрицательных процентных ставок в ситуации финансового кризиса, но также и о том, насколько полезным это окажется в будущем. Является ли нулевая граница процентных ставок каким-то извращенным феноменом, который может появиться только после системных финансовых кризисов? А такие кризисы, надо признать, в развитых странах случаются не слишком часто. Финансовый кризис 2008 года наступил спустя семь десятилетий после того, как с началом Второй мировой войны завершился период Великой депрессии. Если еще в течение 70 лет финансовому кризису наступить не суждено, то стоит ли волноваться

17. (Williams 2009).

18. (Reifschneider 2009). Самые разные модели, включая структурные и новые кейнсианские, а также неструктурные модели временного ряда, использованы в работе: (Chung et al. 2012). Результаты в целом оказались весьма схожими.

по этому поводу и проводить фундаментальные изменения в финансовой системе уже сегодня? Ведь, так или иначе, через семь десятилетий ситуация наверняка кардинальным образом изменится.

Экономисты ФРС старались найти ответ на этот вопрос еще в 2000-е годы. Тогда, естественно, они использовали данные за период, во время которого процентные ставки на уровне нуля казались чем-то очень далеким. Используя метод моделирования, они пришли к выводу, что риск возникновения такой ситуации чрезвычайно мал. Отдельные эпизоды, когда процентные ставки опускались до нуля, наблюдались очень редко. Даже если это и случалось, то на короткое время и без особых последствий, в том смысле, что нулевая граница не очень сильно превышала оптимальные процентные ставки, которые хотя и имели отрицательные значения, но в реальности не могли быть установлены на этом уровне¹⁹. Следовательно, если когда-то и появля-

19. Райфшнайдер и Уильямс (Reifschneider and Williams 2000) обнаружили, что при таргетировании инфляции на уровне 2%, процентные ставки центральных банков находились бы близко к нулевому уровню в течение 5% времени рассматриваемого периода и что каждый такой эпизод продолжался бы в течение четырех кварталов. Авторы выяснили еще один важный факт: как правило, значение нулевого ограничения не было существенным (имеется в виду, что даже если бы творцам финансовой политики и хотелось бы установить отрицательные процентные ставки, вряд ли бы удалось опустить их намного ниже нуля). Исходя из логики авторов этой работы, нулевая граница процентных ставок достигается не столь часто и не имеет особых негативных эффектов. Поэтому нулевые ставки оказывают самое незначительное влияние на отклонения темпов выпуска от нормального уровня — это 3,0% при отрицательных ставках и 2,9% без них. (Читатели, которые не так хорошо разбираются в вопросах стандартной монетарной экономики, должны осознать, что в большинстве макроэкономических моделей монетарная политика не может систематически обеспечивать более высокие объемы выпуска, поскольку повышение цен и заработных плат будет опережать подобные действия монетарных властей. Монетарная политика может

лась угроза нулевых процентных ставок, то эта была не та серьезная проблема, ради которой нужно было вверх дном переворачивать всю монетарную систему. Естественно, сегодня, когда у нас за плечами имеется опыт финансового кризиса 2008 года и когда центральные банки крупных стран надолго застряли на психологически важной нулевой отметке границы процентных ставок, все эти ранние оптимистические прогнозы должны быть пересмотрены.

Результаты ранних исследований Федеральной резервной системы, в которых оценивалась вероятность эпизодического существования нулевых процентных ставок и серьезность последствий таких эпизодов, следует пересмотреть как минимум по пяти причинам. Во-первых, большинство ранних моделей базировалось на прогнозах периода «Великого успокоения» (начиная с середины 1980-х годов и до финансового кризиса, который начинал проявляться уже в 2007 году). В то время экономическая волатильность была очень низкой²⁰. Во-вторых,

только стабилизировать выпуск и тем самым сократить его колебания. Если нулевые процентные ставки не оказывают большого влияния на колебания выпуска, то это означает, что они не являются серьезным ограничителем для монетарной политики.)

20. Рейнхарт и Рогофф (Reinhart and Rogoff 2014) размышляют по поводу того, может ли в развитых экономиках завершиться период относительного затишья. Конечно, до начала Первой мировой войны гораздо чаще наблюдались периоды высокой волатильности и обвала рынков. Авторы утверждают, что самый спокойный период, последовавший за Второй мировой войной, фактически являлся длительным периодом отказа от использования политики леввериджа. Как отмечается в работе (Reinhart and Rogoff 2010), Вторая мировая война и Великая депрессия аннулировали как частные, так и субнациональные долги. В то же самое время благодаря строгому финансовому регулированию, которое привело бы к снижению процентных ставок, можно было бы накопить избыточные финансовые средства и облегчить бремя государственного долга. В это же время европейские страны, основные капиталы которых были обесценены, смогли добиться быстрого роста путем улучшения

средние равновесные мировые процентные ставки резко упали с 2,0%, закрепленных в раннем варианте знаменитых правил монетарной политики Джона Тейлора, до сегодняшнего уровня в интервале от -1% до +1%. Более низкие реальные процентные ставки являются меньшей гарантией защиты до того момента, когда номинальные процентные ставки сравниваются с нулем.

В одном из разделов приложения к данной книге, иллюстрирующем правило Тейлора, показано, каким образом ожидаемые равновесные реальные процентные ставки становятся важным фактором, помогающим понять, собираются ли центральные банки сделать свои ставки отрицательными²¹. В-третьих, модели, воспроизводящие последствия установления нулевых ставок, как правило, недостаточно отражают инертность, характерную для экономического роста посткризисного периода, и поэтому прогнозируют гораздо более быстрый возврат экономики к нормальному состоянию. Четвертая причина состоит в том, что в моделях недостаточно адекватно отражается важный параметр неопределенности, в то время как неопределенность создает возможность того, что крупные неожиданные шоковые ситуации могут возникать гораздо чаще, чем

структуры капитала и благодаря политике догоняющего развития, позволяющей сравняться с США в области новых технологий. По мере замедления роста и большей либерализации финансовых рынков страны могли бы стать более уязвимыми. Это, конечно, абстрактные рассуждения, однако совершенно неясно, был ли финансовый кризис 2008 года лишь временным шагом назад от постоянно продолжающегося замедления темпов роста или переходом к новому стабильному состоянию.

21. Согласно МВФ (International Monetary Fund 2013; Международный валютный фонд 2013), в следующем десятилетии многие факторы, которые способствовали постоянному понижению реальных мировых процентных ставок, по всей вероятности, начнут действовать в противоположном направлении.

предполагает базовая калибровка моделей. И, наконец, пятая по порядку, но не по значимости, причина — уровень инфляционных ожиданий продолжает падать, а это, в свою очередь, приводит к падению уровня процентных ставок.

Однако, несмотря на все сказанное выше, вряд ли можно утверждать, что современные исследователи единодушно считают нулевые процентные ставки большой проблемой для традиционной монетарной политики. В приложении к этой главе (объединенном вместе с другими приложениями в конце книги) обсуждается несколько важных моментов, отраженных в современной литературе, которые дают представление о том, какие еще вопросы необходимо учитывать при рассмотрении проблемы нулевых ставок.

КОЛИЧЕСТВЕННОЕ СМЯГЧЕНИЕ

Рассмотрим теперь альтернативный подход, которым воспользовались центральные банки для того, чтобы в отсутствие отрицательных ставок справиться с проблемами нулевых ставок. В этом разделе будет обсуждаться политика, к которой монетарные власти прибегают при финансовых кризисах, а именно политика количественного смягчения (КС) и указаний о перспективах. Мы постараемся выяснить, в какой степени эти альтернативные подходы позволяют избавиться от необходимости введения отрицательных процентных ставок, или как минимум в большой степени смягчить последствия такого шага.

С начала финансового кризиса 2008 года большинство центральных банков развитых стран, включая Федеральную резервную систему, Банк Англии и Банк Японии проводят политику массивного и достаточно агрессивного количественного смягчения. Масштаб финансовых интервенций воистину пора-

зителен. Баланс Федеральной резервной системы вырос с суммы приблизительно в 700 миллиардов долларов на начало кризиса до пикового значения в 4 триллиона долларов, что составляет около 25% от ВВП. Хотя несколько в разное время, Европейский центральный банк²² и Банк Англии также участвовали в широкомасштабном количественном смягчении. Размер их финансовых интервенций относительно ВВП своих стран пока не достиг масштабов операций ФРС, однако на момент написания этой книги ЕЦБ продолжает активную политику количественного смягчения. Благодаря программе количественного смягчения, финансовые интервенции Банка Японии уже составили 70% от ВВП, то есть величину, пропорционально намного бóльшую, чем аналогичный показатель для США. Если в Японии этот процесс будет продолжаться такими же темпами, то через два года финансовые интервенции Банка Японии достигнут 100% от ВВП.

В настоящее время проблема количественного смягчения широко изучается с практической точки зрения, однако при исследовании этого явления возникают весьма существенные ограничения, связанные с тем, что опыта в этой области накоплено еще недостаточно²³. Давайте кратко обсудим,

22. В январе 2015 года Европейский центральный банк принял программу, согласно которой он будет выделять ежемесячно 60 миллиардов евро на покупку в основном государственных облигаций. Эта сумма была увеличена до 80 миллиардов евро ежемесячно в марте 2016 года, причем программа распространилась и на выкуп корпоративных облигаций. Однако еще до этого ЕЦБ начал кредитовать банки, которые, в свою очередь, кредитовали правительства.

23. Давид Лебов (Lebow 1993) высказал предположение о том, что при таргетировании низкой инфляции проблема, связанная с нулевыми процентными ставками, с которой уже столкнулась Япония, может в перспективе возникнуть и в других странах с развитыми экономиками. Хотя Лебов не предоставляет никаких расчетов и теоретических обоснований, но в своих простых рассуждениях он касается мно-

что, по сути, представляют собой эти исследования. Большинство из них — это так называемые изучения событий, анализирующие влияние сообщений о количественном смягчении на рыночные процентные ставки. Такое влияние практически наверняка носит лишь временный характер, даже если сообщения в какой-то мере ожидаемы. Трудно сказать, однако, насколько длительным оказывается это воздействие, в первую очередь потому, что после финансового кризиса наблюдается тенденция к значительному понижению долгосрочных реальных процентных ставок. По всей вероятности, эта тенденция обусловлена рядом различных факторов, не связанных напрямую с политикой центральных банков. Ознакомившись с довольно неоднозначной картиной, полученной в результате этих эмпирических исследований, я могу сделать следующий вывод: политика количественного смягчения действительно может способствовать устранению негативных последствий рецессии. Более того, центральным банкам следовало бы активнее проводить такую политику, не опасаясь, что это может вызвать финансовую нестабильность. Скорее всего, многие центральные банки согласились бы со мной. Тем не менее даже самые ярые

гих важнейших вопросов и различных сценариев развития. При анализе он использует понятие количественного смягчения и обсуждает возможность выкупа центральными банками как государственных, так и частных долгов. Он также рассматривает такой вариант, как покупка золота. Он справедливо отмечает, что если обязать центральные банки выкупать частные активы, то, возможно, это даст больший эффект, нежели покупка государственных облигаций. Однако одновременно он указывает, что закупка частных активов представляет собой субсидию, размывающую границу между фискальной и монетарной политикой. Лебов утверждает, что анализ последствий политики фискального смягчения тем не менее является важной задачей, поскольку необходимо понимать, какие действия центральный банк может предпринять по собственному усмотрению, в том случае, если по каким-то причинам другие государственные структуры ничего не смогут сделать.

защитники политики количественного смягчения скажут, что вряд ли они снова прибегнут к этим мерам, после того как процентные ставки поднимутся выше нуля и восстановятся нормальные механизмы монетарной политики²⁴. Количественное смягчение не следует воспринимать как универсальный заменитель традиционной политики процентных ставок.

Если вы дочитали книгу до этого места, то вы, наверное, уже поняли, почему масштабное «печатание денег» не повлекло за собой инфляцию (краткосрочные банковские резервы составляют часть так называемых денег повышенной эффективности). После того как краткосрочные процентные ставки центральных банков уже сравнялись с нулем и, по всей вероятности, будут оставаться на этом уровне в течение длительного периода, безналичные средства, размещаемые в Федеральной резервной системе, и сверхкраткосрочные правительственные облигации становятся практически идентичными. Банк может либо установить нулевую процентную ставку по 4-недельным казначейским векселям, либо сохранять процентную ставку овернайт на нулевом уровне в течение месяца. Таким образом, когда при нулевых процентных ставках центральный банк предоставляет кредит овернайт (из банковских резервов) для покупки долгосрочных государственных облигаций, эта ситуация мало чем отличается от той, когда государственное казначейство просто выпускает краткосрочные казначейские векселя вместо долгосрочных облигаций. Ведь в конце концов, как уже отмечалось в главе 6, посвященной проблеме сеньоража, центральные банки принадлежат государству — целиком и полностью.

Скажем это по-другому. Когда Милтон Фридман сформулировал свое знаменитое правило к-процента применительно к росту денежной массы (валюта, находящаяся в обращении, плюс депозиты, кото-

24. См., напр.: (Williams 2013).

рые банки и другие финансовые институты хранят в центральном банке), он имел в виду, что любое увеличение базы денежной массы в конечном счете оказывает пропорциональное влияние на все иные денежные агрегаты. По мере того как банки используют свою более высокую денежную базу для увеличения кредитования, денежные вливания поступают в более широкие экономические сферы. Это, в свою очередь, увеличивает величину денег в обращении и оказывает давление на цены, что в итоге приводит к пропорциональному повышению различных ценовых индексов. Если же прирост банковских резервов остается в центральном банке и не поступает в экономику, то не происходит и повышения *совокупного* спроса. Вследствие этого закрывается стандартный канал, по которому денежные вливания оказывают влияние на повышение цен.

Разъяснение количественного смягчения

В вопросе о том, каким образом количественное смягчение может повлиять на экономику, существует немало неразберихи и путаницы. По крайней мере на первый взгляд может показаться, что все фокусы-покусы с банковскими балансами легко разгадать, если вспомнить, что центральные банки, вместе с их прибылями и убытками, полностью принадлежат государству. Когда центральный банк проводит политику количественного смягчения с целью покупки долгосрочных государственных облигаций, он, по сути, сокращает средние сроки погашения государственных облигаций, находящихся на руках у населения. Это происходит по той причине, что резервы овернайт являются обязательством центрального банка и, следовательно, косвенным обязательством государства. Таким образом, с помощью количественного смягчения просто происходит замена одного долгового обязательства другим. Сокращая количество долгосрочных государственных облигаций,

находящихся у населения, государство надеется понизить долгосрочные процентные ставки, поскольку пенсионные фонды, страховые компании и другие традиционные покупатели долгосрочных облигаций будут вынуждены конкурировать за приобретение теперь уже меньшего количества долгосрочных государственных облигаций.

Одновременно с этим запас краткосрочных облигаций, приобретенных населением, увеличивается и обычно это приводит к повышению краткосрочных процентных ставок для того, чтобы мотивировать частный сектор добровольно держать большее количество ценных бумаг. Поскольку долгосрочные процентные ставки оказывают более заметное влияние на совокупный спрос, чем краткосрочные процентные ставки, в целом будет наблюдаться тенденция к повышению совокупного спроса. Однако если процентные ставки центрального банка останутся на нулевом уровне, то не произойдет встречного повышения краткосрочных процентных ставок, а совокупный спрос вырастет еще больше. Ниже будет показано, что это не бесплатный сыр в мышеловке, как могло бы показаться, поскольку, когда государство осуществляет слишком большие краткосрочные заимствования, оно становится более уязвимым для внезапного повышения мировых процентных ставок.

Рассмотрим теперь количественное смягчение в более широком смысле. К этой мере прибегает практически любой центральный банк во время финансовых кризисов, и она состоит в том, что центральным банком выпускаются электронные безналичные деньги для покупки *частных* активов. Естественно, это оказывает серьезное влияние на экономику, поскольку государство берет на свой баланс частные риски. Эта мера имеет непосредственное отношение к фискальной политике и, по всей вероятности, имеет еще более ощутимые последствия. Во многих работах, посвященных монетарной политике, а также в СМИ ситуацию, когда

центральные банки скупают частные активы, нередко называют количественным смягчением. Однако этот процесс правильнее было бы назвать фискальным количественным смягчением, потому что фактически он состоит из двух отдельных операций. Первая — это собственно количественное смягчение, то есть замена банковских резервов овернайт на долгосрочные государственные облигации. Вторая операция состоит в том, что Федеральная резервная система продает долгосрочные государственные облигации, находящиеся у нее на балансе, и использует вырученные средства на выкуп долгов частного сектора или на приобретение других активов. В финансово либерализованных развитых экономиках вторая операция обычно осуществляется фискальными органами, а не центральными банками, которые действуют в рамках своих полномочий, ограниченных исключительно монетарной политикой. Либо согласно своим уставам, либо по традиции большинство центральных банков развитых стран с большим нежеланием принимают участие в операциях, которые могут оказать благотворное влияние в пользу какого-то определенного рынка. Правда, бывают и исключения. Вспомним об одном драматичном, но успешном случае, который произошел во время азиатского финансового кризиса конца 1990-х годов. Тогда Управление денежного обращения Гонконга удивило весь мир, сделав приобретения на фондовом рынке своей страны с целью отразить валютные атаки. Тогда эти действия были расценены как нестандартный и весьма успешный ход. Для развитых экономик такая интервенция является скорее не правилом, а исключением, по крайней мере начиная с кризиса 2008 года. Этот кризис изменил все. При полном параличе политической власти центральные банки были вынуждены взвалить на свои плечи дополнительные тяготы.

Существуют причины, по которым хорошо организованные центральные банки современных раз-

витых стран, как правило, не занимаются покупкой долгов частного сектора, ограничиваясь в основном покупкой государственных долгов. Они не хотят служить посредником, с помощью которого государство будет направлять финансирование в избранные сектора экономики без одобрения законодательных органов. Нормальная политика процентных ставок должна быть нейтральной, в том смысле, что она оказывает влияние на все экономику в целом, и поэтому центральные банки не должны помогать тому или иному сектору по принципу «любишь — не любишь». Конечно, в разгар финансового кризиса 2008 года Федеральная резервная система с полным на то основанием вмешивалась в функционирование ключевых секторов частных рынков, но это происходило в условиях, когда вся экономическая система была парализована. В нормальной ситуации центральным банкам было бы на руку, чтобы фискальные органы — и только они — принимали чисто политические решения по поводу того, какой именно сектор должен получить преимущество кредитования²⁵.

25. Следует отметить, что помимо покупок частных и государственных облигаций, у центрального банка имеется еще одна возможность — покупка золота на средства, размещенные в режиме овернайт, однако покупка золота, финансируемая этими средствами, может оказаться рискованным мероприятием. Вопрос о покупке золота впервые был поднят в конце 2014 года, когда Швейцарский национальный банк был вынужден отклонить вопрос о проведении референдума, в результате которого ему пришлось бы продать большую долю своих активов в виде международных государственных облигаций (в основном облигаций Германии) и вложить полученные средства в золото. Такая стратегия могла бы оказаться очень рискованной, поскольку Швейцарский национальный банк к этому времени уже выпустил огромное количество краткосрочных долговых бумаг для финансирования покупки облигаций Германии. Это происходило в то время, когда он старался привязать свои процентные ставки к евро. Такая политика могла бы оказаться очень опасной, поскольку внезапное падение цены на золо-

Обсуждая вопрос о количественном смягчении, мы пока не затрагивали один потенциально важный момент, о котором стоит упомянуть. В современных макроэкономических исследованиях подчеркивается, что точно так же, как государству принадлежат центральные банки, так и само государство вместе со своим финансовым «портфелем» «принадлежит» налогоплательщикам. Это означает, что даже если налогоплательщики осуществляют удивительно незначительный контроль над государством, именно они в итоге обогащаются или беднеют вследствие его финансовой деятельности. При самом экстремальном допущении, если отбросить многие возможные искажения и несовершенства системы, можно сказать, что в действительности количественное смягчение не дает никакого эффекта. Влияние на портфель, которым частный сектор владеет непосредственно, компенсируется влиянием на государственный портфель, который тоже принадлежит частному сектору, правда, уже косвенно²⁶.

Таким образом, если государство терпит убытки в результате покупки у частного сектора ипотечных ценных бумаг, по которым объявлен дефолт, то платить более высокие налоги для покрытия этих потерь

то могло бы ослабить положение центрального банка Швейцарии: ему было бы сложнее действовать в случае массового снятия денежных средств с банковских счетов или обвального падения курса франка. (Существует также опасность, что облигации Германии могут упасть в цене, однако здесь риск не так велик, как с ценами на золото.) У тех, кто критикует Швейцарский банк за якобы излишние волнения по поводу кредитоспособности своей страны, просто короткая память. На пике финансового кризиса 2008 года два самых крупных швейцарских банка, UBS и Credit Suisse, балансировали на грани банкротства и швейцарское правительство, долги которого в 10 раз превышали ВВП страны, могло бы столкнуться с серьезными проблемами, пытаясь им помочь и в то же время не поставить под угрозу свою платежеспособность.

26. (Wallace 1981).

будет в конечном счете население. Самый осторожный налогоплательщик, живущий в мире без финансовых катаклизмов, сразу же осознал бы этот риск и соответствующим образом распорядился бы своим портфелем. Если взять абстрактную ситуацию, то перекидывание денег из частного портфеля в государственный, бессмысленно. Когда государство выпускает краткосрочные облигации, а затем на частных рынках скупает долгосрочные облигации, то такие финансовые операции не дают никакого эффекта, потому что деньги переходят из одних рук в другие «внутри семьи». Я прекрасно понимаю, что в результате моих логических экзерсисов (когда сначала я говорю, что центральные банки принадлежат государству, а затем — что само государство принадлежит налогоплательщикам) государственные облигации выглядят чем-то вроде русской матрешки²⁷.

На практике несовершенство процесса количественного смягчения приводит к тому, что операции с государственными облигациями оказывают разнообразное влияние на экономическую ситуацию в целом. Однако если с самого начала занять непредвзятую позицию и не придерживаться упрощенного кейнсианского тезиса, согласно которому государство — это вещь в себе, то можно прийти к совершенно иным выводам. Серьезные ученые теоретики (в отличие от любителей жонглировать словами) признают, что отношение долговых обязательств к рискам, которые могут возникнуть в будущем в сфере налогообложения, является важнейшим показателем при любом анализе возможных последствий количественного смягчения.

27. Утверждение, согласно которому потребители могут полностью интернализировать все риски и издержки, связанные с выплатами будущих государственных долгов, обычно называют теоремой эквивалентности Рикардо. В современный научный обиход это понятие было введено Барро: (Barro 1974).

Учитывая теоретические и практические неопределенности относительно способов осуществления количественного смягчения и его последствий, трудно сказать наверняка, улучшит ли эта мера благосостояние общества, даже если с большой вероятностью она, пусть и временно, но повлияет на процентные ставки. Ведь если в посткризисный период для экономики характерна острая нехватка надежных долгосрочных активов, то повысит ли уровень благосостояния сокращение активов, доступных для частного сектора?²⁸ Если влияние количественного смягчения на рынки в основном проявляется в информировании о будущих процентных ставках центрального банка, то, может быть, существует и менее экстравагантный способ, который даст те же результаты, но будет иметь более предсказуемые последствия? Существующие исследования также не могут дать внятного ответа на следующий принципиально важный вопрос: «что важнее: кумулятивный эффект от прежнего количественного смягчения или новые финансовые вливания, которые произойдут в результате КС?»

Я надеюсь, что в этом разделе мне удалось развеять некоторые мифы, окружающие вопрос о количественном смягчении. Если же что-то осталось непонятным, то сошлюсь на один уморительно смешной и талантливый 6-минутный мультяшный видеоролик. Он тоже называется «Разъяснение количествен-

28. Об этом говорится в: (Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen 2011; Woodford 2012). Кабаллеро и Фархи (Caballero and Farhi 2016) занимаются созданием теоретической базы для исследования эффектов КС. Они выяснили, что в условиях существования «ловушки ликвидности» политика количественного смягчения эффективна только в том отношении, что способствует увеличению безопасных активов (таких как государственные долги), хранящихся у населения. Поэтому, хотя можно утверждать, что фискальное количественное смягчение весьма эффективно, этого не скажешь о количественном смягчении, при котором просто происходит замена одного государственного долга на другой.

ного смягчения» и был снят в 2010 году агентом по недвижимости Омидом Малеканом. В этом ролике автору удалось глубоко проникнуть в суть вопроса. Хочется верить, однако, что и читатели этой книги также смогут увидеть некоторые неоднозначные моменты в концепции количественного смягчения²⁹.

Количественное смягчение на практике

Хотя данных о практическом использовании КС накоплено еще недостаточно, многие специалисты считают, что первый раунд количественного смягчения, осуществленный в США в разгар финансового кризиса, дал очень важные результаты. Федеральная резервная система подошла к этому весьма творчески. В итоге удалось «залатать дыры» на многих частных рынках и предотвратить их дальнейший коллапс³⁰. Центральные банки других стран пытались проводить столь же агрессивную политику, однако их действия сдерживало давление со стороны государства. Правда, по крайней мере в США, гораздо больший скепсис вызывают выводы о том, что последующие раунды КС (после того как ситуа-

29. См.: David Weigel, «The Man Behind the Quantitative Easing Video Speaks», *Slate*, November 22, 2010, http://www.slate.com/blogs/weigel/2010/11/22/the_man_behind_the_quantitative_easing_cartoon_speaks.html

30. О том, что если бы не политика количественного смягчения, то в конце 2012 года уровень безработицы в США мог бы оказаться на 1,5% выше, говорится, например, в: (Chung et al. 2012). Это весьма показательный результат. Однако авторы также отмечают, что такой результат был достигнут благодаря политике КС, осуществляемой на пике финансового кризиса, а не во время более поздних раундов. В исследовании (Wu and Xia 2016) высказывается предположение, что авторы вышеупомянутой работы (Chung et al. 2012), возможно, переоценивают реальный эффект от количественного смягчения, поскольку в их анализе неявно предполагалось, что кривая выпуска демонстрировала значительный эффект.

ция нормализовалась) оказались столь же эффективными. Эти раунды обычно называют КС II и КС III.

Как отмечалось выше, уже накоплены неопровержимые доказательства, свидетельствующие о том, что важные сообщения об изменениях в политике количественного смягчения вызывают серьезный, хотя и кратковременный эффект на рынках облигаций. Когда 18 марта 2009 года Федеральная резервная система объявила, что собирается дополнительно закупить долгосрочные государственные облигации на сумму до 300 миллиардов долларов, курс американских 10-летних облигаций упал на 0,4% в течение одного часа. Когда же 22 мая 2013 года председатель Федеральной резервной системы Бен Бернанке заявил, что ФРС может начать постепенное сокращение суммы приблизительно в 85 миллиардов долларов, которая ежемесячно использовалась на покупку облигаций и ипотечных ценных бумаг, на мировом финансовом рынке сразу же началась паника, которую стали называть «паника, вызванная сообщением о сворачивании программы КС» (Taper Tantrum). В одном из наиболее важных ранних научных исследований Арвинд Кришнамурти и Аннетт Виссинг-Йоргенсен обнаружили, что второй раунд количественного смягчения, проведенный в США, во время которого скупались только государственные облигации, снизил долгосрочные процентные ставки приблизительно на 0,5%³¹. Однако, как подчеркивалось выше, такого рода данные — это, по сути, исследование событий, результаты которого полезны для понимания эффекта непосредственного воздействия, но они намного менее информативны для прогнозирования долговременных эффектов. Гораздо сложнее выяснить, как будут развиваться события в дальнейшей перспективе³².

31. (Krishnamurthy and Vissing-Jorgensen 2011, 2013).

32. Профессор Джеймс Гамильтон (университет Сан-Диего), специалист в области макроэкономики и эконометрии, в работе *Evaluation of Quantitative Easing*, размещенной на сайте

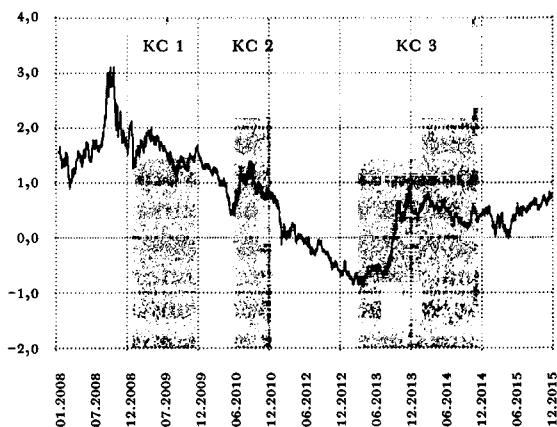


РИС. 8.5. 10-летние облигации казначейства с фиксированными сроками погашения, индексируемые на инфляцию

ПРИМЕЧАНИЕ: серым цветом обозначены периоды закупок в ходе КС.

Источник: Board of Governors of the Federal Reserve (from Federal Reserve Economic Data at the St. Louis Federal Reserve).

На рис. 8.5 показано, что в течение трех раундов количественного смягчения, проводимых Федеральной резервной системой, доходность 10-летних облигаций Казначейства, индексируемых на инфляцию в целом, росла, а затем, по мере завершения закупок, начала падать. Уменьшение их доходности наблюдалось и после этого. Конечно, корреляции, приведенные на рисунке, очень поверхностны, и вполне возможно, что между этими показателя-

Econbrowser.com 2 ноября 2014 года, представил очень глубокий анализ тех проблем, которые возникают при попытке оценить долгосрочный эффект от политики КС. Доступно по ссылке: <http://econbrowser.com/archives/2014/11/evaluation-of-quantitative-easing>.

ми существуют более сложные взаимосвязи, которые проявятся со временем. Однако не вызывает сомнений тот факт, что в течение этого периода на доходность долгосрочных облигаций влияло множество других факторов. Среди таких факторов можно назвать ситуацию неопределенности в еврозоне, несколько позднее — в Азии и в целом снижение темпов ожидаемого мирового роста в среднесрочной перспективе.

В свете таких воистину «тектонических сдвигов» очень трудно с точностью установить относительную важность тех или иных факторов. Кроме того, мы обсуждаем здесь только процентные ставки, а не их конечное влияние на реальную экономику, в области которой выявить эффект еще сложнее.

*Как в ходе количественного смягчения
не попасть в «песчаную ловушку»³³
отрицательных процентных ставок*

Несмотря на все теоретические и эмпирические неопределенности, многие экономисты утверждают, что количественное смягчение может оказаться более эффективным, когда экономику необходимо «вытянуть» из низкой инфляции, но только в том случае, если центральные банки решат использовать ее более агрессивно и, возможно, с лучшим пониманием того, зачем это делается. Особенно важно, чтобы центральные банки проявили полную готовность к началу нового витка инфляции. Нулевую границу процентных ставок можно уподобить ситуации, когда игрок в гольф попадает в специально сделанную песчаную ловушку³⁴: если уж мяч в нее

33. Песчаные ловушки, или бункеры, специально делаются на поле для гольфа, чтобы усложнить задачу игрока, поскольку из песка мяч выбить гораздо сложнее, чем из травы. — *Прим. пер.*

34. Впервые я использовал эту аналогию с «песчаной ловушкой» в своих полемических статьях, опубликованных в японских

попал, то сам по себе он больше никуда не покатится. Для того чтобы привести его в движение, необходимо сделать мастерский полный «свинг»³⁵. Когда мяч выбит из песка, даже если он залетел не на траву, а в заросли, его уже снова можно послать в нужном направлении. Если при нулевых процентных ставках монетарная политика чрезмерно агрессивна, а инфляционные ожидания начинают повышаться, то следом за этим вырастут и процентные ставки. Тогда, подобно игроку в гольф, которому удалось вернуть мяч на траву, центральный банк для регулирования ситуации сможет вновь использовать политику нормальных процентных ставок.

Конечно, может оказаться, что главная проблема количественного смягчения, которое осуществлялось на протяжении нескольких последних лет, состоит в том, что центральные банки просто не хотят сделать «полный свинг». Центральные банки «будут делать все, что должны» (известная формулировка президента Европейского центрального банка Марио Драги), чтобы поднять инфляционные ожидания³⁶. В этом отношении особый интерес представляет недавний опыт Японии. Банк Японии скупил правительственные облигации на сумму, составляющую более 70% ВВП, то есть намного больше, чем когда-либо покупал какой-нибудь другой центральный банк. Сегодня уже понятно, что это мало повлияло как на кратковременную, так и на долговременную инфляцию, что не может не вызвать легкого разочарования. Мне кажется, что политика количествен-

газетах в 2003 году. На эти статьи ссылается Курода (Kuroda 2005), бывший заместитель министра финансов Японии. В настоящее время он возглавляет Банк Японии.

35. То есть сделать такое движение, которое позволит нанести удар на большое расстояние. — *Прим. пер.*
36. Фраза «банки будут делать все, что должны» стала известной после того, как 26 июля 2012 года Драги использовал ее в своем выступлении, сыгравшем важнейшую роль в стабилизации курса евро.

ного смягчения, проводимая в Японии, могла бы быть намного более эффективной, если бы Банк Японии сообщил о том, что в случае необходимости готов в течение длительного времени сохранять инфляцию на уровне, превышающем целевые значения. Такой подход лучше соответствовал бы аналогии с выбиванием мяча из «песчаной ловушки».

Количественное смягчение действительно делает центральные банки несколько более уязвимыми. Об этом необходимо помнить, когда взвешиваются все плюсы и минусы более агрессивной политики. Предположим, что по какой-то неожиданно возникшей причине мировые реальные процентные ставки резко поднимаются вследствие некоторых факторов, действующих вне США (или любой другой страны). И вдруг, совершенно внезапно, начинает падать спрос на банковские резервы. Конечно, я понимаю, что найдутся люди, которые просто не поверят в реальность такой ситуации. Но если мы не сможем полностью осознать, почему так резко упали реальные процентные ставки, то мы не сможем быть уверены, что тенденция не изменится, и в какой-то момент они вновь не поднимутся. У Федеральной резервной системы, безусловно, имеется множество механизмов, с помощью которых можно поглотить избыточную ликвидность, включая сворачивание политики количественного смягчения — продажу долгосрочных облигаций для поглощения избыточного количества наличных денег. С целью сохранить спрос ФРС также может поднять процентные ставки на банковские резервы. Однако любая из этих мер только увеличит консолидированные издержки государства по обслуживанию долга и быстрее поднимет реальные процентные ставки на частных рынках. Если в тот момент, когда Федеральная резервная система должна приступить к самым решительным действиям по удержанию инфляции, окажется, что экономика находится в тяжелом состоянии, для ФРС это будет сдерживающим фак-

тором. Следовательно, открыть кошелек может оказаться гораздо труднее, чем предполагалось³⁷.

Иногда задают вопрос: при чем тут правительственные облигации, выкупаемые центральными банками, когда речь идет о ситуации с нулевыми процентными ставками? Почему бы Федеральной резервной системе просто не уничтожить долгосрочные государственные облигации, вместо того чтобы иметь головную боль, сначала получая процент от Казначейства, а затем возвращая в Казначейство прибыль? Тогда люди начинают понимать, что в действительности государственный долг меньше, чем может показаться, и поэтому это не повод для беспокойства. Такой сценарий выглядит очень симпатично, но тут возникает одна небольшая проблема. Для того чтобы выкупить государственный долг, Федеральная резервная система должна для баланса аккумулировать соответствующую сумму банковских резервов. Эти банковские резервы, в свою очередь, не включаются в федеральный долг. При существующих нулевых процентных ставках банковские резервы практически не создают издержек для ФРС, поэтому ими можно пренебречь. Однако, как мы только что говорили, если мировая экономика пойдет на поправку, ФРС нужно будет что-то предпринять. А если бы ФРС аннулировала свои обязательства по выплате долга Казначейству, то тогда она не смогла бы использовать казначейские долговые бумаги для поглощения избытка ликвидности и, следовательно, не смогла бы удержать инфляцию. При беспрецедентно низких номинальных процентных ставках получение коротких кредитов может показаться грамотной стратегией, но это довольно рискованно. Конечно, можно было бы задать и такой хороший вопрос: а почему бы

37. Федеральная резервная система озвучила свое намерение избавиться от ценных бумаг, приобретенных в ходе количественного смягчения, по мере достижения сроков их погашений.

вместо того, чтобы предоставлять кредиты овернайт, государству не выпустить облигации со сроком погашения в 100 лет, чтобы зафиксировать фактически беспрецедентно низкие процентные ставки?

Подведем теперь некоторые итоги. Представляется, что количественное смягчение является гораздо более слабым инструментом, чем традиционная монетарная политика. Учитывая, что КС — это относительно новое средство, пока еще не получившее широкого распространения, трудно спрогнозировать степень его эффективности и выяснить, по каким каналам оно действует. Эта неопределенность вызывает опасения, что количественное смягчение может нести в себе угрозу для стабильности рынка активов, то есть может привести к последствиям, суть которых сегодня еще не вполне понятна. Более того, хотя практический опыт и показывает, что КС способствует понижению долгосрочных процентных ставок в ближайшей перспективе, тот факт, что это происходит на фоне падения мировых реальных процентных ставок, не позволяет с точностью предсказать, какие последствия такая политика будет иметь в долгосрочной перспективе. На самом деле нет полной ясности даже относительно того, в какой степени КС повлияла на инфляцию, хотя в нормальной ситуации благодаря такой политике происходит значительное увеличение остатков на счетах банков в ФРС, что, в свою очередь, создает предпосылки для резкого роста цен. Как отмечалось в начале этой главы, при нулевых процентных ставках безналичные банковские средства становятся практически полными аналогами сверхкраткосрочных векселей Казначейства. Поэтому совершенно необязательно, что увеличение средств на счетах банков заставит их более активно финансировать экономику. В отсутствие других альтернатив большинство центральных банков вновь прибегло бы к политике количественного смягчения, но для ее использования в будущем они постарались бы найти более эффективные, понятные и прозрачные инструменты.

РУКОВОДСТВО К БУДУЩИМ ДЕЙСТВИЯМ

Помимо количественного смягчения, необходимо также упомянуть о таком явлении, как «руководство к будущим действиям» («forward guidance»)³⁸. Этот термин ввел в научный оборот Майкл Вудфорд, профессор экономики из Колумбийского университета, гуру по проблемам центральных банков. Суть этого явления сводится к тому, о чем мы только что говорили в этой главе: если центральному банку не удастся понизить номинальные процентные ставки до нуля, он может попытаться понизить реальные процентные ставки, манипулируя инфляционными ожиданиями³⁹. Проблема состоит в том, что такая политика не будет внушать доверия, если предполагается, что центральный банк позволит будущей инфляции подняться до уровня, превышающего целевые значения, особенно если население предполагает, что центральный банк решительно настроен против инфляции. Идея «руководства к будущим действиям» состоит в следующем: необходимо отыскать способ, с помощью которого обещание центрального банка о сохранении инфляции будет более конкретным, доступным для понимания и, следовательно, будет с большим доверием воспринято населением.

Условно говоря, «руководство к будущим действиям» — это сигнал, который центральный банк подает рынкам. В этом сигнале заложена следующая информация: «Сейчас мы не можем понизить процентные ставки, потому что они находятся на нулевом уровне, но мы обещаем не поднимать их до тех пор, пока не повысятся прогнозируемые показатели экономического выпуска и темпов инфляции. И даже тогда мы будем поднимать процентные став-

38. Имеются в виду сигналы, которые центральные банки посылают относительно своих будущих действий. — *Прим. пер.*

39. (Canzoneri, Henderson, and Rogoff 1983).

ки постепенно, а не так резко, как обычно». В идеале заверения подобного рода сопровождаются конкретными действиями. Подобный тип «руководства» иногда называют «руководством к будущим действиям, зависящим от конкретных данных», поскольку главной задачей этого мероприятия является выяснение реакции рынков на полученную информацию. Существует также «календарное руководство к будущему». В этом случае центральный банк говорит: «Мы обещаем не повышать ставку центрального банка, по крайней мере в течение 6 месяцев», или, как заявило руководство Федеральной резервной системы в 2015 году: «До конца года начнется повышение процентных ставок с нулевого уровня». Кстати, в декабре 2015 года так и случилось⁴⁰.

Основная практическая проблема, типичная для обоих типов «руководства к будущим действиям», состоит в том, что центральному банку не так легко дать обещание, внушающее доверие, в условиях когда в составе Совета директоров банка постоянно происходят перестановки, не говоря уже о том, что некоторые политики пытаются вмешиваться в дела центрального банка. Возможно, существует еще более важная причина: очень сложно прогнозировать, даже с количественной точки зрения, какие факторы могут оказать затормаживающее воздействие на экономику в долгосрочной перспективе. Так, например, в ситуации, в которой мир оказался после финансового кризиса, высокопоставленные политики, естественно, не могли предугадать, что произойдет длительное падение мировых реальных процентных ставок, и что это, в свою очередь, заставит центральные банки многократно пытаться оценить, какими должны быть их нормальные процентные ставки.

40. Недавнее обсуждение сравнительной эффективности вариантов политики руководства к будущим действиям, основанных на исходной статистике и на календарных графиках, приводится в: (Feroli et al. 2016).

По сути, «руководство к будущим действиям» представляет собой попытку опереться на повысившееся доверие к центральным банкам и репутацию, которую они завоевали за последние двадцать лет. Эта политика призывает рынки поверить, что центральные банки выполнят свое обещание и поддержат в будущем более высокий уровень инфляции, а также будут подавать сигналы, на основе которых можно будет судить об эффективности их действий в этом направлении. В течение последних пяти лет наблюдаются огромные расхождения между прогнозируемыми процентными ставками, официально публикуемыми Федеральной резервной системой, и рыночными оценками будущих процентных ставок. Это наводит на мысль, что политика «руководства к будущим действиям» была полезной лишь в ограниченном объеме. Конечно, из этого не следует, что теперь нужно отказаться от долговременной политики отрицательных процентных ставок, если бы такую политику можно было начать проводить⁴¹.

И, наконец, если выбирать из политики отрицательных процентных ставок и более слабых инструментов, таких как количественное смягчение и «руководство к будущим действиям», то следует понимать, что для введения любого нового инструмента денежной политики нужен переходный период, во время которого центральные банки смогут приспособиться к новым условиям. Иногда требуется не одно десятилетие для того, чтобы накопить опыт для эффективного использования нового финансового инструмента, будь то количественное смягчение или политика отрицательных процентных ставок. И только тогда экономисты могут сделать конкретные выводы и прийти к полному консенсусу. Теория подсказывает, что отрицательные

41. Дополнительную информацию об обсуждении политики руководства к будущим действиям можно найти в: (Feroli et al. 2016).

процентные ставки могли бы стать на порядок более мощным средством, используемым центральными банками, конечно, при условии, что будет проведена вся необходимая подготовительная работа. Однако полностью оценить эффективность новых финансовых инструментов мы сможем лишь после того, как накопим в этой области достаточный опыт.

Более высокий уровень таргетирования инфляции, номинальный ВВП, оговорки о праве отмены и фискальная политика

ОБСУДИМ теперь, какими еще способами можно в будущем решать проблему нулевых процентных ставок, не прибегая к политике неограниченных отрицательных процентных ставок. Естественно, из всех возможных вариантов самой логичной альтернативой было бы повышение центральными банками уровня таргетирования инфляции с практически универсального для развитых стран целевого уровня в 2% до более высокого уровня, скажем, в 4%. Обоснование полезности установления более высокого целевого уровня инфляции базируется на представлении о том, что причиной экономических проблем является не средний уровень инфляции, а ее волатильность. Теоретически не столь важно, каким будет уровень инфляции — в 2%, в 4% или в 20%, — влияние инфляции на экономику в любом из этих случаев окажется практически одинаковым, при условии, что центральные банки прилагают все усилия к тому, чтобы их политика была одинаково стабильной и предсказуемой. Большинству людей может показаться, что такое предположение лишено здравого смысла, возможно, в связи с тем, что на практике высокий уровень инфляции редко бывает столь же стабильным, как низкий уровень. И действительно, имеются вполне конкретные политико-экономические причины, по которым возникают эти различия в стабильно-

сти. Тем не менее некоторые вполне уважаемые ученые горячо отстаивают идею о необходимости более высокого уровня таргетирования инфляции.

Идея этих исследователей состоит в том, что при более высоком уровне ожидаемой инфляции, заложенной в целом спектре номинальных процентных ставок, у центрального банка «сохранятся патроны» (то есть возможность понизить процентные ставки) до тех пор, пока не будет достигнут их нулевой уровень. Я предлагаю сравнить мир, в котором мы живем при целевом уровне инфляции в 2%, с некой параллельной планетой, в которой в целом все так же, как и у нас, за исключением того, что по какому-то капризу судьбы центральный банк этой планеты установил уровень таргетирования инфляции в 4%. Предположим, что эти целевые установки ни у кого не вызывают сомнения (ведь к Федеральной резервной системе все относятся с большим доверием). Тогда и в нашем мире, и на воображаемой планете реальные процентные ставки должны быть одинаковыми, поскольку в долгосрочной перспективе монетарная политика не оказывает воздействия на реальную экономику. Но на планете с инфляционной целью в 4% все процентные ставки, начиная со ставок овернайт и кончая ставками на 30 лет, будут на 2% выше. Из этого следует, что на воображаемой планете монетарные власти должны иметь дополнительные 2%, на которые можно понизить процентные ставки, прежде чем установить их на нулевом уровне¹. Так происходит в теории. Однако, как

1. Более высокий общий уровень инфляции — это главный аргумент в пользу более высокой инфляционной цели, однако имеется и иное обоснование. В условиях существования негибкой системы номинальных заработных плат работодателю сложно понизить оплату какого-либо работника, а этот факт, в свою очередь, затрудняет изменение относительных заработных плат. При более высоком уровне инфляции дела обстоят гораздо легче, поскольку в этой ситуации работодатель может существенно понизить реаль-

мы увидим ниже, на практике все несколько сложнее, поскольку на планете, на которой целевой уровень инфляции составляет 4%, люди могут вести себя иначе и иметь совершенно иной менталитет, чем в нашем мире с целевым уровнем инфляции в 2%. Кроме того, по сравнению с инфляцией в 2%, инфляция в 4% может иметь гораздо больше недостатков, чем порой признают сторонники более высоких инфляционных целей.

В конце данной главы мы кратко обсудим некоторые вопросы, связанные с фискальной политикой. Естественно, в условиях борьбы с проявлениями рецессии дискреционная фискальная политика дол-

ные заработные платы некоторых работников, не понижая их номинальные заработные платы, и в то же время повысить номинальные заработные платы других работников намного выше уровня инфляции. Сложности, возникающие при изменении относительных заработных плат при низких темпах инфляции, потенциально могут вызвать более высокий уровень безработицы, поскольку работодатели с большей неохотой будут принимать новых работников. В одном очень интересном исследовании (Akerlof, Dickens, and Petru 1996) даже утверждается, что при умеренном уровне инфляции (3%) безработных будет намного меньше, чем при нулевой инфляции. Конечно, в обществе, уже приспособившемся к низкой инфляции, могут появиться механизмы, способствующие гибкости при понижении заработных плат. Так, например, в Японии в 1990-х годах значительную часть общей заработной платы работников составляли бонусы. Это позволяло компаниям понижать общий размер заработных плат, сокращая размер бонусов, но при этом не понижая номинальные заработные платы. Существует и иная аргументация. Некоторые специалисты по вопросам государственных финансов высказывали предположение, что более высокие темпы инфляции (даже в 2%) приводят к существенным искажениям в налоговой системе, особенно при взимании налога с прироста капитала (Feldstein 1999). Однако точно так же, как страны с низкой инфляцией наверняка смогут найти способы борьбы с последствиями негибкости процесса понижения номинальных заработных плат, так и страны с высокой инфляцией придумают, как сократить искажения в налоговой системе, связанные с инфляцией.

жна дополнять монетарную политику, являться, так сказать, второй линией обороны. Фискальная политика всегда может сыграть свою важную роль, пусть даже она внедряется с некоторым опозданием, является трудоемкой и порой вызывает политические разногласия. При нулевых процентных ставках, когда монетарная политика парализована, использование фискальной политики становится еще важнее. Конечно, это не означает, что гиперактивная фискальная политика может полностью заменить монетарную политику. Это было бы возможно только в том случае, если бы каким-то образом удалось избежать нулевых процентных ставок.

ПОВЫШЕНИЕ ЦЕЛЕВОГО УРОВНЯ ИНФЛЯЦИИ С 2 ДО 4%

Как я уже объяснял, идея более высокого целевого уровня инфляции в целом базируется на общепринятом представлении о том, что в долгосрочной перспективе монетарная политика не будет оказывать влияния на реальные процентные ставки (то есть номинальные процентные ставки будут скорректированы по уровню ожидаемой инфляции). Говоря иными словами, полностью ожидаемая монетарная политика «нейтральна» даже в кейнсианской модели. В частности, в долгосрочной перспективе разница в средних темпах инфляции не будет влиять на реальные процентные ставки, поскольку все привыкнут к этим темпам.

Идея о том, чтобы установить уровень таргетирования инфляции выше 2%, не является каким-то страшным святотатством. Эта мысль уже бродила в умах исследователей с начала 1990-х годов, когда центральные банки разных стран только начинали приходить к общему мнению относительно 2-процентной инфляционной цели, которая теперь стала

нормой². Многие формирующиеся рынки и развивающиеся страны уже сегодня имеют более высокий целевой уровень инфляции. В Корее и в Мексике, например, инфляционные цели составляют приблизительно 3%.

-
2. Лоуренс Саммерс, а также Стенли Фишер первыми забили тревогу по поводу того, что для стран, имеющих низкую инфляционную цель, ограничение нулевых процентных ставок может представлять серьезную проблему: (Summers 1991; Fischer 1996). Однако первым серьезным научным исследованием, в котором был проведен анализ этой проблемы, вновь стала работа экономистов Федеральной резервной системы Джеффри Мадигана и Джеффри Фюрера. Еще в 1994 году они пытались оценить, какой количественный эффект может вызвать установление инфляционного уровня в 4%. Позднее Пол Кругман (Krugman 1998) предложил Банку Японии, столкнувшемуся с проблемой дефляции, в качестве меры стабилизации установить 4-процентный уровень инфляции, а затем (Krugman 2014) он порекомендовал Европейскому центральному банку принять инфляционную цель в 4% как постоянную. Другой ведущий специалист в области монетарной политики, Лоуренс Болл (Ball 2010, 2013), дал глубокое обоснование полезности темпов инфляции в 4%. Но, наверное, настойчивее всего к политике 4-процентного уровня инфляции призывал главный экономист Международного валютного фонда Оливер Бланшар. В 2010 году он в соавторстве опубликовал довольно-таки провокационную статью, в которой доказывал необходимость перехода всех развитых стран к уровню инфляции в 4% (Blanchard, Dell’Ariccia, and Mauro 2010). Бланшар и его соавторы настаивали, что опыт 2000-х годов ярко продемонстрировал, что существующее таргетирование инфляции создает серьезные проблемы, для которых необходимо искать радикальные пути решения. Он подвергся жесткой критике со стороны ряда экономистов центральных банков, которые сочли его призывы богохульными и неподобающими официальному представителю Международного валютного фонда. Такой же гнев я испытал и на себе в 2003 году, когда я, будучи главным экономистом МВФ, в своей полемической статье, опубликованной в *Financial Times*, доказывал, что Европейскому центральному банку следовало бы умеренно повысить инфляционные цели (Rogoff 2003, <https://www.imf.org/external/np/vc/2003/042303.htm>).

Тем не менее если рассматривать установление целевого уровня инфляции в 4% на полном серьезе, то важно разделить эту проблему на два отдельных вопроса, которые, к сожалению, нередко вызывают путаницу во время дебатов. Во-первых, предположим, что мы можем воспользоваться машиной времени, вернуться в середину 1980-х годов и осуществить полную «перезагрузку» процесса установления инфляционной цели. Было бы лучше, если бы мы выбрали целевой уровень инфляции в 2%, особенно учитывая, что теперь нам известна такая проблема, как нулевые процентные ставки? Если бы вместо 2% мы выбрали 4%, вывело бы это мировую экономику на более высокий уровень развития? Конечно, если бы в настоящее время мы в действительности перешли на уровень таргетирования инфляции, равный 4%, то получили бы более конкретные ответы, чем при таких абстрактных рассуждениях. Но даже и тогда ответы не были бы полностью очевидными. Стенли Фишер сегодня занимает пост вице-президента Федеральной резервной системы США, а ранее являлся заместителем главы Международного валютного фонда. У него имеется огромный опыт работы в странах с высокой инфляцией. Фишер утверждает, что, когда средний уровень инфляции достигает 4%, начинается не только более частое изменение цен, но и их индексирование³. И в том и в другом случае монетарная политика становится менее эффективной. Если цены и заработные платы индексируются в соответствии с инфляцией, то в перспективе монетарная политика ни на что не может повлиять. Условно говоря, при уровне таргетирования инфляции в 4%, в отличие от целевого уровня инфляции в 2%, у центральных банков могли бы появиться дополнительные ресурсы для понижения процентных ставок, однако эти

3. «Inflation Rate Target Is Questioned as Fed Prepares to Meet», *New York Times*, April 28, 2015.

ресурсы могли бы понадобиться им самим. Естественно, очень сложно выяснить, как это работает на практике, поскольку мы не живем в мире, где инфляция оставалась бы стабильной на уровне 4% в течение сколько-нибудь длительного времени. Поэтому мы не можем с уверенностью сказать, что именно будет происходить в такой ситуации с установлением уровня заработной платы и с другими договорными отношениями.

Еще один негативный эффект, создаваемый высокой инфляцией, состоит в том, что она потенциально приводит к более сильному разбросу в относительных ценах и заработных платах, поскольку агенты, действующие в различных отраслях экономики, не координируют между собой происходящие изменения в зарплатах и ценах. По мере роста инфляции требуется больше усилий по координации, поскольку значительно увеличивается разница между новыми ценами, недавно установленными одними компаниями, и ценами, которые не пересматривались другими компаниями в течение длительного времени. Хотя с количественной точки зрения о важности этого эффекта можно поспорить⁴, согласно разным стандартным моделям ценовое искажение будет увеличиваться с ростом инфляции. Это, в свою очередь, может оказать весьма негативное влияние на экономику⁵. Более того, дисторци-

-
4. В своей весьма интересной статье Накамура (Nakamura et al. 2015) выступил с критикой идеи о том, что более высокий уровень инфляции приводит к большему разбросу цен. Свои выводы он сделал на основе анализа данных о высоком уровне инфляции в США в период 1970-х годов. Однако сейчас, при наличии интернета и широком распространении штрихкодов, изменение цен производится намного легче, чем это было 40 лет назад. Поэтому, даже если эти выводы в какой-то степени и верны, не вполне ясно, насколько они применимы в современных условиях.
 5. В работе Аскарриа и Сбордине (Ascaria and Sbordone 2014) показано, что в стандартной кейнсианской модели издержки, связанные с искажением цен, вызванным установлением бо-

онные издержки инфляции проявляются постоянно, а не только в период рецессии.

Более высокая инфляция дает также и другие негативные эффекты, которые нельзя оставить без внимания. Во-первых (и это, наверное, самое главное), центральные банки могут объявить инфляцию в 2% психологическим эквивалентом нуля. Логика здесь простая: при постоянном поступлении новых продуктов и товаров публикуемые индексы потребительских цен, как правило, превышают показатели инфляции. Отклонение, скорее, составляет не 2%, а 1% (в точности этого никто не может сказать). Однако, так или иначе, эта разница близка к нулю, поэтому у потребителей не должно быть повода для волнений. По-видимому, экономисты, которые постоянно размышляют о ценах, не слишком много времени уделяют вопросу инфляции, однако инфляция имеет большое значение для простых потребителей, которым, хотят они или нет, приходится об этом думать. И это не пустые слова. Несложно понять, что такое нулевая инфляция (или ее психологический эквивалент); потребители относительно легко могут принять ее на долгосрочную перспективу. На языке теории игр «нулевая инфляция», то есть стабильность цены, называется натуральной фокальной точкой. Инфляция в 4% является совершенно произвольным выбором (почему бы не установить инфляцию в 3%, или в 5%, или вообще в 8%?), и поэтому может оказаться, что «привязать» инфляцию именно к этому уровню довольно сложно, даже если в переходный период будут сделаны необходимые корректировки.

Однако самая сложная проблема, которая возникает при изменении инфляционной цели, состоит в том, что это может серьезно подорвать доверие к центральному банку. После того как в течение

лее высоких инфляционных целей, могут быть весьма ответственными. См. также: (Yehoue 2012; Coibion, Gorodnichenko, and Wieland 2012).

многих лет народ убеждали, что уровень инфляции 2% — это nirvana, легко ли будет центральному банку вдруг сказать: «Ошибочка вышла. Мы имели в виду, что nirvana — это 4% инфляции. Приносим глубочайшие извинения за то, что разбили все ваши надежды и мечты, которые вы связывали с процентными ставками по кредитам и со своей зарплатой. Это наша вина». Помимо того что в результате такого заявления возникнет паника, которая легко может вылиться в финансовый кризис, люди, естественно, будут задаваться вопросом: «А что, если центральному банку когда-нибудь снова придет в голову поменять инфляционную цель, и она будет установлена, скажем, на уровне 3% или 5%?». Даже при оптимальных условиях потребуется не один год, чтобы население оправилось от психологической травмы и чтобы улеглось напряжение, вызванное неопределенностью ситуации. Принять такое решение — это большой риск, особенно когда не очевидно, что положительный результат от монетарных «патронов» окажется менее эффективным, чем предполагалось (это объяснялось выше). Все это произойдет в ситуации, когда в долгосрочной перспективе сложнее ожидать полного доверия населения к более высоким инфляционным целям и когда имеются иные существенные искажения, связанные с более высоким уровнем инфляции.

Однако идею об уровне таргетирования инфляции в 4% не будем выбрасывать на свалку интеллектуальной истории. Не исключено, что в один прекрасный день обстоятельства резко изменятся и потребуются значительное увеличение затрат на оборону страны, что может привести к новому витку инфляции. Не хочется думать о том, что такой день наступит. Но если бы это произошло, то это был бы повод задуматься еще раз об уровне таргетирования инфляции, а также о том, в каком финансовом мире мы хотим жить. Конечно, если появится возможность установления отрицательных

процентных ставок, то возникнет необходимость поднять инфляционные цели. Тогда центральный банк сможет таргетировать инфляцию даже на уровне в 1%, хотя по причинам, обсужденным выше, лучше было бы сохранять уровень в 2%.

ТАРГЕТИРОВАНИЕ НОМИНАЛЬНОГО ВВП

Центральные банки могут изменять инфляционную цель не только количественно, но и качественно, например таргетируя номинальный ВВП. Эта идея, правда в другой терминологии, впервые была выдвинута лауреатом Нобелевской премии Джеймсом Мидом в 1977 году⁶. Дело в том, что поскольку номинальный ВВП — это стоимость валового внутреннего продукта, выраженная в долларах, то целевые показатели роста номинального ВВП неявным образом включают в себя как инфляционную цель, так и предполагаемый рост реального выпуска производства. Здесь необходимо учитывать два аспекта. Во-первых, в долгосрочной перспективе, после того как все экономические агенты адаптируются к новому уровню таргетирования инфляции, с помощью таргетирования ВВП можно добиться автоматической стабилизации. Именно в этом и состоит преимущество данного подхода. Так, например, если выпуск производства упадет ниже ожидаемого тренда, то для того, чтобы компенсировать более низкий реальный рост, монетарным властям придется установить более высокий уровень инфляции. Во-вторых, если посредством монетарной политики не удастся существенно повлиять на долгосрочное увеличение темпов роста реаль-

6. (Meade 1978). Замечательный обзор этих вопросов и некоторые факты из историографии данной идеи см. в: Jeffrey Frankel, «The Death of Inflation Targeting», VoxEU.org, June 19, 2012, <http://www.voxeu.org/article/inflation-targeting-dead-long-live-nominal-gdp-targeting>.

ной экономики, то целевая установка номинального уровня ВВП также будет соответствовать ожиданиям стабильной длительной инфляции.

Это весьма интересная идея. На самом деле еще 30 лет назад я писал об этом в одной из своих статей, в которой я также впервые изложил самое общее представление о таргетировании инфляции⁷. В этой работе я отметил, что таргетирование ВВП имеет свои преимущества для стабилизации инфляции, однако выразил опасения, что подобное действие может поставить центральные банки в неприятную ситуацию — на них может быть оказано сильное политическое давление и предъявлены требования добиться нереалистичного и недостижимого уровня размеров производства. В результате таргетирование ВВП может привести к завышению уровня инфляции и к большей волатильности выпуска. Кроме того, это может поставить под угрозу независимость центральных банков. Другая фундаментальная проблема состоит в том, что ВВП — это переменная величина, которая сложно поддается точным измерениям. Время от времени в официальной статистике оценки ВВП пересматриваются, причем весьма существенно. Иногда это происходит спустя несколько лет, причем порой корректировки бывают значительными⁸. Так, например, согласно опубликованным в 1996 году данным об исторических ВВП в Великобритании, за период с 1955 года

7. (Rogoff 1985).

8. О сложностях, возникающих при измерении ВВП в реальном времени, см.: (Landefeld et al. 2008). Авторы отмечают, что подробные экономические обзоры, проводимые на основе опросов, которые необходимы для более точных оценок ВВП, осуществляются лишь раз в пять лет. Оценки ВВП внутри этих пятилетних периодов должны основываться на статистических экстраполяциях данных по отдельным секторам экономики, однако эти данные часто собираются для других целей и поэтому могут не подходить для измерения ВВП. Кроме того, эти данные поступают за разные периоды времени.

по 1995 год в стране наблюдалось 10 технических рецессий (под технической рецессией понимается сокращение ВВП в течение двух последовательных кварталов). Однако если воспользоваться официальной статистикой за 2012 год, то количество технических рецессий сократится до семи⁹. (Необходимо отметить, что мы считаем количество рецессий, наблюдаемых до 1996 года, или по крайней мере пытаемся это сделать.) Эти сложности, связанные с измерениями, являются еще одним фактором, который заставляет сомневаться в разумности использования ВВП в качестве фиксированной цели, устанавливаемой центральными банками.

Как и при изменении таргетирования инфляции до уровня 4%, сдвиг целевого номинального ВВП было бы нелегко объяснить рынкам. Кроме того, в результате такого перехода, скорее всего, наблюдался бы длительный период волатильности. Имеются и другие причины, вызывающие скепсис по отношению к таргетированию номинального ВВП: большинство людей и понятия не имеют, что такое номинальный ВВП. В результате им гораздо сложнее понять монетарную политику, чем цели, установленные при учете инфляции и безработицы, — с этими неприятными явлениями население хорошо знакомо. Наверное, со временем рынки смогут освоить новые условия и приспособиться к ним. Но на это уйдет не один год.

ОСЛАБЛЕНИЕ ЖЕСТКОСТИ СХЕМЫ ИНФЛЯЦИОННОГО ТАРГЕТИРОВАНИЯ

Когда мы размышляли над тем, создают ли основную проблему именно нулевые процентные ставки, мы выяснили, что самый главный вопрос состоит в том, чтобы понять, в какой степени централь-

9. (Berkes and Williamson 2015, table 2).

ный банк может манипулировать реальными процентными ставками посредством будущих инфляционных ожиданий. А это, в свою очередь, зависит от того, готов ли центральный банк исполнить взятые на себя обязательства. Не вполне понятно, почему это не удалось сделать (по крайней мере сколько-нибудь эффективно) в ситуации, когда процентные ставки действительно равнялись нулю. Конечно, частично это связано с тем, что у центральных банков отсутствовали инструменты, которые могли бы помочь им выполнить свои обещания и удержать инфляцию на заданном уровне. Если мы задумаемся об установлении отрицательных процентных ставок, то нужно понимать, что мы столкнемся с аналогичной проблемой, связанной с отсутствием необходимых финансовых инструментов. Однако отчасти проблема может состоять и в том, что к процессу таргетирования инфляции приступили слишком рьяно и практически все институциональные изменения, проведенные в середине 1980-х годов, были нацелены на то, чтобы опустить уровень инфляции как можно ниже. Создавая новые условия, которые должны были противодействовать наступлению высокой инфляции, подобной той, что наблюдалась в 1970-х годах, центральные банки упустили из виду внешние факторы, которые потенциально могли привести к проблемам, связанным с низкой инфляцией. В результате даже после длительного периода нежелательной сверхнизкой инфляции, последовавшей за финансовым кризисом 2008 года, ни один из центральных банков развитых стран не изъявил желания публично признать, что было бы совсем неплохо, если бы в течение нескольких лет уровень инфляции хотя бы ненамного повысился¹⁰. Вместо этого после падения инфляции

10. В своей работе (Rogoff 2008) я утверждаю, что в самом начале кризиса центральным банкам стоило бы держать курс на умеренное повышение инфляции.

практически до нулевого уровня большинство центральных банков с удовлетворением отметили, что теперь требуется приложить некоторые усилия, чтобы поднять инфляцию до 2%.

Так, например, когда в 2012 году экономисты Федеральной резервной системы зафиксировали контрольные показатели, при достижении которых они могли бы принять решение о прекращении политики количественного смягчения, одновременно они подняли верхнюю границу темпов инфляции до 2,5%. Почему бы им было не выбрать значение 3% или, может быть, даже 4%? Когда в апреле 2013 года Банк Японии принял свою радикальную программу монетарного стимулирования, и в помине не было никаких обсуждений о возможности значительного повышения темпов инфляции. Другие центральные банки, включая Банк Англии, дали ясно понять, что всеми силами постараются не допустить увеличения темпов инфляции. Эта проблема напоминает аналогию с «песчаной ловушкой», которую мы обсуждали в главе 8. Центральным банкам нужно допустить некоторое ускорение инфляции, для того чтобы, набрав необходимую «спасительную» скорость, она поднялась выше нулевой отметки. Иными словами, рынки осознают, что Федеральная резервная система имеет далеко не полный контроль над инфляцией, поэтому, устанавливая столь низкий порог целевого уровня инфляции, ФРС подает рынкам четкий сигнал о том, что ее вполне бы устроило, если эта цель не будет достигнута.

Таргетирование временно ускорившейся инфляции вполне может стать мощным инструментом в период после финансового кризиса. Если приступить к этому со всей решительностью и на достаточно раннем этапе и при этом совместить данный процесс с рывком в стартовой фискальной политике, то более высокий уровень таргетирования инфляции вполне может способствовать поддержанию темпов, достаточных для того, чтобы не угодить в «ловушку

ликвидности», в которую в конечном итоге попали многие страны. Более высокая инфляция могла бы одновременно выполнить две задачи: с одной стороны, посредством более низких реальных процентных ставок она стимулировала бы спрос, а с другой стороны, смягчала бы негативную динамику дефляции государственного долга. При этом не было бы никакой необходимости сохранять инфляцию на высоком уровне на постоянной основе — кризис сам бы вносил необходимые коррективы¹¹.

Действительно, в основе большого количества исследований, посвященных проблеме нулевых процентных ставок, лежит представление, согласно которому неспособность центральных банков пообещать более высокую инфляцию, даже когда это совершенно необходимо, — это, по сути, неразрешимая проблема доверия. На мой вкус такая точка зрения — некоторый перебор. Подобное понимание этой проблемы уходит корнями в 1980-е годы, когда было принято считать, что центральным банкам никогда не удастся заставить население поверить, что они *не будут* проводить инфляционную политику. На самом деле невероятно сложные ситуации, которые пришлось пережить многим странам, можно отнести, скорее, на счет проявления изъянов институционального характера, которые, рано или поздно, могут быть исправлены и наверняка будут исправлены. В небольшом разделе Приложение кратко описывается история исследований, посвященных таргетированию инфляции и проблемам, связанным с докризисной эйфорией. Сегодня же компромисс между доверием и гибкостью, который, по мнению

11. Различие между проактивным повышением инфляционных целей и сглаживанием ценового уровня в понимании Эггертсона и Вудфорда (Eggertsson and Woodford 2003), а также Эванса (Evans 2010) состоит в том, что центральные банки начнут действовать, не дожидаясь, пока уровень инфляции резко снизится.

центральных банков, удалось создать, не выглядит очень устойчивым. В пылу своего последнего сражения центральные банки, похоже, зашли слишком далеко, загнав себя в чересчур жесткие рамки.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ГИБКОЙ ФИСКАЛЬНОЙ ПОЛИТИКИ И НЕРАБОТАЮЩИЕ ДЕНЬГИ

В экономике, ограниченной нулевыми процентными ставками, весьма хороший результат могут дать быстрые изменения в фискальной политике в зависимости от ситуации. Однако следует делать различие между шагами, которые предпринимаются за неимением лучшего (такое происходит при гиперактивной фискальной политике) и фискальной политикой, которая будет вполне оправданна даже в условиях полной стабилизации монетарной политики. А это, в свою очередь, станет возможным лишь при снятии ограничений на введение отрицательных процентных ставок.

По сути, использование гибкой фискальной политики для того, чтобы уйти от проблемы нулевых ставок, выглядит несложным делом, хотя и в этом случае существует несколько вариантов, которые зависят от того, что конкретно понимать под жесткими рамками и несовершенством рыночных отношений¹². В целом оптимальная государственная поли-

12. Теоретические аспекты фискальной политики при нулевой границе процентных ставок рассматриваются в различных работах (см., например: Christiano, Eichenbaum and Rebelo 2011; Eggertsson и Krugman 2012). Хотя не представляет большого труда объяснить в теории, почему при нулевых процентных ставках фискальные мультипликаторы должны быть выше, много споров вызывает вопрос о том, насколько более высокими они являются в действительности. Одна из причин, по которым трудно точно оценить эти мультипликаторы, состоит в том, что время от времени их величины, по всей вероятности, меняются. Так, например, один из ведущих макроэкономистов-практиков выяс-

тика предполагает использование как фискальной, так и монетарной политики. Однако необходимо отметить несколько моментов, о которых часто забывают в пылу полемики. Во-первых, канонический кейнсианский принцип фискального стимулирования при нулевых процентных ставках предполагает условия замкнутой экономики. При этом также игнорируется тот факт, что какая-то часть средств, предназначенных для фискального стимулирования, может утекать за границу. Одно из блестящих упрощающих допущений, предложенных Джоном Мейнардом Кейнсом, состоит в том, что он рассматривал только случай замкнутой экономики, вне ее связи с остальным миром. Допущение о замкнутой экономике с аналитической точки зрения выглядит весьма элегантно, но не вполне реалистично, даже для США. В связи с тем что открытая экономика имеет свои определенные побочные эффекты, необходимо, чтобы политика фискального стимулирования была полностью эффективной и скоординированной во всех странах, нуждающихся в подобных мероприятиях. Однако, как показывает опыт, легче сказать, чем сделать, особенно учитывая, что одни страны в меньшей степени, чем другие, полагаются на кейнсианскую модель.

Во-вторых, эффект фискальной политики в целом может проявлять чувствительность к ожидани-

нил, что в самый разгар финансового кризиса фискальный мультипликатор имел достаточно высокое значение, приблизительно 1,6 (это означает, что каждый доллар государственных расходов стимулирует расходы частного сектора и увеличивает производственный выпуск больше чем на один доллар). Однако к 2011 году значение мультипликатора значительно упало — до величины 0,9 (это предполагало небольшое уменьшение в расходах доли частного сектора). Этот факт, по-видимому, объясняет, почему не были сделаны непосредственные оценки влияния ужесточения фискальной политики США на экономический рост (Christiano, Eichenbaum, and Trabandt 2014). Другой причиной, конечно, было то, что влияние на рост оказывали и другие факторы, как показывает опыт Великобритании.

ям по поводу того, будет ли фискальный импульс временным или постоянным. Постоянные изменения предполагают более высокие налоги в будущем и с большей вероятностью могут привести к снижению уровня потребления частного сектора. Говоря точнее, фискальный стимул, от которого предполагается отказаться после того, как процентные ставки поднимутся выше нуля, может вызвать мультипликативный эффект, существенно влияющий на производственный выпуск. Однако фискальный стимул, который, как предполагается, сохранится и после преодоления нулевой границы, имеет гораздо более слабый эффект. Это очень важный момент, поскольку на практике не так легко заставить население поверить, что новая фискальная политика будет введена лишь на какое-то время: если люди не верят, что в обозначенное время эта политика будет прекращена, то эффект от ее воздействия может оказаться весьма скромным¹³.

Еще одна идея, которую время от времени пытались претворять в жизнь, состоит в том, чтобы центральный банк печатал деньги и раздавал их непосредственно потребителям. Эту вполне здравую мысль предложил Бен Бернанке в качестве решения проблемы дефляции в Японии. Это было в 2002 году, когда Бернанке еще возглавлял Федеральную резервную систему. Но ни одно доброе дело не остается безнаказанным. Некоторые оппоненты прозвали его «вертолетным Беном», поскольку в своих рекомендациях для Японии он исходил из знаменитой аналогии Милтона Фридмана о «сбрасывании де-

13. См.: (Christiano, Eichenbaum, и Rebelo 2011). Постоянное фискальное стимулирование — это гораздо менее эффективный инструмент, с помощью которого можно было бы отказаться от нулевых процентных ставок, чем временное фискальное стимулирование, поскольку отставание от размера ожидаемых будущих налоговых поступлений увеличивается, а влияние на повышение реальных процентных ставок становится слабее.

нег с вертолета». Позднее эта идея снова привлекла к себе внимание. Лорд Адэр Тернер, бывший председатель Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании, в своей книге 2015 года, посвященной проблемам государственного долга, отстаивал идею полезности трансфертов, профинансированных центральными банками. «Вертолетные деньги» часто упоминаются в полемических статьях и в блогах, причем на них ссылаются как на «эликсир экономического роста»¹⁴. По сути, в этой идее нет ничего плохого¹⁵. Однако важно понимать, что «вертолетные деньги» вряд ли могут стать каким-нибудь дополнительным средством в арсенале макроэкономических механизмов стабилизации экономики. Эта проблема создает вокруг себя много путаницы, поэтому стоит уделить ей несколько слов.

Когда в экономике отсутствует ограничение на применение нулевых ставок, то использование «вертолетных денег», по большому счету, ничем не будет отличаться от того, как если бы Казначейство начало раздавать каждому домохозяйству (или каждому потребителю) чек стоимостью в 500 долларов. Для финансирования этой операции Казначейству нужно было бы выпустить новые долговые обязательства, а затем Федеральной резервной системе пришлось бы полностью скупить эти долги, используя обычную рыночную процедуру покупки облигаций. В результате благосостояние частного сектора

14. (Turner 2015). О количественных оценках см. также: (Galí 2014).

15. Стоит отметить, что «вертолетные деньги» не вызовут никакого эффекта при нулевых процентных ставках, при условии, что равенство Рикардо верно (об этом говорилось в главе 8). При этом население рассматривает будущие налоги, необходимые для выкупа государственных облигаций, как полную компенсацию за предоставленные им льготы. Я еще раз вернусь к этому нюансу в главе 12. «Дроновые» деньги, о которых речь пойдет несколько позже в этой главе, еще могут вызвать некоторый эффект, поскольку их использование означает передачу денег от богатых к бедным.

увеличилось бы за счет того, что на руках у потребителей оказалось бы большее количество наличных денег. При этом количество облигаций не увеличилось бы. Когда в экономике *существует* ограничение по применению нулевых ставок, единственное различие состоит в том, что центральные банки должны прибегнуть к политике количественного смягчения с целью поглотить новые долговые обязательства.

Если использование «вертолетных денег» сопровождается некоторыми другими институциональными изменениями, то эти деньги могут создать новые возможности. Так, например, если одновременно с использованием «вертолетных денег» провести корректировку уровня таргетирования инфляции, то, естественно, эффект будет более ощутимым. Точно так же, если к «вертолетным деньгам» добавить принятие новых законов, благодаря которым центральные банки смогут взять на себя обязательства по инфляционному финансированию в будущем, то это тоже будет важным результатом. В обоих случаях «вертолетные деньги» сыграют роль «волшебного золотого ключика», с помощью которого можно вызвать политические изменения в условиях, когда политическими способами этого добиться невозможно. Не исключено, что это укрепит репутацию центрального банка, поскольку при таком консервативном поведении появится надежда, что он будет проводить более гибкую фискальную политику. Таким образом, «вертолетные деньги» могут предоставить альтернативные возможности, которые не следует упускать из виду¹⁶.

16. Для того чтобы лучше понять эквивалентность политики «вертолетных денег» и других государственных политик, легче всего рассмотреть случай, когда в режиме таргетирования инфляции центральными банками не происходит никаких изменений. Начнем с предложения Фридмана по поводу целевого предоставления наличных «вертолетных денег» каждому домохозяйству. Если центральный банк ничего не меняет в своей политике инфляционного

Если центральный банк хочет укрепить свою репутацию, то тогда он может воспользоваться еще одной современной технологией, которую называют дронавыми деньгами (по аналогии с «вертолетными деньгами»). Вместо того чтобы без разбора «сбрасывать деньги с вертолета», государство может целенаправленно обеспечивать домохозяйства, имеющие низкие доходы, деньгами, как бы сбрасывая эти деньги с дрона-беспилотника. Можно предположить, что такие целевые денежные трансферты обеспечили бы бóльшую активность использования доллара в кейнсианском смысле, поскольку значительная часть этих денежных средств не накаплива-

таргетирования, ему придется начать продажу облигаций, чтобы уравновесить действие других факторов, увеличивающих количество денег и содействующих инфляции. В результате в равновесной ситуации при увеличении запасов денежных средств также увеличивается и количество государственных облигаций, находящихся у населения. (Конечный результат будет зависеть от разных факторов, но нам нет необходимости углубляться в эти детали, чтобы объяснить эффект этого равновесия).

Но что будет, если вместо этого государство выпустит облигации для финансирования трансфертов, а центральные банки изначально в этом не будут принимать участия? Получим ли мы другой результат? Нет конечно. Результат останется таким же для всех переменных величин, включая производственный выпуск, инфляцию, денежные средства и объем государственных облигаций, находящихся на руках у населения. Если будут увеличиваться и производство, и выпуск облигаций, таргетирующий инфляцию центральный банк столкнется с тем, что на цены будет оказываться понижающее давление, а на процентные ставки — повышающее (из-за увеличения предложения государственных облигаций). Тогда центральному банку придется выпускать деньги — безналичные банковские средства, часть из которых может быть конвертирована в бумажные наличные деньги. Это потребует для того, чтобы поглощать долговые обязательства до того момента, пока их количество не сравняется с количеством «вертолетных денег»! Введение ограничения нулевого уровня процентных ставок не отменяет эквивалентности политики «вертолетных денег» и комплекса других государственных политик.

лась бы, а тратилась. Подобные трансферты, наверное, были бы особенно целесообразны в том случае, когда целью является стимулирование потребительского спроса и одновременно решение проблемы неравномерного уровня благосостояния.

Итак, может быть, политика фискальной стабилизации и неплохая идея. Однако в том случае, если центральные банки смогут установить отрицательные процентные ставки, эта политика стала бы самым важным первым шагом, при условии что будут проведены все необходимые подготовительные мероприятия. Это помогло бы прояснить обстановку; устранило бы необходимость вместо монетарной политики, за неимением лучшего, использовать фискальную политику; а также позволило бы финансистам оценивать фискальную политику, исходя из таких стандартных понятий, как потребности, эффективность и распределение доходов. При этом необходимо бдительно следить за тем, чтобы вместо ограничений в виде нулевых процентных ставок не использовались их «липовые» заменители. Для того чтобы действительно расширить альтернативные варианты денежно-кредитной политики, нужны более фундаментальные изменения.

ИСПОЛЬЗОВАНИЕ НАЛОГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Для полноты картины, в этом параграфе мне бы хотелось кратко рассмотреть предложения Мартина Фельдштейна по поводу использования налоговой системы с целью стимулирования цен и спроса при нулевых процентных ставках. Смысл его предложений состоит в следующем:

Первым шагом должно стать увеличение размеров расходов потребителей. Правительство Японии неоднократно сообщало о своих планах уменьшить свою финансовую зависимость от доходного на-

лога и увеличить налоговые сборы за счет налога на добавленную стоимость (НДС). Японское правительство теперь объявило, что налог на добавленную стоимость, который сегодня составляет 5%, будет увеличиваться на 1% ежеквартально. Одновременно с этим ставки подоходного налога будут снижены, что позволит сохранить общую сумму доходов от налогов неизменной. Такая политика будет проводиться в течение нескольких лет, пока НДС не достигнет величины 20%. Такая не затрагивающая доходы налоговая политика может привести к повышению цен на потребительские товары на 4% в год¹⁷.

Главное достоинство подхода, предложенного Фельдштейном, состоит в следующем: с его помощью можно получить ожидаемую величину инфляции конечных потребительских цен. Однако этот подход не приведет к искаженной инфляции цен производителей, что происходит, например, в том случае, когда центральные банки дают обещания по поводу общего уровня инфляции в будущем. В принципе инфляция, устанавливаемая посредством фискальной политики, — это вполне рабочая идея. Правда, последние исследования в этой области обнаружили, что при ее реализации необходимо будет учитывать некоторые нюансы, в том числе определение правильных размеров налоговых вычетов с трудовых доходов. Кроме того, трудно сказать, как долго на практике будет сохраняться ограничение нулевых процентных ставок. Поэтому в более сложной версии этого подхода предполагается, что после того, как ограничение нулевого уровня процентных ставок исчезнет, прекратится увеличение размеров налогов с продаж и уменьшение ставок подоходного налога¹⁸. Наверное, самое серьезное возражение, ко-

17. (Feldstein 2002, p. 8).

18. В работе Корриа и соавторов (Correia et al. 2013) идеи Фельдштейна получили дальнейшее развитие. Авторы также по-

торое вызывает этот подход, состоит в том, что реальная фискальная политика, безусловно, включает и перераспределение. Так, например, налог с продаж и подоходный налог оказывают разное влияние на различные группы населения, а фактические налоговые ставки предполагают не только экономическое, но и политическое равновесие. Таким образом, на практике может оказаться, что любое из по необходимости взятых на себя обещаний исполнить чрезвычайно сложно, а политика при этом утратит свою эффективность.

пытались дать количественные оценки факторам, заложенным в стандартной неокейнсианской модели. В некотором отношении идеи Фельдштейна созвучны предложениям, выдвинутым Фархи, Гопинатом и Ицхоки (Farhi, Gopinath, and Itskhoki 2013). Авторы рекомендуют проводить политику «фискальной девальвации», которая может способствовать занятости благодаря повышению ставок налога на добавленную стоимость и снижению ставок налога на занятость.

Другие способы достижения отрицательных процентных ставок

ОБЯЗАТЕЛЬНО ЛИ нужно сокращать обращаемое количество бумажных денег, чтобы создать условия для установления отрицательных процентных ставок? На этот вопрос можно ответить очень кратко — конечно нет. Действительно, существует ряд других вполне эффективных альтернативных вариантов, которые, в принципе, можно комбинировать друг с другом. У каждого из них свои преимущества и недостатки, поэтому имеет смысл их рассмотреть.

Во-первых, центральные банки могут без лишнего шума просто установить отрицательные процентные ставки, надеясь, что им удастся ограничиться незначительными величинами вычетов с сумм депозитов, чтобы не вызвать паники и масштабного снятия денег с вкладов, и что не возникнет никаких технических проблем в нормальном функционировании рынка. Некоторые центральные банки к этому уже морально готовы и сейчас они продолжают готовить почву для подобных мероприятий. Во-вторых, можно воспользоваться идеей, предложенной более ста лет назад немецким экономистом Сильвио Гезеллем, прославившимся своими нестандартными решениями. Его идея состояла в том, чтобы обязать владельцев денежных средств регулярно уплачивать небольшой налог за имеющиеся у них деньги. Хотя в то время предложение Гезелля выглядело, скорее, неосуществимым, его идеи попытались использовать в период Великой депрессии. Сегодня же, бла-

годаря современным технологиям, есть менее трудоемкие способы внедрить в жизнь это предложение¹.

Существует и третья возможность — это модель двойной валюты, которая предлагалась в разное время ханом Хубилаем, Эйслером, Бьютером и Кимбаллом. Согласно этой идее за внесение наличных денег на безналичные счета в банках должна взиматься определенная плата, которая будет со временем изменяться. Взимание этой платы могло бы создать зазор между стоимостью безналичного и бумажного доллара. При этом центральный банк устанавливал бы процентные ставки на безналичные остатки на своих счетах, а также курс обмена безналичных денег на наличные. Все это может показаться слишком сложным, но в действительности это не так. Эта идея гениальна в своей простоте. Если провести соответствующую институциональную и законодательную подготовку, то можно предположить, что комиссия за внесение в банк наличных денег на безналичные счета станет приносящим прибыль рабочим инструментом, либо сама по себе, либо как составная часть постепенного изымания из обращения бумажных денег. Именно поэтому в долгосрочной перспективе такая альтернатива выглядит наиболее привлекательной.

Рассмотрим теперь все эти идеи в порядке их теоретической сложности, не забывая о том, что каждая альтернатива мотивирует использование следующей.

ВВЕДЕНИЕ ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК БЕЗ ПРОВЕДЕНИЯ СЕРЬЕЗНЫХ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ

При существующем положении дел в институциональной и юридической областях никому неизвестно, с какой эффективностью центральные банки могут вводить отрицательные процентные ставки. Со-

1. (Gesell 1916).

ставят ли они -1% , $-1,25\%$ или даже -2% ? Ни один из центральных банков не проявляет особой охоты первым встать на эту неизведанную тропу. Главный вопрос, который их волнует, — это потенциальный риск того, что вкладчики начнут массово снимать свои деньги с банковских счетов и продавать казначейские векселя, что в результате может обрушить всю банковскую систему. В итоге центральные банки потеряли бы возможность и далее понижать процентные ставки. Центральные банки обеспокоены не столько тем, что в такой ситуации им придется субсидировать вкладчиков², сколько тем, что ни они, ни правоохранительные органы в действительности не готовы справиться с логистикой беспрецедентного повышения спроса на наличные деньги. Широкомасштабное снятие денег с банковских счетов может нанести серьезный удар по нормальному механизму денежных операций. Если инвесторы заберут свои денежные средства из банковской системы и переведут их в наличные деньги, то тогда для заемщиков не будет никакой выгоды от отрицательных процентных ставок.

Никто не будет спорить, что банковской системе удалось справиться с не слишком существенным и достаточно кратковременным снятием денег с банковских счетов. Такая ситуация наблюдалась во многих странах на пике финансового кризиса 2008 года³. Однако стоимость государственных краткосрочных долговых бумаг намного превышает объем налич-

2. В интересной статье Ронли (Rognlie 2016) отмечается важность субсидирования владельцев наличных денег в качестве главного компромиссного решения. Однако, наверное, более важным представляется решение практических проблем, которые могут возникнуть в результате крупномасштабной замены облигаций с отрицательной процентной ставкой на бумажные деньги, а также учет потенциального воздействия этого мероприятия на кредитование.

3. Эшворт и Гудхарт утверждают, что наблюдавшийся в 2008 году резкий скачок в соотношении наличных денег и депозитов явился результатом кратковременной паники: (Ashworth and Goodhart 2015).

ных денег. Следовательно, если отрицательные процентные ставки значительно опустятся, не исключено, что в долгосрочной перспективе мы столкнемся с невиданным ранее широкомасштабным снятием денег с банковских счетов.

По мере того как процентные ставки понижаются, встает вопрос о том, не проявятся ли какие-либо иные институциональные несовершенства, которые ограничат эффективность политики отрицательных процентных ставок еще до того, как будет достигнута их окончательная низкая граница. Так, например, если банки будут не в состоянии установить отрицательные процентные ставки для физических лиц или если выяснится, что юридические и институциональные требования по оформлению договоров кредитования не так легко скорректировать с учетом отрицательных процентных ставок, то монетарная политика окажется на порядок менее эффективной.

Эти рабочие вопросы возникают в большой степени потому, что центральные банки работают преимущественно с финансовыми организациями, а не с частными клиентами. По опыту тех банков, которые раньше всех приступили к введению отрицательных процентных ставок (например, центральные банки Дании, Швейцарии и Швеции), известно, что в целом частные банки в состоянии без особых проблем установить отрицательные процентные ставки для своих крупных клиентов, включая крупные корпорации, страховые компании и пенсионные фонды. Однако до сих пор они еще не решались (по крайней мере открыто) вводить отрицательные процентные ставки для физических лиц. По сути, наверное, банкам приходится каким-то образом возмещать свои издержки, что они и делают, взимая с клиентов большую плату за оказываемые им услуги или вводя дополнительную оплату по обслуживанию кредитов⁴.

4. Когда вся банковская система будет готова к введению значительных отрицательных процентных ставок, банкам при-

В этом отношении весьма показателен опыт Швейцарского национального банка, который в январе 2015 года установил процентные ставки на уровне $-0,75\%$. Надзорные органы пристально следят за ситуацией, однако на момент написания этой книги не наблюдалось никакой паники и снятия денег со счетов. Да, действительно, ряд пенсионных фондов и финансовых организаций предприняли серьезные попытки по освоению различных схем, с помощью которых они могли бы накопить наличные деньги, но большинство из них пришло к выводу, что при процентной ставке $-0,75\%$ овчинка не стоит выделки, так как понесенные при этом расходы были бы больше полученной выгоды.

Хранение, перевозка, пересчет и другие операции наличными деньгами, а также их страхование — это дорогостоящие процедуры даже для эффективного крупного оператора и даже при условии использования сверхудобных крупных купюр достоинством в 1000 швейцарских франков. Если какая-то финансовая компания хочет снять со своего счета в центральном банке, скажем, 1 миллиард швейцарских франков, то для этого ей придется воспользоваться услугами бронированного транспортного средства; затем будет необходимо тщательно отследить всю процедуру, а также застраховать эти деньги. При подобных операциях нужно за всем следить в четыре глаза, а в Швейцарии труд дорого стоит. После того как перевозка будет осуществлена, нужно заплатить за хранение бумажных денег в тщательно охраняемых высокотехнологичных швейцарских банковских хранилищах, в которых вдобавок еще контролируется и влажность помещения. И даже если предприняты все эти меры предосторожно-

дется переложить издержки на крупных представителей розничной торговли. Однако, как отмечалось в главе 7, центральный банк может предпринять шаги для защиты представителей мелкой розничной торговли.

сти, практически любая финансовая компания должна будет застраховать деньги от пожара, кражи и т. д. Согласно сделанным ранее оценкам, издержки на хранение и страхование наличных денег находились в диапазоне 0,5%. Еще одна проблема состоит в том, что трудно прогнозировать, насколько долго сохранятся отрицательные процентные ставки. По этой причине исключительно сложно оценить возможность амортизации фиксированных издержек на перевод наличности из центрального банка в хранилища.

Неизвестно, появятся ли со временем в частном секторе новые технологии, которые позволят снизить издержки на хранение наличных денег, подобно способам хранения ценных картин и золота, усовершенствованным в Швейцарии. Государство могло бы найти решение проблемы хранения крупных объемов наличности либо вводя запрет на хранение, либо устанавливая налог на хранение объемов, превышающих определенную величину. Эти меры вряд ли демотивировали бы преступников и лиц, уклоняющихся от уплаты налогов, которым давно хорошо известны все тонкости хранения крупных сумм наличности, однако смогли бы резко сократить или прекратить хранение денег финансовыми компаниями, пенсионными фондами и т. д. Однако, естественно, даже если бы запрет на хранение денег и был осуществим с юридической точки зрения (а для многих стран это весьма спорный вопрос), это не остановило бы хранение наличности в меньших размерах на уровне немногим ниже пороговых значений.

Для того чтобы создать ситуацию, в которой банкам было бы невыгодно делать большие запасы наличных денег, а также в целях смягчения влияния внешних факторов на балансовые отчеты банков Швейцарский национальный банк и Банк Японии избрали дифференцированные подходы к отрицательным процентным ставкам. Так, например, в ян-

варе 2016 года Банк Японии принял решение, согласно которому для банков устанавливается нулевая процентная ставка на резервы, которые необходимо формировать в зависимости от размеров принятых депозитов, положительная ставка размером в 0,1% на резервы, которые были размещены еще до введения отрицательных процентных ставок, и отрицательная нулевая ставка размером в 0,1% на любые дополнительные резервы, размещаемые в дальнейшем. В принципе, в перспективе такая политика должна способствовать увеличению результатов, полученных благодаря политике количественного смягчения, поскольку это сильнее мотивировало бы банки выдавать в кредиты любые новые поступающие им средства, нежели хранить их на счетах Банка Японии под отрицательный номинальный процент. Преимущество такого дифференцированного подхода к процентным ставкам состоит в том, что он позволяет вывести банковские балансы из-под удара отрицательных процентных ставок и в то же время делает для них невыгодным конвертацию существующих безналичных средств в наличные деньги. Однако такой подход не предусматривает политики, которая может потребоваться для решения проблемы чрезмерного количества казначейских векселей в случае, если процентные ставки опустятся до значительной отрицательной величины⁵. Как уже отме-

5. Согласно решению банка Японии от января 2016 года банки могут быть оштрафованы за перевод любых своих безналичных средств в наличность путем вычитания соответствующей суммы из их первоначальной квоты средств, по которым выплачиваются положительные процентные ставки (в соответствии с количеством безналичных средств, имеющих у них до январского решения). Некоторые аналитики сочли эту политику Банка Японии попыткой решить проблемы нулевой границы процентных ставок путем наложения штрафов на банки, производящие конвертацию безналичных денег в наличные, и сохранить средства банков даже в случае, если процентные ставки опустятся до существенных отрицательных значений. К сожалению, подобная

чалось в главе 6, совокупный долг Японии составляет более 130% от ее ВВП⁶.

Главное опасение, которое вызывает политика отрицательных процентных ставок, — это потенциальная возможность перевода в наличные деньги средств, хранящихся на банковских счетах, а также продажи казначейских векселей. Однако существуют и другие поводы для беспокойства. Первые эксперименты с незначительно отрицательными процентными ставками выявили множество подводных камней. Это, конечно, не означает, что данные потенциальные проблемы обязательно помешают понизить процентные ставки ниже нулевой отметки, но теоретически ряд сложностей может привести к появлению значительных диспропорций, которые потребуют принятия определенных мер, особенно в случае если процентные ставки и далее будут понижаться⁷. Главная проблема состоит в том, что общество должно разработать целый ряд общественных договоренностей, внести поправки в законодательство и отрегулировать финансовую систему

интерпретация обнаруживает полное непонимание проблемы. Банковские безналичные средства — это только вершина айсберга, который может вызвать беспокойство центральных банков в случае понижения процентных ставок до отрицательных величин. Реальная проблема состоит в том, что если процентные ставки опустятся до очень низких отрицательных величин, то может начаться обмен краткосрочных государственных обязательств на наличные деньги. Объем казначейских векселей на порядок превышает размер средств банков, даже после завершения периода количественного смягчения. В принципе, конечно, центральные банки могут решить проблему с казначейскими векселями путем введения платы за обналичивание, но это, по сути, является упрощенной версией идеи хана Хубилая — Эйлера — Бьютера — Кимбалла, которая будет обсуждаться ниже в данной главе.

6. (International Monetary Fund 2016).

7. См. обсуждение этого вопроса в работе Астерлинда и соавторов (Alsterlind et al. 2015), представляющей собой официальный комментарий Риксбанка.

с учетом понимания простого факта — после выпуска облигаций поток последующих платежей всегда совершается от заемщика к кредитору. Тем не менее все эти проблемы не имеют серьезного концептуального значения и в перспективе с ними можно будет легко справиться.

В самом начале экспериментов с отрицательными процентными ставками обнаружилась одна проблема практического характера. Дело в том, что компьютерные системы многих банков разработаны на основе представления, что процентные ставки никогда не опустятся ниже нуля. Это может показаться смешным для молодых людей, хорошо знакомых с современными системами баз данных. Однако финансовые компании всеми силами стремятся не допустить слишком частого обновления своего программного обеспечения, хотя некоторые системы уже безнадежно устарели.

Достаточно вспомнить лишь так называемую компьютерную проблему 2000 года, возникшую в начале нового тысячелетия. Готовясь к приближавшемуся 1 января 2000 года, программисты всего мира ломали головы над тем, как перенастроить компьютерные программы, поскольку многие существовавшие на тот момент системы воспроизводили годы двумя значками, а не четырьмя, и это означало, что 2000 год невозможно отличить от 1900-го. Это немного напоминает ситуацию, сложившуюся на Олимпийских играх 1976 года, когда блестящее выступление румынской гимнастки Нади Команечи было впервые оценено ровно в 10.00 баллов. Публика на мгновение замерла, увидев на электронном экране цифру 1.00. Дело в том, что на экране было предусмотрено только 3, а не 4 цифры, поскольку создававшим его швейцарским дизайнерам и в голову не могло прийти, что чье-то выступление будет когда-нибудь оценено наивысшим баллом.

В некотором отношении «проблема 2000 года» для отрицательных процентных ставок уже прояви-

лась, но вскоре исчезла. Когда в июле 2012 года центральный банк Дании, *Danmarks Nationalbank*, ввел отрицательные процентные ставки, многие частные финансовые организации были вынуждены вводить значения отрицательных процентных ставок в компьютеры вручную. Это оказало воздействие не только на датские банки, но также на шведские и другие банки, выступавшие посредниками в операциях обмена датских крон и принимавшие участие в торговле датскими облигациями. Это вызвало большие затраты и было неудобно. Однако скандинавским банкам удалось справиться с этой ситуацией и отрегулировать имеющиеся у них системы.

Еще одну важную проблему представляют законы, регулирующие погашение облигаций, поскольку, когда они принимались, не предусматривалось, что в какой-то момент ставки по купонам могут стать отрицательными. К счастью, оказалось, что экономическая сторона процедуры выплаты купонов по отрицательной ставке не представляет больших сложностей. В случае, когда у облигаций установлена фиксированная отрицательная ставка, контракт может быть составлен двояким образом: либо кредитор действительно производит выплаты заемщику на протяжении всего срока договора, либо при окончательной выплате заемщиком основной договорной суммы происходит удержание определенного количества денег. Ситуация несколько усложняется, если облигации выпущены с плавающей ставкой по купону. Тогда процентная ставка изменяется в течение договорного срока. Фактически эта проблема быстро обнаружилась в тех странах, которые первыми вступили на путь использования отрицательных процентных ставок. Однако же, и в этом случае либо кредитор осуществляет выплаты, либо при окончательной выплате договорной суммы удерживается соответствующее количество денежных средств. Все это выглядит несколько запутанным. Но, на самом деле это не так сложно. Когда в Швеции приступали к использова-

нию политики отрицательных процентных ставок, то поначалу не было уверенности, сможет ли законодательная система справиться с этой проблемой, однако решение удалось найти⁸. Когда в июне 2014 года в еврозоне впервые была установлена предельно мягкая отрицательная процентная ставка в $-0,1\%$, возникли серьезные опасения, что этот шаг может помешать функционированию рынка свопов, но и здесь никаких проблем не возникло. Если учесть огромный размер европейских рынков и их высокую ликвидность, то можно утверждать, что эксперимент еврозоны с минимально негативными процентными ставками вызывает мощный демонстрационный эффект и центральные банки других стран с большим вниманием изучают опыт еврозоны.

Тем не менее вряд ли самые первые шаги в этом направлении можно считать убедительным доказательством, на основе которого пора переходить к ничем не ограниченной политике отрицательных процентных ставок. Существует огромная разница между тем, когда центральные банки в состоянии сделать лишь маленький шаг в сторону отрицательных процентных ставок, и тем, когда они смогут объявить рынкам, что готовы «пойти на любые меры», чтобы, например, покончить с дефляцией. Если мы хотим, чтобы политика отрицательных процентных ставок оказала мощное воздействие на инфляционные ожидания и на динамику инфляции, то эта политика должна стать базуклой, а не водяным пистолетом⁹. Таким образом, хотя пока еще не имеется четкого представления о том, как будет

8. Вновь см. работу: (Alsterlind et al. 2015).

9. Не исключено, что одновременный эффект долгосрочной стагнации и активное неприятие рискованных операций может в течение длительного времени удерживать реальную процентную ставку овернайта на уровне ниже $-2,0\%$. В этом случае процентная ставка центрального банка будет такой же. Однако при этом можно временно таргетировать более высокую инфляцию, как отмечалось в главе 9.

функционировать монетарная политика в условиях отрицательных процентных ставок, уже сейчас необходимо, чтобы государства начинали готовить почву для новых условий, если мы ждем от них эффективного результата. К этому вопросу мы еще вернемся в главе 11.

Рассмотрим теперь еще два подхода, которые, в принципе, могли бы позволить центральным банкам еще глубже проникнуть на территорию отрицательных процентных ставок.

ПРЕДЛОЖЕНИЕ СИЛЬВИО ГЕЗЕЛЛЯ ПО ВЗИМАНИЮ НАЛОГОВ С ПОМОЩЬЮ МАРОК

Один из подходов состоит в том, чтобы на самом деле заставить людей выплачивать налог за хранение бумажных денег. Идея установления отрицательных процентных ставок на деньги впервые была предложена немецким экономистом Сильвио Гезеллем в ряде его статей, опубликованных в конце XIX — начале XX века¹⁰. Гезелль — немецкий предприниматель, экономист, социальный реформатор — полагал, что временное установление очень низких, или даже отрицательных, процентных ставок может способствовать резкому рывку в экономическом росте. Нет полной ясности, осознавал ли Гезелль фундаментальный экономический принцип, согласно которому деньги в итоге нейтральны для экономического роста. В обычной ситуации чрезмерная монетарная экспансия определенным образом формирует инфляционные ожидания, но в конечном итоге эти ожидания приходится менять на противоположные, и это весьма болезненный процесс. Гезелль, однако, четко понимал наличие нулевой границы у номинальных процентных ставок. Он предложил нестан-

10. Более подробное обсуждение этого вопроса см. в работе: (Ilgmann and Menner 2011).

дартное решение, которое состояло в том, чтобы создать новый тип денежных отношений, при котором люди регулярно должны покупать специальные марки и наклеивать их на оборотную сторону денежных купюр, тем самым сохраняя их стоимость. По его мнению, сама процедура периодической покупки марок и наклеивание их на денежные знаки должна была фактически привести к созданию отрицательных номинальных процентных ставок.

В течение периода Великой депрессии крупные экономисты, начиная с Джона Мейнарда Кейнса и заканчивая Ирвингом Фишером, с восторгом восприняли идею Гезелля. Вслед за ним они признали, что отрицательные процентные ставки могут стать мощным средством для вывода мировой экономики из дефляции. Фишер, в частности, настолько проникся взглядами Гезелля, что даже написал небольшую работу, посвященную «маркированным деньгам». В конечном же счете в результате мучительной борьбы от идей Гезелля отказались, признав их нереализуемыми. Мировая экономика нашла иной способ выхода из депрессии — отказ от золотого стандарта. В своей главной работе, «Общая теория занятости, процента и денег», Кейнс посвятил идеям Гезелля большой раздел, с которым имеет смысл ознакомиться. Кейнс отмечает, что в период Великой депрессии мысли Гезелля глубоко проникли в умы многих экономистов. Он даже называет его «несправедливо забытым пророком <...>, чей труд заключает в себе проблески глубокой проницательности». Однако Кейнс делает следующий вывод:

Общая идея, лежащая в основе этого предложения [«маркированных денег»], несомненно, здравая. Весьма возможно, что удалось бы ее применить на практике в скромных масштабах. Но есть много затруднений, которых Гезелль не предвидел. В частности, он не учел того, что не только деньгам присуща премия за ликвидность и что деньги отличаются от других товаров только тем, что пре-

мия по ним выше, чем по любым другим товарам. Если бы денежные знаки были лишены их премии за ликвидность введением системы наклейки марок, то их место заняли бы многочисленные суррогаты: кредитные деньги, долговые бессрочные обязательства, иностранная валюта, ювелирные изделия и драгоценные металлы и т. д.¹¹

Во время периода Великой депрессии был проведен ряд осторожных экспериментов по установлению отрицательных процентных ставок. Самым содержательным, наверное, было введение местной валюты на основе почтовых марок, выпущенной в австрийском городе Вёргле с населением 2000 человек. Ежемесячно каждый житель города должен был покупать марки стоимостью в 1% от денежной купюры, сохраняя тем самым ее валидность. Купюры находились в диапазоне от 1 до 10 шиллингов. Эксперимент продолжался в течение одного года, до тех пор пока австрийское правительство не запретило хождение таких «маркированных денег». Во время Великой депрессии в ряде небольших муниципальных округов США, а также в 1936 году в канадской провинции Альберта также проводились эксперименты с «маркированными деньгами»¹².

Сегодня эта идея многим может показаться смешной, но мне уже немало лет, и я помню, как моя мать собирала так называемые зеленые марки для участия в некогда очень популярной скидочной программе, которую организовывали разные супермаркеты. Хотя наклеивание марок в буклеты и занимало много времени, мы это делали так же, как и другие наши знакомые. Таким образом, с точки зрения потребительской культуры использование «маркированных денег» во времена Гезелля было не такой безумной идеей, как может показаться сегодня. И все же, его предложение было нереализуемым.

11. (Keynes 1936, ch. 23, sec. IV, pp. 357–358; Кейнс 2007, с. 321).

12. См.: (Fisher 1933, Champ 2008, Gatch 2009).

Как справедливо отметил Кейнс, проблема «маркированных денег» состоит в том, что они ставят под угрозу ликвидность обычных денег.

Существуют и другие варианты решения этой проблемы. Так, например, можно выпустить деньги с ограниченным сроком хождения, а затем произвести их обмен с дисконтом на новые купюры. Конечно, в Средние века правители периодически требовали сдавать имеющиеся в обращении монеты и обменивали их на монеты более мелкого размера, содержащие меньшее количество драгоценного металла. Тогда это был способ для взимания налога на деньги. Другая распространенная практика, которая имеет даже больше прямых аналогий с налогом Гезелля, состояла в том, что население заставляли сдавать имеющиеся монеты, а взамен выдавали монеты такого же веса и с таким же содержанием металла, но в меньшем количестве. Так, например, человек вместо сданных четырех монет получал три¹³.

Для того чтобы реализовать на практике предложенный Гезеллем налог (в самом грубом приближении), имеется много других различных способов. Если говорить о самых нереалистичных, однако весьма поучительных идеях, то можно вспомнить предложение по организации лотерей, о котором мне рассказал мой коллега по Гарвардскому университету Н. Грегори Мэнкью со ссылкой на своего аспиранта. Идея состоит в том, чтобы центральный банк регулярно проводил лотереи, в которых должны разыгрываться номера купюр, находящихся на данный момент в обращении. Купюры, номера которых не выпали, перестают быть платежным средством. Здесь, однако, возникает проблема: после того как будет проведена пара десятков подобных лотерей, будет весьма затруднительно идентифицировать купюры, вышедшие из употребления, поскольку для этого потребуется трудоемкая свер-

13. См.: (Svensson and Westermarck 2015).

ка серийных номеров по официальным реестрам. В свою очередь, эта проблема снова приведет к снижению ликвидности денежных средств.

Наверное, первую более или менее реализуемую идею для внедрения в жизнь налога Гезелля внес экономист филиала Федеральной резервной системы в Ричмонде Марвин Гудфренд. Он предложил выпустить деньги со специальными магнитными полосками¹⁴. Всякий раз, когда банкнота попадает в банк, она проходит через специальный аппарат, позволяющий идентифицировать каждую отдельную купюру и рассчитывать с нее налог, в зависимости от того, сколько времени она находилась в обращении. В такой ситуации издержки по идентификации купюр и вычислению размера налога должны нести банки, но они, скорее всего, смогут найти способ переложить эти издержки на своих клиентов. Важно, что технологию магнитных полосок можно было бы использовать и для выплаты положительных процентных ставок на денежные средства, однако эта сторона вопроса Гудфренда не особо интересовала.

В настоящий момент идея Гудфренда не вполне осуществима, или по меньшей мере нецелесообразна с экономической точки зрения, однако время, когда она может оказаться востребованной, не за горами. Действительно, время от времени представители теневой экономики буквально впадают в истерику, когда начинают распространяться слухи о том, что правительство вот-вот установит на деньгах чипы для радиочастотной идентификации и тогда появится возможность обнаруживать, например, в аэропортах большие баулы с наличными деньгами. В интернете можно найти видеоролики, в которых показано, как можно избавиться от встроенных чипов, поместив деньги в микроволновую печь. Идея со-

14. См.: (Goodfriend 2000). Бьютер и Панигирцоглу (Buitter 2003; Buitter and Panigirtzoglou 2003) также с самого начала признали справедливость подхода Гезелля.

стоит в том, что если в купюре установлен радиочастотный микрочип, то микроволны могут прожечь в этой купюре дырку. Это лучше, чем быть пойманным с большим баулом нелегального нала. На самом деле на сегодняшний день в американской валюте никаких чипов пока не установлено. Однако сейчас активно развивается технология создания чипов толщиной с бумажный лист, и в один прекрасный день это может стать реальностью, если того пожелает правительство¹⁵.

Но может случиться так, что никакие встроенные чипы (или магнитные полоски) будут не нужны, поскольку сейчас активно развивается технология создания низкзатратных аппаратов для сканирования наличных денег, с помощью которых можно будет почти мгновенно идентифицировать серийный номер купюр. Такая технология уже используются на новейших аппаратах для пересчета купюр, и многие банки, а также службы, осуществляющие надзор за соблюдением законодательства в финансовой сфере, уже имеют такие устройства (об этом упоминалось в главе 3). Такие сканеры особенно эффективны для высокотехнологичных купюр, изготовленных из пластиковых полимеров, которые не мнутся, но гнутся, как бумага. По мере того как затраты на их производство будут сокращаться, сканеры, имеющие возможность считывать с купюр серийный номер, будут устанавливаться в обычных магазинах розничной торговли.

Даже если предложение Гезелля когда-нибудь и станет осуществимым с технологической точки зрения, оно все равно не будет оптимальным. Никогда не удастся избавиться от его главной проблемы: если купюра циркулирует вне банковской системы,

15. «New \$100 Bill and RFID Microwave Test», <https://www.youtube.com/watch?v=Kn5aqb-mN3Q>. См. также: «Are You Ready for RFID Chips Built into Your Money and Documents», *Kurzweil Accelerating Intelligence*, May 7, 2013.

то представителям розничной торговли придется решать, какой дисконт должна иметь эта купюра. Новые купюры будут иметь одинаковую стоимость, однако по купюрам, которые в течение длительного времени находились вне банковской системы, возникнет налоговая задолженность. Этот вопрос придется каким-то образом решать, хотя остаются сомнения, возможно ли это в принципе. А это, в свою очередь, ухудшит фундаментальные свойства любой хорошей валюты: снизит ликвидность и уменьшит однородность денег. Таким образом, даже располагая высокотехнологичными средствами, реализовать идеи Гезелля о налоге с денег весьма проблематично по тем же причинам, которые называл Кейнс, критикуя идею «маркированных денег».

Отметим в скобках, что если наступит день, когда на предприятиях розничной торговли будут установлены специальные кассовые аппараты, с помощью которых можно будет легко и дешево считывать и обрабатывать серийные номера купюр, фиксируя при этом время совершения транзакции, то тогда появится серьезная угроза для анонимности денег. У надзирающих органов появится возможность сличать время, зафиксированное с помощью видеокамер, с реальным временем транзакции. Существует и иная альтернатива: правительство может обязать представителей розничной торговли при совершении оплаты получать подпись покупателей на квитанции с серийными номерами купюр¹⁶.

Гезелль блестяще проник в суть проблемы, но его идеи представляют собой только часть ее решения. Для создания оптимального решения потребуется приложить еще немало усилий.

16. Если в магазинах розничной торговли установить камеры, позволяющие отслеживать работу кассовых аппаратов, а также производить мониторинг чеков, на которых указано время покупки и ее номер, то это позволит сопоставлять покупки и покупателей.

СИСТЕМА ДВОЙНОЙ ВАЛЮТЫ РОБЕРТА ЭЙСЛЕРА:
ПОДХОД ХАНА ХУБИЛАЯ — ЭЙСЛЕРА — БЬЮТЕРА —
КИМБАЛЛА

Главная проблема состоит в следующем: каким образом удерживать налог с отдельных денежных купюр в зависимости от того, как долго они находились в обращении, и в то же время сохранять все денежные средства полностью гомогенными. Блестящее решение этой проблемы было впервые предложено экономистом периода Великой депрессии Робертом Эйслером (1933). Поздние его идеи были вновь подхвачены и серьезно доработаны группой экономистов, в которую входили Стивен Дэйвис, Виллем Бьютер, Рухир Агарвал и Майлс Кимбалл¹⁷. Результаты их исследования выглядят весьма интригующе, и к ним следует отнестись с полной серьезностью. Хотя последняя, наиболее тщательно разработанная версия Агарвала и Кимбалла, по сути, очень проста, для понимания основополагающих и второстепенных элементов, обеспечивающих функционирование предложенной ими схемы, было бы весьма полезным кратко рассмотреть интеллектуальную историю этой теории.

Безусловно, первым из современных ученых, приступившим к исследованию этого вопроса, был Виллем Бьютер, имеющий заслуженную репутацию крупного экономиста-теоретика и известный благодаря своей открытой политической позиции и нестандартным идеям. Однако сам Бьютер пальму первенства отдает Стивену Дэйвису, привлекшему его внимание к идеям Эйслера. С помощью этих идей удалось решить проблему гетерогенности денег, присущую налогу Гезелля¹⁸. Сам Эйслер, который еще был и историком, отмечал, что источни-

17. (Eisler 1933; Davies 2004; Buitter 2005, 2009; Agarwal and Kimball 2015).

18. (Buitter 2005, 2007).

ком его идей послужил так называемый табличный стандарт, введенный в колонии переселенцев в заливе Массачусетс в 1747 году в период колониальной инфляции¹⁹. Используя его подход, можно весьма оригинальным способом установить отрицательную номинальную процентную ставку на бумажные деньги без отслеживания отдельных купюр и без взимания с них налога. Благодаря этому подходу пропадает необходимость переворачивать купюру и искать на обратной стороне дату последней марки или пропускать купюру через специальное электронное считывающее устройство, чтобы выяснить, какой суммарный процент с нее причитается.

Когда в 1933 году Роберт Эйслер сформулировал свое предложение, он сделал допущение, что в мире отсутствует глобальный золотой стандарт, поэтому понимание инфляции в такой системе координат грешит неточностями. Однако суть его предложения остается верной. Согласно его теории, государство должно иметь не одну валюту, а две: одна валюта будет использоваться для расчетов внутри банковской системы, а другая — собственно, бумажная валюта — будет использоваться во всех остальных областях жизни. Валюту, с помощью которой должны вестись межбанковские расчеты, Эйслер назвал «банковские деньги — „money banco“». Это был явный выпад в сторону высокомерной элиты лондонских банкиров, и, используя итальянское название, Эйслер хотел их уязвить. Предполагалось, что «деньги banco» будут наделены теми же функциями, что и обычные деньги: это будет единица учета, платежное средство, принимаемое для уплаты налогов и выплаты всех долгов, то есть законное платежное средство, а также средство для осуществления финансовых операций. Это будут настоящие деньги во всех отношениях, за исключением лишь одного факта — они не будут иметь физической формы. «Деньги banco»

19. (Eisler 1933, p. 232).

будут существовать лишь в бухгалтерских ведомостях, а в те времена бухгалтерские расчеты велись на бумаге, в бухгалтерских книгах, а не в электронном виде, как сегодня. Также предполагалось, что государство будет отдельно выпускать бумажную валюту, так называемые текущие деньги, которые будут использоваться в розничных платежных операциях. Однако эти деньги не будут служить единицей учета, и, что очень важно, между «текущими деньгами» и «деньгами *banco*» должен существовать обменный курс.

Может показаться, что концепция Эйслера не соответствует условиям современного мира, однако это далеко не так. Действительно, центральные банки выпускают оба типа валюты, и это находит отражение, например, в финансовых балансах Федеральной резервной системы. Один тип валюты — бумажные деньги — размещается в банковских хранилищах, а большая его часть находится на руках у населения. Другой тип валюты — это электронная (или виртуальная) валюта, которую различные банки могут хранить в центральном банке. В любом случае бесспорно, что электронные банковские резервы составляют ту часть денежного запаса, которая играет наиболее важную роль в легальной экономике. В отличие от бумажных денег, на электронные банковские резервы (очень хочется назвать их «виртуальной валютой *banco*», но я всеми силами подавляю в себе это желание) может начисляться положительный или отрицательный процент, в зависимости от политики центрального банка. Основное различие между сегодняшним миром и миром, для которого Эйслер создавал свою концепцию, состоит в том, что сегодня центральные банки полностью готовы обменивать электронную валюту на бумажные деньги по курсу один к одному. В эйслеровском мире, в котором существуют отрицательные процентные ставки, это было бы невозможно.

Бьютер несколько модифицировал идеи Эйслера. Для начала центральный банк должен изъять из об-

ращения всю имеющуюся валюту (например, евро) и заменить ее на новую, которую Бьютер назвал WIM, в честь голландца по имени Вим Дуйзенберг — первого президента Европейского центрального банка. Это мероприятие никак не коснется электронных евро (включая банковские резервы, евро, находящиеся на банковских счетах и т. д.), и все юридические контракты будут продолжать существовать на основе электронных евро. (Бьютер прекрасно осознавал, что это очень важное условие, поскольку физические лица могут составлять контракты на основе чего угодно, однако сейчас в эту тему мы не будем углубляться.) Предполагается, что сначала WIM будет обмениваться с евро по номиналу. В дальнейшем ЕЦБ будет на определенный период устанавливать обменный курс WIM к евро, что позволит подготовить почву для установления обменного курса между электронной валютой и бумажными деньгами.

По плану Бьютера Европейский центральный банк должен располагать тремя инструментами управления: процентная ставка на банковские остатки в евро на счетах ЕЦБ (которая может быть как положительной, так и отрицательной), текущий спотовый валютный курс (курс, по которому банки могут обменивать в ЕЦБ бумажные деньги WIM на электронную валюту), а также форвардный валютный курс (курс, по которому ЕЦБ предлагает обменять WIM на евро в будущем, скажем, через месяц). Естественно, подсчитать, какое количество евро можно получить за один WIM сегодня и сколько евро можно будет получить завтра, — это то же самое, что подсчитать номинальную процентную ставку по WIM за два периода. Это означает, что фактически у центрального банка имеется только два независимых инструмента. Если на сегодняшний день 1 WIM равен 1 евро, а через год составит 0,95% евро, то это ничем не отличается от того, если бы на 1 WIM была выплачена 5% ставка.

Теперь читатель уже сможет понять, в чем состоит фокус (да простят меня профессиональные иллю-

зионисты, которые, как я обнаружил, предпочитают использовать термин «номер», поскольку слова «фокус», или «трюк», подчас имеют отрицательный оттенок). Очевидно, что при таком положении дел уже не возникнет никаких сложностей при установлении достаточно высокой отрицательной процентной ставки, скажем, размером в 5% годовых, на электронные (безналичные) евро. Поскольку все расчеты будут производиться в электронном виде, то начислять налоги будет очень просто. Но не случится ли так, что население просто переведет все безналичные текущие евро в бумажные деньги WIM? Нет, если только центральный банк не начнет одновременно с этим понижать обменный курс денег WIM на 5% в год. При этом совершенно не обязательно сохранять процентную ставку на одном и том же уровне, поскольку, как уже говорилось выше, физические наличные деньги требуют затрат на хранение, а также используются в различных транзакциях, что позволяет устанавливать по ним несколько иные процентные ставки, чем по безналичным деньгам.

Согласно данному сценарию центральный банк взимает налог на бумажные деньги всякий раз, когда финансовые структуры обращаются к нему с целью обмена бумажных банкнот на электронные деньги. Центральный банк начисляет налог, обменивая с дисконтом деньги WIM в соответствии со своей схемой амортизации. Фундаментальное отличие от предложения Гудфренда здесь состоит в том, что *все существующие деньги обмениваются с одинаковым дисконтом*. Представителям розничной торговли необходимо знать только обменный курс между этими двумя видами валют, циркулирующими в стране. Схема Бьютера — Эйлера на порядок проще предложения Гезелля, особенно если учесть, что в каждой стране имеются отдельные безналичные и наличные валюты.

Не покажется ли такая схема неудобной для предпринимателей и банков, которые осуществляют

платежи как наличным, так и безналичным способом? На этот вопрос можно ответить следующим образом: если периоды существования отрицательных ставок краткосрочны и при этом сами отрицательные ставки не слишком значительны, то предприниматели смогут пережить возникающие издержки, точно так же, как они сейчас справляются с комиссиями за кредитные карты. Кроме того, обменный курс будет устанавливаться центральными банками, а это означает, что при имеющихся современных кассовых аппаратах произвести соответствующие расчеты будет пустяшным делом.

В принципе, используя предложение о двойной валюте Бьютера — Эйлера, можно с легкостью отказаться от нулевой границы процентных ставок и при этом сохранить наличные деньги. Правда, в совокупности, это приведет к тем отрицательным явлениям, о которых говорилось в главе 1. Однако здесь необходимо сделать одно важное уточнение: если мы хотим, чтобы к тому времени, когда будут установлены отрицательные процентные ставки на безналичные деньги, монетарная политика была эффективной в полном смысле этого слова, необходимо будет проиндексировать большую долю частных контрактов в безналичных евро, а не в бумажных деньгах WIM. На облигации, деноминированные в деньгах WIM, по-прежнему будет влиять нулевая граница процентной ставки, и если значительная часть денежной массы будет индексирована относительно WIM, то монетарные власти все так же будут зависеть от того, какого уровня инфляции достигнут деньги WIM. Это несколько напоминает ситуацию в США, когда изменение обменного курса доллара оказывает на удивление недолгое влияние, причем весьма незначительное, на относительные цены импорта и экспорта, поскольку огромная доля как импорта, так и экспорта все равно номинирована в долларах²⁰.

20. В работе Гопината (Gopinath 2015) приводятся данные об ис-

В своей работе Стивен Дэйвис выдвигает весьма оригинальное предложение: нужно, чтобы государство обязало стороны при заключении контрактов использовать в качестве единицы расчета электронное евро. Однако в большинстве стран государство имеет лишь ограниченные правовые полномочия в данном вопросе²¹. Конечно, в результате подобной практики можно было бы деноминировать все государственные обязательства, совершать выплаты работникам и поставщикам, а также взимать налоги в безналичных евро. Это мероприятие также могло бы способствовать тому, что деноминация в электронных евро стала бы, используя терминологию специалистов по теории игр, «фокальной точкой» для участников частных контрактов. Однако если достаточно большая доля частных трансакций осуществляется в бумажных деньгах WIM, то тогда для многих частных финансовых контрактов естественной фокальной точкой могли бы стать деньги WIM, и при этом сохранилась бы нулевая граница процентных ставок. В законодательство можно было бы внести некоторые изменения, которые позволили бы усилить возможности государства по индексации контрактов. Но это было бы крайней мерой, которая повлекла бы за собой множество разных проблем. Я почти уверен, что проблема индексации, хотя и представляет собой известный риск, не должна парализовать всю финансовую систему. Мне кажется, что, на самом деле, индексация несколько ослабляет позиции идеи о двухвалютной системе по сравнению с предложением просто постепенно сокращать большую часть находящихся в обращении бумажных денег.

Работа Бьютера важна в том отношении, что в ней тщательным образом заложена теоретическая

ключительно высокой доле всех торговых операций США, номинированных в долларах, включая как импортную, так и экспортную торговлю.

21. (Davies 2004).

основа для подхода Эйслера, однако сами идеи Эйслера были гораздо более строго обоснованы в работе экономиста Майлса Кимбалла. Кимбалл внес ряд замечаний по практической реализации этого подхода и, совместно с Рухиром Агарвалом, опубликовал по этому поводу рабочий доклад²².

Хотя с теоретической точки зрения работа Агарвала и Кимбалла вряд ли является шагом вперед по сравнению с работой Бьютера, сам подход в ней в целом выглядит более простым и более реалистичным. Во-первых, Агарвал и Кимбалл не предусматривают полный отход от существующих бумажных денег. Во-вторых, они предлагают осуществить дисконтирование бумажных денег несколько иным способом, чем предполагается в подходе Бьютера, причем их способ гораздо понятнее для неспециалистов. Вместо установления форвардного обменного курса они предлагают, чтобы центральный банк (или аналогичная структура) установил процентную ставку для наличных денег, которая будет взиматься лишь в том случае, если банки инкассируют наличность в центральный банк. Таким образом, когда люди принесут деньги в частный банк с целью оформления депозита, с них будет взиматься плата согласно обменному курсу, однако от частного банка ни в каком случае не потребуются взимать с граждан налог для дальнейшего перенаправления его в государственную казну. Итак, по сути, вариант Агарвала — Кимбалла ничем не отличается от варианта Бьютера (я говорю об этом без доли иронии), но с практической точки зрения его легче разъяснить.

Агарвал и Кимбалл также рассматривают еще один вопрос, который мог бы оказаться чрезвычай-

22. Очень хорошо, что Кимбалл опубликовал статью, в которой можно ознакомиться со всеми его важнейшими идеями, поскольку цитирование в блогах не дает полного представления. См.: (Agarwal and Kimball 2015).

но важным, если бы удалось претворить в жизнь подход Бьютера — Эйлера. Предположим, что в течение года процентная ставка на электронное евро составляла -3% . В результате с дефляцией удалось справиться и центральный банк снова установил положительные процентные ставки. К этому времени центральный банк уже начнет обменивать бумажные деньги на электронные с дисконтом приблизительно в 3% . После того как форс-мажорная ситуация с отрицательными процентными ставками останется позади, может оказаться желательным вернуть к паритету обменный курс между бумажными и электронными деньгами. Государству совершенно не обязательно идти на этот шаг — можно сохранить обменный курс бумажных денег на уровне $0,97$; можно также продолжать политику по снижению обменного курса для бумажных денег с целью получения более высокого налога от сеньоража. Однако для платежной системы гораздо удобнее было бы вернуть обменный курс один к одному, особенно в том случае, если эпизоды с отрицательными процентными ставками были немногочисленными и происходили с достаточно большим временным интервалом. Тогда, при нормальном положении дел, различия между бумажными и электронными деньгами будут столь незначительными, что не будут вызывать особого беспокойства.

Однако вернуть паритет между бумажными и электронными деньгами не так просто, как это может показаться. Если центральный банк постарается вернуться к паритету слишком быстро, скажем, в течение 6 месяцев, то в итоге бумажные деньги будут фактически давать 6% убытка. А такой результат, скорее всего, будет противоречить целям монетарной политики. Следовательно, обменный курс необходимо возвращать на уровень паритета более плавно. Можно было бы предположить, что центральному банку удастся справиться

с этой проблемой, если он вернет паритет внезапно и неожиданно. Но, к сожалению, население всегда опасается такого шага, поэтому серьезные проблемы могут возникнуть именно в тот период, когда центральный банк постарается понизить процентные ставки. Потенциальные сложности при возвращении к паритету представляют собой одну из тех практических проблем, которые на первый взгляд не выглядят слишком серьезными. Однако необходимо тщательно просчитать, каким образом они могут проявиться на практике, и желательно не переусердствовать с последующими экспериментами. Эти проблемы, скорее всего, являются второстепенными, по крайней мере по сравнению с такими сложностями, как сохранение нулевой границы в течение целого десятилетия. Тем не менее они являются дополнительным аргументом в пользу того, что постепенное выведение из обращения бумажных денег представляет собой весьма деликатную задачу, на реализацию которой потребуется долгое время.

Наверное, у читателей голова идет кругом от самой идеи, что в стране должны существовать две валюты, причем между ними должен существовать обменный курс, и что такое положение дел может создать определенные проблемы. Однако не стоит переоценивать подобные юридические или концептуальные сложности. Ведь в тот или иной период после Второй мировой войны в большинстве развитых стран существовали и более сложные финансовые системы. В течение 1950-х годов, а в некоторых случаях даже и в 1960-х годах, в большинстве европейских стран были введены сложные системы множественного обменного курса. И ничего — население смогло это пережить. На самом деле в США во время Гражданской войны и последовавшего за ней периода восстановления имели хождение две валюты и между ними существовал обменный курс. Бумажные доллары могли исполь-

зоваться практически в любой ситуации. Однако таможенные сборы, которые в то время являлись главным источником федеральных доходов, должны были выплачиваться в золоте. Одна из причин введения этой системы состояла в том, что было необходимо поддерживать постоянный приток твердой валюты с целью снижения процентных ставок по облигациям. В то же время бумажные доллары подверглись высокой инфляции, поскольку государство требовало погашения долгов в золоте²³.

Если преодоление политических препятствий сулит обернуться высокой прибылью, то в принципе внедрить в жизнь подход Эйслера можно достаточно быстро. Однако для еврозоны, объединяющей страны с различными законодательствами, подобное мероприятие может оказаться на порядок сложнее, чем, например, для США, Японии, Канады или Великобритании.

В заключение этой главы мне хотелось бы сказать, что преодолеть нулевую границу, не отказываясь от бумажных денег, представляется реальным и вполне рабочим вариантом. Точно так же различные страны могут постепенно избавляться от наличных денег, не прибегая к установлению отрицательных процентных ставок. Подход Эйслера — Бьютера — Кимбалла заслуживает серьезного внимания. Его нужно воспринимать как реальный вариант, который как минимум может быть использован при переходе к обществу с меньшим количеством наличных денег в обращении.

Стоит также отметить, что совершенно очевидно системное сходство между предложениями Эйслера — Бьютера — Кимбалла и двухвалютной моделью хана Хубилая (см. главу 2), при которой должен был уплачиваться налог с последующей конвертацией бумажных денег в серебро в «бан-

23. За этот пример я приношу свою благодарность Максиму Харрису.

ке» (монгольском «казначействе»). Читатель, наверное, помнит, что Великий Хан (термин Марко Поло) ввел в обращение бумажные деньги, которыми пользовались его приближенные. Одна бумажная купюра соответствовала одной унции серебра, то есть единице расчета и средству обмена, который использовался при транзакциях между высокопоставленными придворными. Однако в случае, когда какой-нибудь купец собирался поменять бумажные деньги на серебро (банковские деньги того времени), то ему приходилось отдавать две бумажные банкноты, обеспеченные серебром, за одну унцию чистого серебра. Гордон Туллок, специалист по монетарной истории, называет такую практику совершенно уникальной²⁴. В наше время идею, согласно которой центральный банк должен взимать плату за конвертацию бумажных денег в безналичные средства, принято называть идеей хана Хубилая — Эйслера — Бьютера — Кимбалла.

И наконец, последнее замечание. Если количество бумажных денег в обращении будет сокращено лишь частично (например, если сохранять купюры достоинством в 5 или 10 долларов, согласно плану, изложенному в главе 7), то для отрицательных процентных ставок будет сохраняться некий низкий порог. Это будет значительно более низкий порог, чем для ситуации с крупными купюрами, поскольку в этом случае издержки на транспортировку, пересчет и хранение будут существенно выше. При этом эффективная более низкая граница должна быть действительно достаточно низкой, но вместе с тем не создавать серьезных проблем. Однако если проблемы возникнут, то имеется несколько возможных путей их решения, включая идею хана Хубилая — Эйслера — Бьютера — Кимбалла (если бумажные деньги к этому времени уже отойдут на второй план, то данное предложение

24. (Tullock 1957, p. 401).

будет даже легче внедрить в жизнь), или, как отмечалось выше, можно будет ограничить размер наличных транзакций (это еще в большей степени будет способствовать уменьшению ликвидности бумажных денег). Целиком эта проблема может быть решена с помощью предложения, изложенного в главе 7, согласно которому, в долгосрочной перспективе в обращении останутся только монеты крупного достоинства.

Другие потенциальные минусы политики отрицательных процентных ставок

ЕСТЕСТВЕННО, политика отрицательных процентных ставок все еще находится на стадии эксперимента, и, хотя теоретически она может сотворить чудо, никому не известно, какие проблемы возникнут на практике, особенно если процентные ставки опустятся до достаточно низких отрицательных значений. Даже если бы удалось решить проблему избыточного количества бумажных денег либо с помощью постепенного уменьшения количества наличности в обращении, либо используя какой-то из хитроумных механизмов, рассмотренных в главе 10, то все равно на повестке дня будет стоять вопрос о том, не появятся ли какие-либо иные проблемы, связанные, например, с налогообложением, законодательными препонами или вопросами финансовой стабильности¹.

Остается опасение, что по мере того как финансовые власти будут все глубже проникать на территорию отрицательных процентных ставок, начнут сильнее проявляться различные подводные камни. Это можно проиллюстрировать на примере следующей аналогии: представим человека, стоящего на берегу моря, у края воды. Пока он делает первые медленные шаги, заходя в воду, он ощущает под ногами песчаное дно и сопротивление воды

1. В работе Макандрюза (McAndrews 2015) перечислены некоторые проблемы, которые могут возникнуть при существовании отрицательных процентных ставок.

еще совсем незначительно. Но стоит ему шагнуть поглубже, как сопротивление воды станет более ощутимым и двигаться будет все труднее и труднее. Вместо песка под ногами начнут встречаться острые камни, ракушки, медузы, а, поскольку вода будет уже не такой прозрачной, разглядеть их будет практически невозможно. Если продолжить эту аналогию, то подводное океаническое течение может даже унести нашего бесстрашного купальщика в открытое море или он может стать добычей акулы, охотящейся в мелких водах. Так и в случае с введением политики отрицательных процентных ставок: предположим, что ряду центральных банков удастся одной ногой успешно ступить на территорию отрицательных процентных ставок, однако, если они захотят прочно там обосноваться, ситуация может стать более сложной и рискованной.

Аналогия с купальщиком на пляже может показаться несколько устрашающей, но мораль ее, по сути, такова: очень полезно научиться плавать, то есть приспособиться к жизни, в которой процентные ставки время от времени становятся отрицательными. В этой главе рассматривается ряд вопросов, вызывающих опасения по этому поводу, и делается вывод, что все потенциальные проблемы вряд ли представляют собой большие сложности. Большинство из них легко может быть решено при условии достаточно длительного переходного периода.

ФИНАНСОВАЯ СТАБИЛЬНОСТЬ И ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

В течение последних двадцати лет одним из главных спорных вопросов в области монетарной теории являлся вопрос о том, должен ли центральный банк, вводя политику отрицательных процентных ставок, сосредоточивать свое внимание исключи-

тельно на стабилизации производственного выпуска и инфляции и в какой степени эта политика должна учитывать вопросы общей финансовой стабильности. Многие экономисты, занимающиеся проблемами финансов, утверждают, что под воздействием ряда психологических факторов, а также в связи с несовершенством рыночной системы длительные периоды сверхмягкой монетарной политики (обусловленные либо сверхнизкими процентными ставками, либо политикой количественного смягчения, либо их сочетанием) неизбежно приводят к гипотетическому избытку денег, который может вызывать системные диспропорции. Скорее всего, те, кого волнует политика количественного смягчения и продолжительные периоды процентных ставок, находящихся на уровне, близком к нулю, будут испытывать еще большее беспокойство по поводу отрицательных процентных ставок, имеющих существенные отрицательные значения.

Этот спор имеет долгую историю и корнями уходит в 1990-е годы, то есть к тому периоду, когда председателем Федеральной резервной системы был еще Алан Гринспен. Классическая точка зрения была сформулирована в докладе, представленном Беном Бернанке (сменившим Алана Гринспена на посту председателя ФРС) и Марком Гертлером на знаменитой конференции в Джексон-Хоуле (1999). Их идея состояла в том, что монетарные власти должны учитывать риски финансовой стабильности только в той степени, в которой эти риски могут повлиять на прогнозы основных таргетируемых переменных, таких как инфляция и производственный выпуск². Они аргументировали это следующим образом: монетарные власти прогнозируют цены активов ничуть

2. См.: (Bernanke and Gertler 1999), а также обсуждение этой проблемы Рудигером Дорнбушем и общую дискуссию, представленные в этой же книге. См. также: (Bernanke and Gertler 2001; Mishkin 2007; Svensson 2010).

не лучше, чем это делает рынок, и, следовательно, у них нет никаких дополнительных возможностей с точностью предсказать, приведет ли длительный рост цен на жилье или на акции к формированию «пузыря». Более того, не вполне понятно, в какой степени высокие цены на активы влияют на реальную экономику. Единственное, что может сделать центральный банк, — это постараться сохранить стабильную инфляцию и, в случае если экономика рухнет, попытаться нормализовать ситуацию. Альтернативная точка зрения, предложенная Уильямом Уайтом и другими экономистами Банка международных расчетов (БМР), состоит в том, что появление раздуваемых с помощью кредитования пузырей вполне можно спрогнозировать. Поэтому, если монетарные власти видят резкое повышение цен активов, которое сопровождается резким увеличением частных долгов, то эта ситуация должна вызывать у них серьезное беспокойство.

Необходимо отметить, что если теоретически более мягкая монетарная политика обязательно предполагает принятие более высокого совокупного риска, то на практике это далеко не так однозначно. Политика центрального банка по снижению процентных ставок может вызвать большой спрос на рискованные кредиты, но также может привести к более низкому предложению со стороны кредиторов и поэтому общее влияние на размер совокупного левериджа может оказаться как положительным, так и отрицательным³.

3. Хотя большинству людей кажется естественным, что монетарная политика более низких процентных ставок может привести к более высоким системным финансовым рискам, в теории все выглядит не так однозначно. Об этом свидетельствует строго теоретическая модель, разработанная Э. Фахри и И. Вернингом (Fahri and Werning 2016). В двух словах, они полагают, что, хотя в процессе понижения процентных ставок усиливается аппетит к рискованным кредитам, предложение кредитов может сократиться, поэто-

В классической теории при предоставлении бизнесу максимальной самостоятельности (если проводится более мягкая монетарная политика) открытым остается вопрос о том, что можно сделать, чтобы управлять рисками возникновения системных финансовых кризисов. Бен Бернанке настойчиво утверждает, что самым адекватным средством борьбы с наращиванием долгов является так называемое макропруденциальное регулирование. Так, например, при выдаче кредитов на строительство жилья можно установить ограничения на отношение суммы кредита к цене приобретаемой недвижимости⁴. Однако легче сказать, чем сделать. Спустя много лет после длительного периода экономического процветания на власти продолжает оказываться сильное политическое и экономическое давление — от них требуется смягчать регулирование тех рынков, которые, как кажется, так успешно развиваются. И все же, как мы с Рейнхартом отмечали в нашей работе (2009), посвященной анализу финансовых кризисов в течение 800 лет, самые большие риски наблюдаются именно тогда, когда приближается конец длительных периодов экономического бума⁵.

Кроме того, не так легко создать хорошую систему финансового регулирования. Неизбежно будут наблюдаться какие-то промахи и существенные упущения, особенно в связи с тем, что частный сектор будет постоянно искать в этой системе слабые звенья.

му совершенно не очевидно, что в результате количество рискованных кредитов увеличится. Таким образом, традиционная точка зрения, согласно которой более мягкая монетарная политика приводит к созданию спекулятивных пузырей, вряд ли может объяснить внутренние факторы, которые способствуют одновременному изменению как уровня процентных ставок, так и размеров рискованных кредитов.

4. См. интервью Бернанке в: (Rolnick 2004).

5. (Reinhart and Rogoff 2009; Рейнхарт и Рогофф 2011).

Пожалуй, красноречивее всего обосновал полезность политики процентных ставок для борьбы с долговым пузырем цен на активы бывший глава центрального банка Джереми Стайн. Он сказал, что, в отличие от макропруденциальной политики, политика процентных ставок позволяет «заделать трещины» в финансовой системе. Если воспользоваться идеей Бернанке — Гринспена, то на это можно ответить следующим образом: при реальном буме цен на активы, от незначительных изменений процентных ставок пузырь не лопнет. Можно возразить, что они совсем недооценивают возможность того, что если из пузыря выпустить немного пара, то это поможет нормализовать положение дел.

Так, Бернанке и Гринспен на примере Великобритании проиллюстрировали тот факт, что незначительные изменения процентных ставок не были эффективными. Перед началом 2008 года Банк Англии в профилактических целях незначительно повысил процентные ставки, чтобы немного остудить пузырь недвижимости, включая в основном жилые дома, но также и часть коммерческой недвижимости, например появившиеся во время строительного бума торговые центры. Бернанке и Гринспен совершенно правы, говоря, что такое незначительное изменение процентных ставок не спасло Великобританию от финансового кризиса. Однако, возможно, оно помогло уменьшить затраты, вызванные кризисом, хотя это сложно проверить. Сравнение между странами проводить также нелегко. В Великобритании финансовый сектор занимает большую долю валового выпуска, чем в США (в 2008 году эти показатели составляли 10% и 8% соответственно)⁶. Великобритания также намного больше пострадала от долгового кризиса еврозоны, чем США, которых это коснулось

6. Филиппон в работе (Philippon 2015) подчеркивает сложности, возникающие при измерении вклада финансовой отрасли в ВВП.

лишь опосредованно, вследствие связей с еврозоной в финансовой сфере и торговле. Но, в отличие от США, пузырь жилищного строительства в Великобритании так и не лопнул, хотя там вводились ограничения на использование земельных участков, особенно вокруг Лондона, и это создает сегодня хроническую нехватку жилья. Таким образом, нельзя с уверенностью утверждать, что незначительные докризисные колебания процентных ставок совсем не эффективны. В этом случае весьма сложно разграничить причину и следствие.

Любому, кто следил за дебатами, развернувшимися вокруг политики количественного смягчения (которая в конечном итоге является слабым заменителем политики отрицательных процентных ставок), будет понятна параллельная аргументация. Основная проблема состоит в том, что в результате политики количественного смягчения резко повышается средний уровень цен активов и если проводить такую политику энергично и слишком долго, то не исключена возможность появления системных рисков. Я склонен считать, что риски, связанные с количественным смягчением для большинства стран вполне оправданны, однако на самом деле многие экономисты не понимают, по каким каналам работает количественное смягчение. Об этой проблеме я подробнее говорил в главе 8.

Я думаю, что риски, связанные с периодами введения отрицательных процентных ставок, мало чем будут отличаться от рисков, вызванных обычной политикой монетарного смягчения. Я не вижу никаких причин, по которым угрозу финансовой стабильности в большей степени может создать понижение процентных ставок, скажем, с -1% до -2% , чем их понижение с 2% до 1% , особенно если предпринять меры по предотвращению потенциальных проблем. Уже проведенные эксперименты в Швеции, Дании, Швейцарии и еврозоне и в меньшей степени в Японии убедительно свидетельствуют о том, что

финансовой стабильности ничто особо не угрожает. Однако эти эксперименты во многом усложняются, вследствие того, что в обращении продолжают находиться крупные купюры, а также вследствие некоторых других препон.

Конечно, ситуация будет улучшаться в зависимости от того, как будет происходить усиление финансового регулирования, причем не столь важно, будут ли установлены отрицательные процентные ставки или нет. Даже несмотря на то, что после финансового кризиса 2008 года были предприняты значительные усилия по финансовому регулированию, положение дел требует значительного улучшения. Пожалуй, самой убедительной выглядит идея о том, чтобы обязать банки поддерживать гораздо больший уровень капитализации, однако это предложение не решает вопроса о нулевой границе процентных ставок.

Не будем забывать также и о том, что само установление отрицательных процентных ставок на достаточно низком уровне предлагается для того, чтобы мощным рывком вытянуть экономику из дефляционной рецессии. Если установление отрицательных процентных ставок «любой ценой» приведет к намного более короткому периоду сверхмягкой монетарной политики, то тогда последствия финансовой стабильности могут оказаться гораздо менее выраженными, чем, скажем, если в экономике 7 или 8 лет сохраняются процентные ставки на уровне, близком к нулю. Об этом свидетельствует опыт многих стран⁷. В некоторой степени аргумент финансовой стабильности может иметь и свою обо-

7. И все же если в результате длительной стагнации равновесные реальные процентные ставки центрального банка будут оставаться на уровне ниже $-2,0\%$ в течение долгого времени и при этом номинальные ставки будут ниже нуля, то потребуются существенная адаптация. Однако на сегодняшний день это не является главным долгосрочным сценарием для центральных банков.

ротную сторону: если бы центральные банки смогли быстро выйти из дефляции (длительной низкой инфляции) с помощью такого механизма, как отрицательные процентные ставки, то они смогли бы вернуть экономику в нормальное состояние гораздо быстрее и при этом снизить риски финансовой нестабильности, а не увеличивать их.

ТЕХНИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ, СВЯЗАННЫЕ С ОТРИЦАТЕЛЬНЫМИ ПРОЦЕНТНЫМИ СТАВКАМИ

Помимо опасений за финансовую стабильность, большинство возражений против установления отрицательных процентных ставок связаны с техническими сложностями, а также споявлением потенциальных «лазеек». Некоторые вопросы мы уже рассмотрели в главе 10, включая затраты на замену устаревших компьютеров, не приспособленных для работы при установлении отрицательных процентных ставок. Существует также и ряд других проблем.

Так, например, в США самостоятельно занятые лица должны выплачивать налоги ежеквартально. При отрицательных процентных ставках у них мог бы возникнуть соблазн сделать бóльшие платежи за один квартал, а затем претендовать на получение компенсации, исходя из нулевых процентных ставок. В принципе, такое возможно, однако этот аргумент против отрицательных процентных ставок, по-видимому, является лишь отвлекающим маневром и с подобной ситуацией не составит труда справиться.

Только с большой натяжкой можно представить себе, что какой-нибудь миллиардер решится на следующую арбитражную сделку — получить кредит в 100 миллионов долларов под отрицательную процентную ставку (возможно, несколько более высокую, чем ставка, по которой платит государство), выплатить налоги исходя их суммы в 100 миллионов

долларов, а затем подать заявление на компенсацию, прибегнув тем самым к своего рода «керри-трейд». Конечно, такое могло бы произойти, но только в самой маловероятной ситуации, при которой отрицательные ставки в течение долгих лет оставались бы на уровне -4% . Однако и в этом случае государство сможет внести необходимые коррективы и заручиться подобную практику на корню. В существующем налоговом законодательстве уже сегодня оговаривается процентная ставка за переплату, которая высчитывается на основе ставок по краткосрочным кредитам, и, в принципе, почему бы Казначейству не разрешить, чтобы эти краткосрочные ставки могли принимать отрицательные значения⁸. Не будем забывать, что целью политики отрицательных процентных ставок является, в первую очередь, стабилизация макроэкономики, а не увеличение доходов государства. Естественно, и сегодня бизнесмены, которые претендуют на получение очень крупных налоговых возмещений, подвергают себя высокому риску аудиторской проверки. Уже одна мысль об аудите отвратила бы любого среднестатистического миллиардера от подобных попыток. Помимо этого, Налоговое управление США очень бдительно проверяет сроки подачи заявлений на выплату налоговых возмещений. Эти деньги вряд ли можно считать полностью ликвидным активом. Проблему преждевременной выплаты налогов можно решать различными способами и она не представляет собой серьезного препятствия.

В главе 10 мы обсуждали логистические сложности, которые отрицательные процентные ставки могут создать для эмитентов облигаций, и то, как эти проблемы можно преодолеть. Отметим также в свя-

8. См.: Chris Kimball and Miles Kimball, «However Low Interest Rates Might Go, the IRS Will Never Act Like a Bank», *Quartz blog*, April 15, 2015, <http://qz.com/383737/however-low-interest-rates-might-go-the-irs-will-never-act-like-a-bank/>.

зи с этим, что ключевым элементом финансовой системы стал рынок процентных свопов. Именно он позволяет компаниям без особых проблем хеджировать риски по процентным ставкам. Для установления отрицательных процентных ставок может потребоваться реструктуризация некоторых институциональных и законодательных механизмов, действующих на этих рынках. Однако, повторю еще раз, первый опыт в европейских странах свидетельствует о том, что и эти проблемы не так сложны, как может показаться на первый взгляд.

У некоторых специалистов вызывает беспокойство еще один вопрос: при существовании отрицательных процентных ставок может создать проблемы распространенная практика, согласно которой получатель чека имеет право решать, когда именно он его обналичит. Иначе говоря, если мне кто-то выписывает чек, я могу подождать с его обналичиванием до тех пор, пока мне не потребуются деньги, а это заставит человека, выписавшего чек, выплатить за этот период отрицательные проценты. Но и эта проблема не столь сложна. Во-первых, ее легко решить с помощью электронных платежей. Во-вторых (и этот способ представляется даже более эффективным), данную проблему можно преодолеть таким простым путем, как сделать на чеке надпись «действителен лишь в течение 30 дней». Для людей войдет в обычную практику указывать на чеке его временное ограничение, и многие компании уже делают это. Еще одна проблема подобного рода состоит в том, что многие контрагенты соглашались на предварительную оплату своих долговых обязательств, однако при отрицательных процентных ставках можно изменить эту систему взаиморасчетов. Так, например, можно ввести штраф за предварительное погашение долга, как это уже происходит при выплате некоторых видов ипотек. С точки зрения законодательства это не является серьезным препятствием. Такие же аргументы можно привести

практически по поводу любого другого механизма частных накоплений. Например, банкам не составит большого труда ввести ежемесячную плату за оказываемые услуги, или какой-то иной механизм, чтобы обеспечить отрицательные эффективные процентные ставки по предоплаченным картам.

Окажут ли отрицательные процентные ставки негативное влияние на деятельность финансовых посредников? Как мы уже отмечали в главе 10, если банки не в состоянии установить отрицательные процентные ставки для своих вкладчиков, то они могли бы ввести дополнительную плату за предоставление кредитов. Таким образом, переход процентных ставок в область отрицательных значений не влиял бы на реальную экономику. Поскольку переход к отрицательным процентным ставкам, по всей вероятности, не является проблематичным для крупных клиентов банка, а для более мелких клиентов центральный банк может установить определенные льготы, например для физических лиц, то со временем проблемы переходного периода вполне можно будет преодолеть. Естественно, было бы очень полезным, чтобы специалисты в области законодательства и финансов самым внимательным образом изучили все аспекты отрицательных процентных ставок. Это помогло бы совершить переход максимально безболезненно.

И, наконец, когда размышляешь обо всех этих сложностях и проблемах, очень важно не забывать о том, что частично сама идея проведения краткосрочной политики отрицательных процентных ставок нацелена на то, чтобы поднять уровень существующей и будущей инфляции и тем самым увеличить долгосрочные ставки и направить вверх кривую производственного выпуска. Даже если бы краткосрочные ставки оставались отрицательными в течение одного года, или даже двух лет, то не стоит думать, что долгосрочные номинальные ставки станут отрицательными, если центральный банк на-

мерен создавать инфляцию. Разумеется, трудно угадать, насколько агрессивную политику потребуется проводить центральному банку для того, чтобы устранить дефляционные ожидания. Когда используется такой новый механизм, как отрицательные процентные ставки, не исключено, что появится необходимость в чем-то «переборщить», однако, имея в своих руках столь мощный инструмент, центральный банк без труда сможет быстро реагировать на изменения ожиданий.

Отрицательные процентные ставки: потеря доверия и шаг назад от систем, основанных на строгих правилах

К ЭТОМУ моменту читатели уже, наверное, начали задавать себе вопрос: «Действительно ли мы хотим, чтобы государство получило право облагать налогом наличные деньги?». Конечно, может быть, отрицательные ставки и были бы полезны в периоды дефляции и глубокой рецессии, но сможем ли мы поверить в то, что жадное до прибыли правительство не злоупотребит своими полномочиями и в спокойное время? Не боимся ли мы, что государство будет устанавливать отрицательные процентные ставки всякий раз, когда у него появится потребность в большем объеме денег или когда ему нечем будет гасить свои огромные долги? Можно, конечно, играть словами и гадать, следует ли относиться к отрицательным процентным ставкам как к налогу или как к побочному продукту политики стабилизации макроэкономики. В любом случае многие люди, скорее всего, отнесутся к введению отрицательных процентных ставок как к потере доверия граждан к государству, которому они сами предоставили монополию на денежные средства.

Тот, кто думает, что политика отрицательных процентных ставок порочна, а политика инфляции всего лишь плоха, питает иллюзии, которые экономисты называют денежными. В принципе, нет разумного обоснования тому, что владельцев денег больше устраивает ситуация с инфляцией в 2% и нулевыми процентными ставками, чем ситуация с ну-

левой инфляцией и процентными ставками в размере -2% . И в том и в другом случае реальный процент, получаемый от имеющихся денег, составит -2% . (Для простоты изложения я сознательно не учитываю здесь, какими в этих ситуациях были бы налоговые последствия.) Доходность в -2% может показаться не слишком привлекательной, однако по сравнению с периодом высокой инфляции, наблюдавшейся в 1970-е годы, когда доходность от владения наличными деньгами достигала двузначных отрицательных величин, доходность и в -2% будет выглядеть замечательным показателем.

Я хочу успокоить тех, кто опасается, что «денежные иллюзии» вызовут крупномасштабный популистский протест против отрицательных процентных ставок и что такая политика усилит социальное неравенство: нет никаких причин, по которым банки должны переложить отрицательные процентные ставки на мелких вкладчиков. Как обсуждалось ранее, государство может предоставить льготы на средние ежедневные остатки на счетах в сумме, скажем, до 1000 долларов или 2000 долларов и разрешить частным лицам открывать только один счет. В свою очередь, центральный банк мог бы предоставить банкам необходимые субсидии. Не следует забывать, что цель политики отрицательных процентных ставок состоит в стимулировании экономики, находящейся в сложном положении, а не в извлечении прибыли.

Если кого-то беспокоит, что государство, имея такой механизм, как отрицательные процентные ставки, с легкостью может запустить инфляцию, то, возможно, краткое обсуждение современной истории денежной системы позволит их успокоить. Дело в том, что если центральный банк хочет обесценить ваши деньги, то он уже обладает всеми необходимыми для этого средствами и может сделать это очень быстро. Даже в условиях экономики с нулевыми процентными ставками если государство любой

ценой собирается вызвать инфляцию, то оно легко может довести ее до желаемого уровня. Для этого нужно только включить печатный станок и покрыть сколь угодно большой государственный дефицит. Правда, здесь нужно сделать одно уточнение: в ситуации с нулевыми процентными ставками может не сработать даже активный выпуск денег для покрытия дефицита, особенно если население выражает сильное беспокойство по поводу увеличения налогов в будущем, которое будет вызвано наличием государственного долга. Здесь будет полезным вспомнить обсуждение ситуации с «матрешкой», приведенное в главе 8¹.

Современные молодые люди, живущие в развитых странах, не знают, что такое сильная инфляция, однако для того, чтобы найти хорошие примеры высокой инфляции, даже не придется штудировать книги по истории. Еще в 1970-х годах инфляция, выражаемая в двузначных цифрах, была настоящим бедствием для стран с развитыми экономиками. В 1980 году инфляция в США достигла 13%, а в 1974 году в Японии — 23%². Даже еще

-
1. Если верить равенству Рикардо (Вагго 1974), то население не слишком реагирует на перенесение в будущее долговых обязательств, поскольку полагает, что будущие налоги все равно полностью погасят полученную от этого выгоду. В этом случае дефицит бюджета, связанный с массовым снятием денег с банковских счетов не оказывает никакого влияния на нулевую границу, поскольку при нулевых процентных ставках владение наличными деньгами ничем не отличается от владения облигациями. Как отмечалось в главе 8, хотя это и экстремальный случай, но он должен удерживать некоторых ретивых экономистов от еще более экстравагантных утверждений по поводу того, каких потенциальных стимулирующих эффектов они ожидают от дефицита бюджета.
 2. Reinhart and Rogoff (2009), *This Time Is Different* data set (<http://scholar.harvard.edu/rogooff/time-different%E2%80%9494data-files>). В работе Рейнхарт и Рогоффа (Reinhart and Rogoff 2009; Рейнхарт и Рогофф 2011) отмечается, что при рассмотрении более длительного исторического периода

в 1992 году в 44 странах инфляция составляла выше 40%³.

А инфляция в 40% — это ничто, по сравнению с гиперинфляцией в 2000% в год, или даже выше. В табл. 12.1 приводятся данные о том, как современная гиперинфляция влияла на стоимость валют в развивающихся странах в период с 1970 по 2001 год. Список возглавляют Конго и Бразилия. В Конго в течение этого периода наблюдались три вспышки гиперинфляции (или почти гиперинфляции), а в Бразилии — две. В Конго, например, уровень инфляции составил почти 10 квадрильонов (10 тысяч триллионов) процентов (рассчитано по снижению обменного курса относительно доллара).

Примером самой известной гиперинфляции может служить гиперинфляция в Германии после Первой мировой войны, уровень которой в 1923 году составил 22 миллиарда процентов. Рассказывали, что в день выплаты зарплаты дети приходили на предприятия, где работали их отцы, забирали деньги, а затем на велосипедах мчались в город, чтобы успеть их потратить, пока они не обесценились. В XXI веке все рекорды побилло Зимбабве, где в 2008 году годовой уровень инфляции превысил 24000%, а на пике достигал даже еще более высоких значений⁴. (В то время у меня училась студентка из Зимбабве. Она рассказывала, что представить себе не может, каким образом правительству удавалось подсчитывать официальный уровень цен, когда полки в магазинах были пустыми.) Конечно, и сегодня существуют страны, уровень инфляции в которых очень высок. Международный валютный фонд уже прогнозиру-

можно наблюдать, что большинство экономически развитых стран переживали вспышки если не гиперинфляции, то уж по крайней мере исключительно высокой инфляции.

3. См.: (Rogoff 2004).

4. Reinhart and Rogoff (2009), *This Time Is Different* data set (<http://scholar.harvard.edu/rogoff/time-different%E2%80%94files>).

ТАБЛИЦА 12.1. Совокупные изменения стоимости валют относительно доллара США, январь 1970 года — декабрь 2001 года

Страна	Изменения, %
Демократическая республика Конго	9 924 011 976 047 800
Бразилия	124 316 767 667 574
Аргентина	2 855 714 286 430
Турция	7 500 585
Мексика	77 249
Индонезия	2 798

Источник: Reinhart and Rogoff (2002, table A1)

ет инфляцию в более чем 1000% в Венесуэле, испытывающей сложности государственного управления, однако и этот прогноз может оказаться излишне оптимистичным.

Все эти ужасы произошли в ситуации без отрицательных процентных ставок. После того как государство, стремящееся к финансированию с помощью инфляции, включит печатный станок, его уже ничем не остановишь.

Рывки инфляции, вызванные работой печатного станка, нельзя недооценивать. У большинства людей имя короля Генриха VIII ассоциируется с тем, что он убивал своих жен, однако историкам-монетаристам он также известен благодаря тому, как он поступил с монетами своей страны. В период между 1541 и 1547 годами он повелел сократить содержание серебра в монете достоинством в 1 пенс на 67%. В то время такое обесценение серебряной монеты произвело огромное впечатление, но имело самые пагубные последствия⁵. Трудно себе представить, что сделал бы Генрих VIII, если бы тогда существовали

5. (Reinhart and Rogoff 2009, ch. 11, fig. 2 data; Рейнхарт и Рогофф 2011, гл. 11, рис. 2).

бумажные деньги, и он бы знал, какую выгоду можно от них получить.

В современных экономиках государство может испытать соблазн взвинтить инфляцию с целью обесценения собственных долгов, а не для получения инфляционного налога с наличных денежных средств. Общий объем наличных денег в развитых странах составляет от 5% до 10% от ВВП, однако совокупный общегосударственный долг гораздо больше. В еврозоне он составляет 70% от ВВП, а в странах большой семерки — 83%⁶. Не приведет ли установление отрицательных процентных ставок к тому, что правительства этих стран захотят попытаться довести инфляцию до такого уровня, который позволит им частично обесценить свои долги? Не исключено. Однако развитым странам не так просто, как может показаться, обесценить значительную долю своего долга с помощью инфляции. Основная проблема состоит в том, что на взвинчивание инфляции потребуется много времени, поскольку рынки труда и товаров приспособляются к новым условиям гораздо медленнее, чем финансовые рынки. Вследствие этого разрыва гораздо сложнее прибегнуть к умеренным переменам в монетарной политике для того, чтобы обесценить государственный долг. Ведь правительство не может просто включить печатный станок, и с хирургической точностью обесценить свои долги с помощью инфляции. Если появится ощущение, что государство собирается резко отпустить инфляцию, то инвесторы сразу же начнут требовать премий⁷, задолго до того, как инфляция нарастит обороты. Иначе говоря, медленное приспособление товарных рынков к новым условиям работает

6. (International Monetary Fund 2015, p. 28). Большая семерка — это неформальное объединение высокоразвитых стран.

7. Имеется в виду, что инвесторы согласятся покупать государственные облигации только с существенной дополнительной премией по ставке. — *Прим. пер.*

на руку монетарной политике, нацеленной на краткосрочное стимулирование экономики. Причина этого состоит в том, что для того, чтобы цены пришли в соответствие с заработными платами, нужно время. Однако это играет против государства, которое может пытаться использовать инфляцию для того, чтобы снизить уровень своих огромных долгов, особенно в том случае, если большая доля государственного долга имеет краткосрочный характер, что требует его частой пролонгации уже по новым процентным ставкам. До тех пор пока государство вынуждено платить по долгам по рыночным ставкам, выбора у него будет немного, только если большая доля выпущенных государственных облигаций не являются долгосрочными. В этом случае государство может позволить себе такую роскошь, как поднимать инфляцию медленными темпами и вместе с тем эффективно осуществлять обесценение (в реальном выражении) значительной доли своего долга.

В целом такая же аргументация применима и к ситуации, когда государство пытается использовать инфляционную политику для того, чтобы снизить стоимость частного долга. Это вовсе не отрицает тот факт, что монетарное смягчение件 полезно для должников и件 вредно для кредиторов. Однако ощутимый эффект может возникнуть лишь в случае самоубийственного внезапного и резкого витка инфляции, в результате которого финансовая система будет разрушена. На такие меры вполне могут пойти развивающиеся страны, имеющие относительно маленькие финансовые системы и испытывающие огромные финансовые трудности (как видно из табл. 12.1). Однако современные развитые страны этого позволить себе не могут, хотя многие из них и имеют опыт исключительно высоких темпов инфляции непосредственно после окончания Второй мировой войны⁸.

8. Миссаль и Бланшар (Missale and Blanchard 1994) делают попытку количественно оценить сложности использования

Существует один способ, с помощью которого правительства экономически развитых стран могут без особых рисков прибегнуть к частичному обесценению своих долгов. Это так называемые финансовые репрессии. Под финансовыми репрессиями я понимаю здесь ситуацию, когда государство буквально взваливает свои долги на плечи частного сектора и не выплачивает по этим долгам рыночные процентные ставки. При низких темпах инфляции такая тактика требует определенного времени, однако если инфляция достигнет уровня 8% и государство заставит банки, страховые компании и пенсионные фонды получать по крупной доле нерыночного государственного долга только 2%, то тогда «финансовая репрессия» может реально очень быстро снизить стоимость государственного долга. Если вы полагаете, что такого никогда не делалось, то вспомните уроки истории: сочетание контроля над процентными ставками с инфляцией сыграло огромную роль в уменьшении соотношения между долгом и доходом в экономиках развитых стран после Второй мировой войны⁹. Согласно широко распространенной точке зрения развитым странам удалось избавиться от долгов главным образом благодаря высокому промышленному росту. Однако здесь не учитывается тот факт, что в результате «финансовой репрессии» владельцам государственных облигаций пришлось выплатить огромную сумму неявных налогов.

В существующей литературе не рассматривается тот случай, когда у государства имеется возможность установить отрицательные процентные ставки, по-

инфляции для сокращения реальной стоимости долга в современных развитых странах. Они утверждают, что переход к более краткосрочным финансовым инструментам может уменьшить инфляцию.

9. (Reinhart and Sbrancia 2015). Теме финансовой репрессии также уделяется внимание в работе: (Reinhart and Rogoff 2009, Рейнхарт и Рогофф 2011).

этому не вполне понятно, может ли такая дополнительная возможность каким-то образом изменить ситуацию. На первый взгляд может показаться, что ответ должен быть отрицательным. Ведь такие меры, как печатание денег (что увеличивает их количество) и понижение процентных ставок с использованием административных рычагов (что понижает спрос на наличность), в равной степени создадут их избыточное предложение и в конечном счете приведут к более высокому уровню цен. (Если существует ригидность краткосрочных номинальных цен, то также существует и краткосрочный эффект производственного выпуска и занятости.) Оба этих подхода негативно влияют на реальную стоимость государственных облигаций. Однако эта внешняя схожесть данных мероприятий, возможно, нуждается в более глубоком анализе, который в данной работе мы не имеем возможности сделать. Очевидно, что при отрицательных процентных ставках государство практически мгновенно может произвести обесценение денег, однако размер долга по государственным облигациям гораздо больше, чем размер наличности. Именно это и составляет главную проблему.

Больше всего опасений вызывает следующий вопрос: не захочет ли государство, после того, как будут установлены отрицательные процентные ставки, прибегнуть к более жесткой финансовой репрессии? При классической финансовой репрессии государство устанавливает положительные процентные ставки, затем запускает инфляцию и вынуждает связанных по рукам и ногам владельцев наличных денег принять весьма низкие реальные отрицательные процентные ставки. Если бы появилась возможность установить отрицательные номинальные процентные ставки, то с помощью финансовой репрессии государство смогло бы получать крупный доход, не прибегая к инфляции. Конечно, соблазн использовать финансовую репрессию мог бы вызвать серьезные проблемы для государства, не имеющего

достаточных доходов, и даже, в принципе, создать значительные диспропорции в экономике. Действительно, современные экономически развитые страны научились удерживать равновесие между необходимым финансовым регулированием и финансовой репрессией, дисбалансирующей экономику. Кажется маловероятным, чтобы отрицательные процентные ставки нанесли серьезный удар по этому равновесию. Тем не менее за этим вопросом необходимо тщательно следить. Хорошей защитной мерой в этом случае было бы обязать центральный банк использовать политику отрицательных процентных ставок эффективно и при этом таким образом, чтобы была возможность достаточно быстро вернуть экономику к положительным процентным ставкам.

Итак, современные центральные банки научились эффективно управлять инфляционными ожиданиями с помощью ряда различных инноваций, имеющих отношение к вопросам независимости, прозрачности, таргетирования и коммуникации. Ведь в конечном счете при любом современном монетарном режиме население должно верить в заявленные намерения центральных банков. Если центральный банк объявляет, что собирается поднять уровень инфляции до 2%, то население должно быть уверено, что для достижения этой цели он будет действовать компетентно и ответственно. С этой точки зрения возможность получения процентов (по отрицательным или положительным ставкам) за наличные деньги следует воспринимать как некоторое улучшение в механизмах, имеющихся в руках центрального банка. Однако это улучшение не должно оказывать фундаментального влияния на политическую экономию, на основе которой центральный банк выстраивает свою политику.

Нельзя забывать о том, что некоторые люди считают политику отрицательных процентных ставок аморальной. Объяснять им, что они — жертвы «денежных иллюзий» бесполезно — их все равно не пе-

реубедить. Кроме того, многие очень негативно относятся к инфляции. Но если отказаться от нулевого ограничения процентных ставок, то отрицательные процентные ставки могут, в принципе, позволить экономике успешно развиваться при гораздо более низком среднем уровне инфляции. Что касается обесценения государственного долга, то современные государства уже владеют мощными инструментами для частичного обесценения своего долга путем проведения политики финансовой репрессии. Отрицательные процентные ставки действительно могут расширить возможности государства. Очень важно тщательно следить за тем, чтобы не происходило никаких перегибов, но отрицательные процентные ставки — это малая цена за то, чтобы позволить государству в период глубокой рецессии вырваться из бремени нулевых процентных ставок и восстановить полную эффективность денежной системы при нормальной рецессии. Тем не менее многих людей не перестает волновать вопрос о том, не приведут ли отрицательные процентные ставки к нестабильности в экономике. Этот вопрос мы более подробно рассмотрим в следующем параграфе данной главы.

РАЗРУШАТ ЛИ ОТРИЦАТЕЛЬНЫЕ ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ ДЕНЕЖНЫЕ СИСТЕМЫ, ОСНОВАННЫЕ НА ПРАВИЛАХ

До этого момента мы обсуждали проблемы, непосредственно связанные с политикой отрицательных процентных ставок. Мы выясняли, может ли установление отрицательных процентных ставок подорвать доверие населения к монетарным властям, а также предвещают ли отрицательные ставки новую эру сверхвысокой инфляции. Теперь обратимся к вопросу о том, не создадут ли отрицательные процентные ставки дополнительные сложности для монетарных властей в процессе сохранения стабильно-

сти эффективной монетарной системы, основанной на правилах. Даже и без отрицательных ставок в период финансового кризиса усиливаются дебаты по поводу свободы действий центрального банка и установления строгих правил. Наибольшие разногласия вызывает следующий вопрос: насколько гибкими должны быть действия центрального банка для того, чтобы справиться с непредсказуемыми ситуациями, которые не подпадают под установленные правила. В некотором отношении соотношение гибкости и строгое следование правилам в монетарной политике — это вопрос, далеко выходящий за рамки данной книги, однако он настолько актуален, особенно в контексте обсуждения отрицательных процентных ставок, что ему стоит уделить достаточное внимание.

Начиная с 2001 года и особенно в период после финансового кризиса 2008 года ведущие исследователи в области монетарной политики, такие как Джон Тейлор и Аллан Мельтцер, высказывали серьезные замечания в адрес центральных банков. Их критика была направлена на то, что, по их мнению, центральные банки, удерживая процентные ставки на слишком низком уровне в течение длительного времени, очень далеко отошли от системы, основанной на правилах. В действительности дебаты на тему о том, следует ли доверять центральным банкам, если они осуществляют слишком свободную монетарную политику, имеют долгую историю. Великий экономист-монетарист Милтон Фридман был убежден, что между такими факторами, как денежная масса, инфляция и экономический рост существуют стабильные долговременные взаимосвязи. Этот факт он отмечал в своей серьезной работе, написанной в соавторстве с Анной Шварц «Монетарная история США»¹⁰. В результате этого исследования Фридман пришел к выводу, что лучший способ

10. (Friedman and Schwartz 1963; Фридман и Шварц 2007).

обеспечить стабильность экономического роста и инфляции — это просто увеличивать объем денежной массы, постепенно, но предсказуемым образом.

Фридман прекрасно понимал, что монетарная политика может быть мощным рычагом стабилизации экономики, но он утверждал, что центральные банки проявили такую некомпетентность и такой азарт при проведении политики инфляционного финансирования, что было бы гораздо лучше, если бы они забыли все, что знали о концепции активной кейнсианской монетарной политики. Тогда жизнь стала бы намного легче. Более того, по мнению Фридмана, лучший способ обеспечить пассивную монетарную политику состоит в том, чтобы внести изменения в конституцию, которые раз и навсегда закрепят размер темпа роста денежной массы. В 1960-е годы Фридман активно продвигал идею о правиле постоянного денежного роста¹¹. В 1970-е и 1980-е годы у него появилось много авторитетных сторонников, в том числе лауреат Нобелевской премии Роберт Лукас. Лукас разработал теоретическую модель, в которой он продемонстрировал, что, при определенных допущениях, активная монетарная политика приводила к появлению случайной информации, в результате чего потребителям было намного сложнее ориентироваться в относительных ценах на различные товары в условиях системной инфляции.

В конце 1970-х — в начале 1980-х годов идеи Фридмана оказали самое глубокое влияние на монетарную политику. Его точка зрения, согласно которой претворенная в жизнь активная монетарная политика,

11. (Friedman 1965, 1968, p. 193). Справедливости ради следует отметить, что Фридман, формулируя свое предложение, уделяет внимание самым тонким нюансам. Он также подчеркивает: «Я не рассматриваю это предложение как „последнее слово“ монетарного менеджмента; как правило, которое нужно выбить на камне и хранить для будущих поколений, как святыню». (Friedman 1968, ch. 6, pp. 193–94).

как правило, наносит больше вреда, чем приносит пользы, была целиком и полностью подтверждена неумелыми действиями центральных банков, которым в 1970-е годы не удалось справиться с ситуацией, создавшейся после отказа от Бреттон-Вудской системы фиксированных обменных курсов и одновременного резкого повышения мировых цен. В эпицентре этой проблемы находились США, которые, как предполагалось, должны были превратить американский доллар в фундамент международной финансовой системы. Вместо того чтобы поддерживать стабильность предложения денежных средств и уровня инфляции Федеральная резервная система в период подготовки к президентским выборам 1972 года резко увеличила объем денежной массы. Частично это было сделано для того, чтобы стимулировать промышленный рост и помочь действующему президенту Ричарду Никсону быть переизбранным на новый срок. Как было зафиксировано в исследовании Аллана Мельтцера, посвященном истории Федеральной резервной системы, если ознакомиться с записями, связанными со Уотергейтским скандалом, можно услышать, как Никсон жестко требует от председателя ФРС Артура Бернса обеспечить денежные вливания в экономику¹². Никсон выиграл на выборах с внушительным перевесом, однако после этого начался резкий виток инфляции. Бернса сменил Уильям Миллер, которому за свое непродолжительное пребывание на этом посту (с марта 1978 года до августа 1979 года) удалось еще больше ухудшить ситуацию. Он совершил фундаментальную ошибку, сосредоточившись только на краткосрочном стимулировании экономики и не обращая внимания на контроль над долгосрочными ожиданиями. И только в 1979 году, когда в августе должность председателя Федеральной резервной системы занял Пол Волкер, начался процесс стабилизации инфляции, а затем, после периода мучительной рецес-

12. (Meltzer 2010); см. также: (Abrams 2006).

сии, экономика приспособилась к более низким темпам инфляции.

В то время все полагали, что Волкер просто внедрил в жизнь принципы монетарной политики Фридмана. Ведь в конечном счете он использовал целевые показатели денежной массы, чтобы оправдать жесткую политику процентных ставок, необходимую для уменьшения темпов инфляции. Для политики монетаризма, опять же, это было важной вехой. Но любопытно, что приблизительно в то же время начала исчезать строгая зависимость между размером денежной массы и инфляцией, на существовании которой так настаивал Фридман. Возникшая проблема стала очевидной. О ней писал профессор Принстонского университета Стив Голдфельд в статье «Проблема потерянных денег»¹³. Благодаря сочетанию новых технологий (развитие системы кредитных карт), финансовой либерализации (особенно отмене ограничений на размер процентных ставок, которые могли выплачивать банки) и дерегулированию, которое создало новые финансовые структуры, такие как фонды денежного рынка, взаимосвязь между «деньгами» (в понимании Фридмана) и инфляцией начала стремительно разрушаться. В течение некоторого времени Федеральная резервная система старалась найти взаимосвязь между деньгами и ценами с помощью нового, более широкого определения понятия денежной массы, включая в него средства фондов денежного рынка, а также деньги на текущих и сберегательных счетах. Это делалось с целью найти такой измеритель денежной массы, который позволил бы сохранить надежную и устойчивую взаимосвязь с уровнем цен. Но все эти усилия по большому счету ни к чему не привели.

Как оказалось, время от времени денежная масса (по Фридману) росла гораздо медленнее, чем инфляция, поскольку по мере того, как экономика при-

13. (Goldfeld 1976).

способливалась к новым технологиям, уже просто не было необходимости для такого количества наличных денег (или средств, использующих любые иные более старые платежные технологии, например текущие счета) для того, чтобы достичь такого же уровня цен. Важным фактором также была и высокая инфляция. По иронии судьбы, используя фридмановское правило фиксированного запаса денежной массы, вполне можно было бы достичь именно того уровня инфляции, против которого он выступал. Если бы в конституцию были внесены поправки, учитывающие предложение Фридмана по поводу фиксированного роста денежной массы, то мировая экономика могла бы столкнуться с исключительно неустойчивыми темпами инфляции.

Вместо этого произошло следующее: центральные банки изменили свою тактику и начали уделять гораздо больше внимания долговременным ожиданиям. Это стало возможным главным образом благодаря тому, что были предприняты системные попытки предоставить центральным банкам бóльшую независимость. Этому немало способствовали академические исследования, которые смогли объяснить, что если центральные банки в состоянии противостоять краткосрочному политическому давлению и не уменьшать размер краткосрочных процентных ставок, то тем самым они обеспечивают понижение долгосрочных процентных ставок. Сегодня многие центральные банки разных стран пользуются достаточной самостоятельностью, но 30 лет назад это было далеко не так. В начале 1980-х годов среди крупнейших центральных банков достаточной независимостью обладали лишь Бундесбанк и Федеральная резервная система.

Когда я работал в Федеральной резервной системе, то мог лично наблюдать за переменами, которые произошли после того, как Пол Волкер сменил на посту председателя Уильяма Миллера. Я видел, насколько успешной оказалась деятельность

неподкупного Волкера после провальной политики Миллера, который легко шел на компромиссы. Это сильно повлияло на мой интерес к исследованиям. В начале 1980-х годов благодаря своему практическому опыту я осознал, что необходимо теоретически обосновать, почему общество должно предоставить центральным банкам независимость, а центральные банки, в свою очередь, должны выбирать такие целевые показатели, которые могли бы способствовать стабилизации долгосрочных инфляционных ожиданий, а не просто обеспечивать краткосрочный производственный рост. Начиная с конца 1980-х годов множество различных стран начали давать своим центральным банкам все больше самостоятельности, а банки в большей степени стали уделять внимание стабилизации инфляции.

Не секрет, что многие страны, например Бразилия, Россия, Вьетнам и Турция по сей день настойчиво пытаются достичь низкой и стабильной инфляции. Но даже в этих странах проблемы с инфляцией меркнут по сравнению с исключительно высоким уровнем инфляции, который им пришлось пережить на так давно, еще в 1990-е годы.

Однако и сегодня найдутся экономисты, которые, в традиции Фридмана, продолжают доказывать, что было бы лучше обойтись без активной монетарной политики и обязать центральные банки заниматься исключительно стабилизацией цен. В своем бестселлере «Конец ФРС» (2009), оказавшем весьма серьезное влияние на политику, конгрессмен от Техаса Рон Пол утверждал, что в результате финансового кризиса стало очевидным, что центральный банк США попирает нормы демократии и действует в угоду элиты Уолл-стрита. Проводя политику количественного смягчения, Федеральная резервная система резко увеличила объем денежной массы (однако выше мы уже выяснили, что при нулевой границе процентных ставок такое понимание проблемы в корне неверно), и тем самым обрекла США

на гиперинфляцию. Пол настаивает на упразднении ФРС и на возврате к той или иной форме золотого стандарта. Эта книга имела большой резонанс и в результате на Федеральную резервную систему посыпался град обвинений. Кульминацией этого скандала стали откровенные выпады губернатора Техаса Рика Перри против председателя ФРС Бена Бернанке в 2012 году во время первого этапа президентских выборов. В одном из своих выступлений Перри заявил: «Печатать деньги в политических целях в этот конкретный момент американской истории почти равносильно предательству»¹⁴.

ВОЛШЕБНИК СТРАНЫ ОЗ И МОНЕТАРНАЯ ПОЛИТИКА

В истории США известны и другие случаи, когда дебаты по поводу монетарной системы находили отражение в политике президентов. В июле 1832 года президент Эндрю Джексон нанес смертельный удар по Второму банку¹⁵ Соединенных Штатов, наложив вето на законопроект о продлении его лицензии, и заявил, что «богатые и могущественные искажают правительственные акты в своих эгоистичных целях»¹⁶. С того времени в США отсутствовала структура, даже отдаленно напоминающая центральный банк, вплоть до 1913 года, когда указом конгресса была создана Федеральная резервная система. Движение за неограниченную чеканку серебряных монет (Free Silver movement), поддержанное кандидатом от популистской партии Уильямом Дженнингсом

14. Jeff Zeleny and Jackie Calmes. «Perry Links Federal Reserve Policies and Treason», *New York Times*, August 16, 2011.

15. Второй банк существовал с 1816 по 1833 год. — *Прим. пер.*

16. Andrew Jackson, Washington, DC, July 10, 1832. Source: Yale Law School Avalon Project (online repository in law, history, and diplomacy).

Брайаном на съезде демократов в 1896 году, также появилось под воздействием идей об увеличении количества денежной массы. Тогда особое беспокойство вызывал тот факт, что золотовалютный запас страны перестал соответствовать набирающему обороты промышленному росту США, который привел к появлению дефляционной спирали. Приверженцы движения за неограниченную чеканку серебряных монет стремились к тому, чтобы деньги были обеспечены серебром в пропорции 16 к 1 относительно золота. Это позволило бы поднять уровень инфляции и помогло бы фермерам, имевшим огромные долги и изнывавшим под бременем ипотечных платежей, размеры которых оставались фиксированными, даже несмотря на то, что цены на их сельскохозяйственную продукцию снизились.

Ведутся любопытные дебаты вокруг того, не была ли замечательная сказка для детей «Волшебник страны Оз» задумана ее автором, Франком Баумом, как аллегория ситуации с золотым стандартом. По мотивам этой известной книги в 1939 году был поставлен вошедший в классику одноименный фильм с Джуди Гарланд в главной роли. Идея о том, что эту книгу можно рассматривать как аллегорию, впервые была предложена в 1964 году учителем средней школы Генри Литтлфильдом, а позднее была подхвачена и другими авторами. Наиболее известной стала статья экономиста Хью Рокоффа, опубликованная в 1990 году в *Journal of Political Economy*. Соответствует ли эта аллегория действительности или нет, но она часто используется как наглядный пример для иллюстрации экономических монетарных понятий. Литтлфильд усмотрел удивительные параллели между героями книги и руководителями популистского движения 1890-х годов. Страшила представляет фермеров, Железный Дровосек олицетворяет промышленных рабочих, Смелый Лев — это Уильям Дженнингс Брайан. В Изумрудном городе персонажи смотрят на мир через очки с зелеными

стеклами (зеленый цвет американских долларов), а на дороге, вымощенной желтым кирпичом¹⁷, героев подстерегают опасности. Еще одна важная деталь: в оригинале у Дороти были серебряные башмачки, а не рубиновые, как в фильме. В конце книги Дороти узнает, что для того, чтобы целой и невредимой вернуться домой к родителям, все, что ей нужно сделать, — это щелкнуть башмачками. Это намек на то, что задачи, за которые выступало движение за неограниченную чеканку серебряных монет, решаются тоже очень просто.

Независимо от того, что хотел сказать автор книги Франк Баум, дефляция, несомненно, время от времени происходила и в период существования золотого стандарта и в этом проявились некоторые недостатки любой валюты, обеспеченной товарами. Естественно, сама идея, что золотой стандарт создал удивительную стабильность — не больше чем иллюзия. Более того, это совершенно неверное понимание того, что на самом деле представлял собой золотой стандарт. В течение всего периода существования золотого стандарта время от времени наступал сильный спад производства, причем рецессия 1893 года была в некотором отношении почти такой же глубокой, как и в период Великой депрессии 1930-х годов. В это время наблюдались массовые снятия денег с банковских счетов, а также затяжные периоды дефляции. Ничто не мешало правительствам разных стран отменить золотой стандарт, когда они отчаянно нуждались в денежных средствах для финансирования Первой мировой войны. Как только люди осознали, что золотому стандарту совершенно не обязательно существовать вечно, оказалось, что он достаточно хрупок. Вряд ли стоит надеяться, что от современного золотого стандарта толку будет больше.

17. Очевидно, что дорога из желтого кирпича символизирует золото. — *Прим. пер.*

Все попытки создать альтернативную, монетарную систему, основанную на правилах, оказались иллюзорными, хотя некоторый прогресс и был достигнут. В действительности центральный банк практически любой страны может сегодня заявить, что он, в той или иной степени, занимается таргетированием инфляции. Однако такая формулировка выглядит слишком расплывчатой и интерпретировать ее можно по-разному. Таким образом, на практике термин «таргетирование инфляции» можно использовать только в узком смысле. Некоторые центральные банки очень неохотно меняют целевые показатели инфляции (в принципе, согласно уставу Европейского центрального банка, в его задачи входит следить только за самой инфляцией). Другие центральные банки, такие как, например, Федеральная резервная система США, проводят весьма гибкую политику в отношении инфляционных показателей. Это означает, что инфляция представляет собой фактор, который учитывается такими центральными банками в их политике процентных ставок. Это, однако, не означает, что они пренебрегают иными макроэкономическими переменными, в частности промышленным выпуском и занятостью.

Среди современных монетарных правил, учитывающих множественные факторы, лучше всего, пожалуй, известно правило Тейлора, которое будет обсуждаться в приложении, в соответствующем разделе. Согласно этому правилу центральный банк должен устанавливать свои процентные ставки в зависимости от отклонения промышленного выпуска от уровня, соответствующего полной занятости, и отклонения инфляции от таргетируемого уровня. Правило Тейлора имеет множество достоинств и, конечно, является существенным усовершенствованием золотого стандарта или правила Фридмана. Однако даже исходное правило Тейлора недостаточно надежно, чтобы закрепить его в качестве строгого руководства для центральных банков. Разумеется,

после финансового кризиса 2008 года центральные банки сохраняли процентные ставки на нулевом уровне гораздо дольше, чем предполагает буквальная интерпретация правила Тейлора. Однако инфляция все равно оставалась низкой. Простые правила порой эффективно срабатывают в течение длительного времени, но нужен механизм, к которому можно прибегнуть в крайнем случае, особенно при катастрофических событиях, противоречащих историческим традициям, таким как финансовый кризис 2008 года.

Итак, мы сделали длинное отступление и обсудили, в качестве альтернативы существующему монетарному регулированию, подходы, основанные на правилах. Об этом мы говорили столь подробно для того, чтобы ответить на возражения тех, кто не верит, что центральный банк сможет защитить их деньги от инфляции. Эти люди, скорее всего, разделяют точку зрения Фридмана — Лукаса, согласно которой активная монетарная политика принесет больше вреда, чем пользы. Почти наверняка они с недоверием отнеслись бы к идее о том, чтобы предоставить центральным банкам полномочия на проведение политики отрицательных процентных ставок, особенно если поставлена задача увеличить возможности банков по осуществлению антициклической политики.

В 1985 году в одной из своих статей (стимулом для написания которой стал наблюдаемый мною контраст между деятельностью Миллера и Волкера) я поднимал вопрос о том, что в идеальной монетарной системе должен сохраняться баланс между гибкостью и выполнением обязательств. Действительно, этот фактор представляется наиболее важным для деятельности центрального банка. Опыт 1980-х годов наглядно показал, что может произойти, когда банк не берет на себя слишком строгих обязательств по сохранению инфляции на низком уровне в долгосрочной перспективе. Точно так же и ситуация после

недавнего финансового кризиса является прекрасной иллюстрацией того, как может ухудшиться положение дел, если банк с уверенностью берет на себя такие обязательства. Конечно, с тех пор было написано много работ, в которых утверждалось, что в идеальном мире всегда можно создать систему, в которой дела пойдут как по маслу и не нужно будет искать никаких компромиссов. И, к сожалению, в течение 1990-х и начале 2000-х годов многие центральные банки решили, что они в состоянии изобрести идеальное правило, не связанное ни с какими компромиссами.

Однако нелегко сформулировать правило, которое всегда будет выполняться. Так же непросто создать такой институциональный набор правил, который постфактум всегда выглядел бы оптимальным. Следовательно, несмотря на то что в любой ситуации может присутствовать человеческий фактор, в идеале, наверное, нужно стремиться к такой системе, которая смогла бы создать необходимое равновесие между гибкостью центральных банков и выполнением ими своих обязательств. Мне кажется, современный центральный банк имеет проблемы потому, что придавал слишком большое значение ригидности в ущерб гибкости. Банкиры центрального банка чересчур быстро уверовали, что таргетирование инфляции и исполнение простых правил, по сути, исключают необходимость искать компромиссные решения. Опыт последних восьми лет убедительно показал, насколько неправильной является такая точка зрения. Политика отрицательных ставок могла смягчить проблему гибкости хотя бы тем, что сняла бы вопрос о нулевой границе, но важно не забывать, что в будущем нас могут ожидать непредвиденные сюрпризы¹⁸.

18. Это не означает, что кто-то сразу же пожелает проводить политику отрицательных процентных ставок в развивающихся странах, имеющих низкие доходы, да и особой необхо-

Конечно, многое можно сделать, чтобы улучшить общую ситуацию, однако современная система независимых центральных банков, управляемых банкирами-технократами, до сих пор работает лучше, чем какая-либо иная система, и уж конечно на порядок лучше, чем система золотого стандарта. Если учесть, что современные центральные банки отличаются широкой компетенцией и независимостью, то введение некоторых элементов политики отрицательных процентных ставок не должно вызывать серьезных проблем. А если рассматривать отрицательные процентные ставки как способ удержания риска инфляции на минимальном уровне, то полезнее всего было бы укреплять, а не подрывать, независимость центральных банков. В контексте сегодняшнего дня установление отрицательных процентных ставок следует считать исключительно техническим мероприятием, а не поводом подвергать сомнению принципы независимости центрального банка.

ВЫВОДЫ ПО ЧАСТИ II

Отрицательные процентные ставки представляют собой исключительно сложный вопрос, рикошетом затрагивающий многие проблемы монетарной политики в целом. Даже первые эксперименты ряда европейских стран и Японии с отрицательными процентными ставками вызвали жаркие дебаты. В части II этой книги мы рассмотрели вопрос о том, каким образом можно упростить использование отрица-

димости в этом нет. Нулевые процентные ставки нецелесообразны в тех странах, где население не верит в нежелание своего финансового руководства увеличивать инфляцию и где рынки требуют весьма высоких премий за риск, даже в процессе приспособления к высоким инфляционным ожиданиям.

тельных процентных ставок. Мы исследовали несколько альтернативных способов по смягчению ситуации с нулевой границей, включая те, с помощью которых можно было бы проложить дорогу политике неограниченных отрицательных процентных ставок без постепенного изъятия из обращения бумажных денег. Мы также проанализировали возражения, которые сводятся к тому, что политика отрицательных процентных ставок может создать нестабильность цен, финансовую нестабильность и отход от монетарной политики, основанной на правилах.

Суммируя, можно сказать, что, хотя существует множество проблем и разногласий, надлежащим образом разработанная политика отрицательных процентных ставок представляется вполне реалистичной. Если центральные банки имели бы возможность устанавливать неограниченные отрицательные процентные ставки, то они смогли бы гораздо эффективнее, чем сегодня, выводить экономику из дефляционной спирали и противодействовать сокращению кредитования, вызванному системным финансовым кризисом. Временное понижение процентных ставок до отрицательных величин могло бы повысить совокупный спрос и стимулировать банки к выдаче в кредиты излишних денежных средств. Для того чтобы это дало результат, необходимо расчистить дорогу политике отрицательных процентных ставок. В первую очередь, это означает уничтожение (или значительное уменьшение) стимулов для накопления большого объема наличных денежных средств в период существования отрицательных процентных ставок. В настоящее время существование именно этих стимулов ставит под вопрос эффективность монетарной политики. Это также означает подготовку почвы для отрицательных процентных ставок, предполагающую осуществление законодательных, налоговых и институциональных изменений. Повторю еще раз, что первые, самые робкие, попытки установления отрицатель-

ных процентных ставок нельзя считать убедительным доказательством того, что именно так и будут обстоять дела после проведения необходимой подготовительной работы. Важно понимать, что нужно будет решить еще много вопросов, в том числе найти способ борьбы с массовым снятием денег с банковских счетов.

Настоящий переход к финансовому миру, в котором отрицательные процентные ставки станут реальными, будет предполагать гораздо больше изменений, чем происходило при отказе от золотого стандарта в 1930-е годы, при отмене фиксированного обменного курса валют в 1970-е годы, а также при повсеместном появлении современных независимых центральных банков в 1980-х и 1990-х годах. Как и при всех вышеперечисленных преобразованиях, и здесь, естественно, будет существовать некоторая неопределенность по поводу переходного периода, но спустя некоторое время центральные банки и участники финансового рынка уже не смогут представить себе, как они обходились без отрицательных процентных ставок.

И, наконец, нужно понимать, что отрицательные процентные ставки не являются панацеей от любой экономической болезни. Они не могут заменить собой такие факторы, как система подготовки специалистов и инвестирование в инфраструктуру, проведение реформ, ориентированных на рыночное экономическое развитие и рациональную антициклическую фискальную политику. Однако они могут сделать монетарную политику, проводимую сегодня при нулевых процентных ставках, вновь эффективной, а также помочь снять разногласия при политических дебатах.

Часть III
*Международный контекст
и цифровая валюта*



Постепенное сокращение объема бумажных денег в мировом масштабе

В ЗАВЕРШАЮЩЕЙ и относительно короткой части этой книги мы обратимся к рассмотрению двух важных вопросов, которые до этого мы лишь вскользь упоминали. Это проблема постепенного сокращения объема бумажных денег в мировом масштабе, а также вопрос о том, к каким последствиям может привести использование цифровых валют. Обе эти проблемы представляются весьма значимыми и могут явиться предметом исследования многочисленных трудов. Как представляется, по крайней мере на поверхностном уровне, эти вопросы вызывают возражения по поводу выведения из обращения наличных денег. Однако при ближайшем рассмотрении ни одно из критических замечаний не представляет собой серьезной проблемы, которую нельзя было бы преодолеть или которая сводила бы на нет все предложения, выдвигаемые к данной книге.

Начнем с важного вопроса: необходима ли для сокращения объема бумажных денег международная координация? Если представители преступного мира из США не смогут более использовать 100-долларовые купюры, не начнут ли они проводить денежные операции в канадских долларах крупного номинала, или в иенах, или в евро? С этим вопросом связан и другой: наверное, было бы совершенно нелепо, если бы один регион (скажем, США, или еврозона) в одностороннем порядке отказался бы от своей доли потенциальной прибыли, передав бу-

мажные деньги в руки международному криминалитету? А возникающие рынки и развивающиеся страны? Стоит ли им задумываться о мире без бумажных денег? И кроме того, а что, если каким-то развитым странам удастся вырваться с уровня нулевых процентных ставок, а другие надолго там застрянут?

НЕ ПРИДЕТ ЛИ НА СМЕНУ НАЦИОНАЛЬНОЙ ВАЛЮТЕ ИНОСТРАННАЯ?

Позвольте мне сразу разъяснить свою точку зрения: я сильно сомневаюсь, что после выведения из обращения американских бумажных долларов иностранная валюта штурмом сможет взять американский теневой рынок. Главная проблема состоит в том, что не так легко было бы ввести зарубежные деньги в легальную внутреннюю экономику США, не говоря уже о том, что ввозить и вывозить из страны большие объемы наличности сложно и дорого.

Хорошей иллюстрацией является опыт Великобритании, поскольку, в некотором отношении, она уже столкнулась с данной проблемой — это страна, имеющая купюры относительно мелкого номинала, которая находится в окружении стран, печатающих мегакрупные купюры. Вспомним, что самые крупные купюры, активно выпускаемые Банком Англии, — это банкноты достоинством в 50 фунтов (приблизительно 75 долларов). И при этом от еврозоны, в которой имеются купюры крупного достоинства (500 евро, то есть приблизительно 570 долларов), Великобританию отделяет всего лишь пролив¹. И никакой брекзит изменить эту ситуацию не сможет.

Еще в 2010 году Агентство по борьбе с серьезной организованной преступностью Соединенного Коро-

1. Иногда купюры в 500 евро называют «бенладенками» (по имени Бена Ладена), поскольку большинство людей о них слышало, но очень мало кто их видел.

левства и Северной Ирландии (АСОП) отмечало наплыв купюр достоинством в 500 евро в теневую экономику Великобритании². Название этого агентства выглядит как название какой-то организации из фильмов о Джеймсе Бонде, но это агентство реально существовало в период с 2006 по 2013 год. Оно публиковало ежегодные отчеты, которые представляют собой достоверный справочник по отмыванию денег и обращению наличных денег в теневой экономике. Любому, кто хочет серьезно изучить эту проблему, было бы полезно с ними ознакомиться. Исследование АСОП, в котором учитывалась информация, полученная от множества других правоохранительных органов, обнаружило, что более 90% спроса в Великобритании на купюры достоинством в 500 евро поступало из преступного мира. Работая совместно с экспертами из финансовой области и некоторых других областей, АСОП сделало вывод, что «в Великобритании не наблюдалось подтвержденного легального использования купюр в 500 евро в поставляемых в страну объемах», а также что «легкий доступ к ним содействовал активизации криминальной деятельности, поскольку у преступников появлялась возможность эффективно перемещать крупные объемы наличности»³.

Благодаря Агентству по борьбе с серьезной организованной преступностью, осуществлявшему свою деятельность в координации с казначейством Великобритании, удалось убедить частные компании, закупающие оптовые партии валюты, перестать поставлять в Великобританию банкноты номиналом в 500 евро. В результате эти купюры стало сложнее получить, например, через банк. В Великобритании законом не запрещено владеть купюрами в 500 евро, однако тот, у кого имеется значительное количество таких купюр, гораздо сильнее рискует попасть под подозрение. Рано или поздно, но Соединенному Ко-

2. (Serious Organised Crime Agency 2011).

3. (Serious Organised Crime Agency 2011, p. 15).

ролевству придется предпринять аналогичные шаги относительно купюр достоинством в 100 евро и 200 евро, особенно теперь, когда Европейский центральный банк пришел к окончательному решению о постепенном изъятии из обращения купюр номиналом в 500 евро.

Любая страна, которая в одностороннем порядке начинает сокращение объема наличных денег, должна, как и Великобритания в ситуации с евровалютой крупного номинала, предусмотреть создание преград для перемещения зарубежной валюты в больших объемах в свою страну и из страны. Однако такие препятствия уже существуют, причем в огромном количестве, наряду с законами, противодействующими отмыванию денег. Любой человек, намеревающийся ввезти в США или вывезти из них наличные в сумме, превышающей 10 000 долларов, обязан об этом заявить. В Евросоюзе этот предел составляет 10000 евро. В большинстве других стран действует аналогичное законодательство. Для того чтобы положить на вклад или снять с вклада зарубежную валюту, требуется заполнить ряд бумаг, а банки обязаны сообщать о транзакциях крупного размера. Можно ожидать, что в будущем ограничивающие максимальные суммы будут только понижаться.

В мире, где обычные розничные торговцы не будут принимать евро и где бумажные доллары будут по большей части изъяты из обращения, отмывание бумажных евро станет непростой задачей. Разумеется, сегодня не существует законов, запрещающих какому-то американскому магазину или ресторану принимать оплату в евро. (Согласно статусу доллара, как легального платежного средства, расчет исключительно в долларах США требуется лишь при выплате долгов⁴.) Однако любая компания, которая

4. На сайте Казначейства США в разделе «Статус законного платежного средства» есть следующее разъяснение: «К вашему вопросу применим соответствующий пункт закона

еженедельно приходит в банк с толстой пачкой евро, с таким же успехом могла бы разместить на своих сувенирных канцелярских принадлежностях надпись «проводим операции по отмыванию денег». Это привлекло бы к ним огромное внимание. Естественно, не менее важно остановить деятельность казино по отмыванию оптовых партий наличных евро, но и это можно сделать без особых проблем.

Что произойдет, если крупные купюры евро осядут в теневой экономике, способствуя тем самым процветанию преступности и торговли, и так и не попадут в легальную экономику? Например, черный рынок может начать операции с купюрами евро крупного номинала в даркнете⁵. Это позволит эффективно использовать купюры в 100, 200 и 500 евро бес-

от 1965 года о выпуске монет, а именно Раздел 31 Свода законов США, озаглавленный „Законное платежное средство“, который гласит: „Монеты и бумажные купюры США (включая резервные банкноты Федеральной резервной системы, а также находящиеся в обращении банкноты банков Федеральной резервной системы и национальных банков) являются законным платежным средством для выплаты любых долгов, взимания с населения оплат, налогов и пошлин“». Этот статус означает, что все выше перечисленные деньги США, в той форме, как обозначено выше, являются имеющим силу законным средством, используемым при уплате долгов кредитору. Однако не существует никакого федерального закона, согласно которому частный бизнес, отдельное лицо или организация обязано принимать в качестве оплаты за товары и/или услуги исключительно бумажные деньги или монеты. Частному бизнесу предоставляется возможность решать по своему усмотрению, принимать или нет наличные деньги, если только в законодательстве штата не предусмотрено иное. Например, автобусная компания может ввести запрет на оплату проезда пенсами или долларowymi купюрами. Кроме того, кинотеатры, круглосуточные магазины и автозаправки могут отказаться принимать купюры крупного номинала (как правило, это купюры крупнее 20 долларов) на основе самостоятельно принятых правил.

5. Даркнет (англ. DarkNet) — частная сеть, соединения которой устанавливаются только между доверенными пирами, иногда именующимися как «друзья», с использованием нестандартных протоколов и портов. — *Прим. пер.*

численное количество раз, прежде чем их контрабандой переправят за пределы США. Я уже рассматривал этот важный момент в главе 5 и главе 7, но повторюсь еще раз, поскольку этот вопрос является фундаментальным. Любые купюры, которые могут использоваться только в теневой экономике, будут продаваться с огромным дисконтом, поскольку они окажутся дорогостоящими и их будет трудно использовать. Для лиц, уклоняющихся от уплаты налогов, равно как и для представителей преступного мира, высокие затраты на транзакции и отсутствие ликвидности было бы серьезным препятствием, сродни проблемам, которые возникают при продаже необработанных алмазов. Преступник, как и любой из нас, хочет иметь возможность тратить деньги как безналичным образом, так и наличными — в магазинах розничной торговли. И, наконец, еще одна немаловажная деталь. Если эти купюры действительно сохраняют высокую стоимость, то в итоге после того, как прекратятся усовершенствования, обеспечивающие подлинность купюр, неизбежно начнется их подделка.

ВЫГОДЫ, УПУЩЕННЫЕ В СВЯЗИ
С ПРЕДОСТАВЛЕНИЕМ ПРЕСТУПНОМУ МИРУ
ИХ ИЗЛЮБЛЕННОЙ ТРАНСАКЦИОННОЙ
ТЕХНОЛОГИИ

Теперь рассмотрим вопрос о том, какой доход получает США (или еврозона), давая в руки мировой теневой экономике повсеместно принятые способы анонимных транзакций. В главе 3 мы уже имели возможность ознакомиться с оценками объема долларов и евро, которые хранятся за границей. Безусловно, эти запасы достаточно значительны и их величина составляет приблизительно половину прибыли США, получаемую от продажи бумажных денег. Однако, как я уже отмечал, общий объем недополученной прибыли от сеньоража, по всей вероятности, может компен-

сироваться за счет косвенных доходов, получаемых в результате более высоких налоговых отчислений с теневой экономики, не говоря уже о том, что дополнительным преимуществом может стать сокращение уровня преступности. Если США приступят к постепенному сокращению объема находящихся в обращении бумажных денег (возможно, за исключением купюр мелкого достоинства и/или монет, о чем говорилось в главе 7), то доля евро, скорее всего, увеличится, хотя, скорее всего, и не пропорционально. Для таких стран, как Мексика, Колумбия и Аргентина, американские доллары, обращающиеся в теневой экономике, гораздо более ликвидны, чем «теневые» евро, хотя бы потому, что между этими странами и США происходит двусторонний обмен товарами и людьми. Конечно, при таких обстоятельствах в еврозоне неизбежно активизируется бизнес наркобаронов и торговцев людьми, которые ранее для своих операций использовали долларовые купюры. Соответственно, в новых условиях еврозона сможет хорошо заработать. Надеюсь, однако, что у еврозоны не будет мотивации для развития такого бизнеса, особенно теперь, когда лидеры европейских стран начинают осознавать, какую роль наличные деньги играют в финансировании нелегальной иммиграции и террористической деятельности, не говоря уже об облегчении доступа к налоговым лазейкам.

Конечно, в идеале то же самое должны сделать и остальные члены большой семерки и, рано или поздно, даже такие «безопасные убежища», сохраняющие купюры крупного номинала, как Швейцария, Сингапур и Гонконг. Одно из преимуществ, которые можно получить в результате скоординированных действий, состоит в том, что это облегчит политическое решение проблемы выведения из обращения бумажных денег. Это может также стать наиболее эффективным средством в борьбе с международной преступностью. Мировая преступность может, и наверняка будет, использовать альтернативные

валюты, например юани или рубли, правда, эти платежные средства являются на порядок менее ликвидными (вспомним принятые в Китае меры регулирования движения капитала) и вряд ли могут рассматриваться в качестве идеального заменителя главных мировых валют. Более того, самая крупная китайская купюра в 100 юаней соответствует лишь 16 долларам (правда, по некоторым источникам, в Китае собираются приступить к выпуску более крупных купюр)⁶.

Действительно, существует мнение, что крупные американские купюры являются мощным положительным фактором для таких стран, как, например, Россия, где с помощью наличных денег рядовые граждане могут защитить себя от контроля коррумпированных правительственных чиновников. Московских риелторов не удивляет, когда человек, приходя на оформление сделки по покупке квартиры, приносит с собой портфель, набитый 100-долларовыми купюрами. К сожалению, на каждый случай использования наличных долларов или евро с целью упрощения трансакции, которую любой американец сочтет оправданной, приходится десяток иных случаев, которые с моральной точки зрения, оправдать никак нельзя — например, трафик молоденьких русских или украинских девушек во Францию или в страны Среднего Востока. В странах, находящихся ближе к США, в Колумбии или Мексике, наркобароны по-

6. Самая крупная купюра в России — это 5000 рублей, что приблизительно соответствует 77 долларам (правда, эта цифра может меняться вследствие волатильности обменного курса, что типично для России). Бывший глава банка *Standard Charter Bank*, Питер Сандс (Sands 2015), настаивал на создании координационной группы стран двадцатки, которая начнет работу по изъятию из обращения купюр крупного номинала. Группа двадцати включает представителей различных государств и глав центральных банков из 20 крупнейших стран. Совещания этой группы проводятся на уровне министров и глав правительств. На сегодняшний день это самый важный орган, занимающийся решением глобальных экономических проблем.

лучают американские доллары в результате торговых операций на территории США. Эти доллары они затем используют для покупки оружия и для подкупа политических деятелей, полиции и таможенников. В целом же, даже если учесть, что в некоторых случаях использование долларов помогает поддерживать экономическую деятельность (я имею в виду, например, некоторые страны Латинской Америки, где жители не доверяют местным валютам)⁷, аргумент в пользу того, чтобы сохранять бумажные деньги в контексте международной политики, выглядит весьма сомнительным.

Пока мы обсуждали лишь американский доллар. Что можно сказать о валютах других стран? В каждой стране существуют свои законодательные и культурные традиции, но в целом вопрос о постепенном сокращении объема бумажных денег стоит для них даже острее, чем для США.

Для Японии вопрос о потере сеньоража от использования наличных денег различными международными преступными организациями не столь актуален, поскольку иены редко покидают пределы Японии. Вообще-то Японию можно считать главным кандидатом на то, чтобы раньше других стран приступить к сокращению объема наличности, учитывая ее многолетнюю борьбу со сверхнизкой инфляцией и низкую достоверность долгосрочных показателей инфляции, принятых Банком Японии. Что бы ни произошло в течение нескольких последующих лет, сегодня у Японии имеются высокие шансы столкнуться с повторением дефляции, которую она регулярно переживала в течение последних двух десятилетий. Как отмечалось в главе 7, некото-

7. По оценкам Колачелли и Блэкберн (Colacelli and Blackburn 2009), тот факт, что Аргентина могла продолжать использовать доллары в течение первых нескольких лет после произошедшего в 2002 году дефолта, возможно, способствовал увеличению ВВП этой страны на 0,6%.

рые менее крупные страны с развитой экономикой, такие как Швеция и Дания, уже предприняли важные шаги по резкому сокращению использования наличных денег в своих экономиках.

В Великобритании беспокойство вызывают несколько иные вопросы. Здесь наблюдается достаточно свободное движение евро, как в страну, так и из страны, несмотря на введенное ограничение, согласно которому любой гражданин, приехавший в Великобританию с суммой более чем 10000 евро, должен сообщить об этом в таможенной декларации. Жители Европы легко могут въехать в Великобританию или выехать из нее. Безусловно, какой бы режим ни был введен в будущем, эта ситуация сохранится. По некоторым оценкам, в Лондоне проживает от 300000 до 400000 французских граждан. Это дало возможность мэру Лондона Борису Джонсону заявить в 2013 году, что он является мэром шестого по величине французского города⁸. Естественно, для Великобритании будет гораздо легче, чем для любой другой страны, сократить количество бумажных денег (которые вскоре планируется заменить на пластиковые), в координации с Европой. Однако различные меры контроля, уже введенные Казначейством и Агентством по борьбе с серьезной организованной преступностью, легко можно было бы перенести и на иностранные купюры крупного номинала.

РАЗВИВАЮЩИЕСЯ РЫНКИ

Если бы развитые страны приступили к постепенному уменьшению объема своих национальных валют, существующих в бумажной форме, особенно купюр крупного номинала, которые широко используются в преступном мире и в целях коррупции, то в выигрыше от этого оказалось бы большинство разви-

8. (Johnson 2013).

вающихся стран. Для многих из них еще слишком рано задумываться о сокращении объема собственных наличных денег. Во-первых, большинство развивающихся рынков пока еще даже не приблизилось к нулевой границе процентных ставок. Многие из них отчаянно борются за то, чтобы удержать показатели инфляции на уровне ниже 10%. Большинству этих стран приходится выплачивать по своим облигациям премии за риск. Таким образом, установление отрицательных процентных ставок для того, чтобы обеспечить гладкое функционирование монетарных систем, для них пока не актуально. Кроме того, хотя некоторые развивающиеся страны лидируют в использовании мобильного банкинга, их финансовые инфраструктуры в целом гораздо менее развиты, и большой процент населения все еще не имеет доступа к банковским услугам (например, около 50% жителей Колумбии). Поэтому обеспечение населения бесплатными универсальными банковскими дебетовыми картами сопряжено для этих стран с гораздо большими сложностями, чем, например, для США или Германии. В частности, в Китае большая доля населения продолжает проживать в относительно бедных сельскохозяйственных районах. Поэтому, даже если крупные прибрежные города смогли бы обойтись без наличных, для большей части Китая это было бы совершенно невозможным. Еще более сложной выглядит эта проблема для Индии: темпы производства здесь растут, но Индия все еще существенно отстает от Китая по уровню экономического развития.

Есть еще один, наиболее важный момент: в случае с формирующимися рынками и развивающимися странами пока совсем не очевидно, что меры по уменьшению размеров «неформальной» экономики путем сокращения использования наличных денег в совокупности дадут положительный эффект. В неформальном рынке занятости широко используется труд малообразованных непрофессиональных рабочих, которые не могут получить работу в офи-

циальном секторе экономики. Им также трудно попасть в законопослушные фирмы, которые вынуждены нести расходы, связанные со взаимодействием со слабыми государственными институтами.

Таким образом, многие развивающиеся рынки сталкиваются с серьезными проблемами коррупции, и именно слабость государственных институтов задерживает их развитие⁹. Примером может служить недавний скандал, разразившийся в Бразилии вокруг коррупции в нефтяной и строительной областях промышленности. Сообщалось, что общий размер взяток и откатов превысил 3 миллиарда американских долларов, и эта цифра продолжает расти. Обвинения в коррупции коснулись здесь лиц самого высокого уровня¹⁰. Конечно, коррупция такого размаха осуществляется в самых различных формах, а не только в денежных взятках, однако во многих сообщениях продолжают фигурировать именно деньги. Даже если развивающимся рынкам еще слишком рано задумываться о постепенном уменьшении оборота бумажных денег, все-таки можно попытаться избавиться хотя бы от купюр крупного номинала. В настоящее время, учитывая очень низкий обменный курс бразильского реала к доллару, самая крупная купюра (100 реалов) стоит всего лишь 30 долларов, но еще несколько лет назад эта сумма равнялась почти 60 долларам.

ТРЕБУЕТСЯ ЛИ МЕЖДУНАРОДНАЯ КООРДИНАЦИЯ ДЛЯ УСТАНОВЛЕНИЯ ОТРИЦАТЕЛЬНЫХ ПРОЦЕНТНЫХ СТАВОК?

До сих пор в этой главе мы рассматривали проблемы международного масштаба, возникающие при постепенном сокращении объема наличных денег. Теперь

9. (La Porta and Shleifer 2014).

10. David Segal, «Petrobras Scandal Leaves Brazilians Lamenting a Lost Dream», *New York Times*, August 7, 2015.

задумаемся: какими могут быть последствия от установления отрицательных процентных ставок? Этот вопрос нужно конкретизировать: предположим, что Федеральная резервная система первой из главных мировых центральных банков полностью преодолет нулевую границу процентных ставок. При этом центральные банки других развитых стран, по причине сохранения бумажных денег, будут иметь возможность лишь одной ногой ступить на территорию отрицательных процентных ставок. В нормальной ситуации с положительными процентными ставками координация международной монетарной политики развитых стран имеет, по всей вероятности, относительно малое значение. Конечно, нельзя отрицать, что если время от времени наблюдаются некоторые побочные эффекты, то они носят явно второстепенный характер¹¹. До тех пор пока странам удастся сохранять порядок в своей монетарной системе, механизм будет работать более или менее успешно. (По этому поводу можно сделать ряд оговорок, в частности следующее: не исключено, что в какой-то крупной стране будут наблюдаться серьезные перекосы в экономике, которые можно будет смягчить только с помощью активной монетарной политики. Однако здесь нет необходимости углубляться в эти детали¹².)

Тем не менее в исследованиях, посвященных проблеме координации монетарной политики, как правило, упускается вопрос о нулевой границе процентных ставок. Вместо этого высказывается мнение о том, что каждая страна может двигать процентные ставки в ту или иную сторону для того, чтобы сбалансировать расхождения между инфляцией и производственным выпуском. Лишь недавно экономи-

11. (Obstfeld and Rogoff 2002).

12. В работе Гопината (Gopinath 2015) приводятся свидетельства того, что значительная доля международной торговли осуществляется в долларах.

сты начали серьезно разрабатывать вопрос о том, в какой степени нулевая граница влияет на обычные экономические результаты. В ряде последних работ высказывалась идея, согласно которой крупный центральный банк, попавший в «ловушку ликвидности», может потянуть за собой и многие другие страны. А если в такой ловушке оказывается сразу несколько стран, то это может спровоцировать конкуренцию между странами по скорости девальвации обменного курса в качестве последней надежды монетарной политики¹³.

В принципе, такой анализ можно несколько расширить и попытаться ответить на вопрос, что произойдет, если процентные ставки центральных банков во всех главных регионах мира упадут до нуля, но при этом у одних центральных банков будет возможность опустить их до отрицательных величин, а у других такой возможности не будет. Предположим, например, что в результате глобального спада производства процентные ставки всех крупнейших центральных банков упали до нулевой отметки. Но к этому времени в США уже произошло изъятие из оборота бумажных денег, а другие центральные банки этого еще не сделали. Это могло бы позволить Федеральной резервной системе установить очень низкие отрицательные процентные ставки, в то время как другим странам пришлось бы удерживать свои эффективные процентные ставки на низком, но не отрицательном уровне. Резкое понижение процентных ставок в США в целом послужило бы позитивным вкладом в глобальный спрос, однако одновременное обесценение доллара сдвинуло бы глобальный спрос на территорию США. Как минимум выгода США была бы непропорциональной, и, в принципе, другие страны могли бы оказаться в еще худшем положении, нежели в ситуации, при которой США, как и другие страны, сохрани-

13. См.: (Caballero, Farhi, and Gourinchas 2015).

ли бы нулевую границу процентных ставок. Этот вопрос пока остается открытым и требует тщательно-го изучения. Однако нетрудно представить себе, что если какая-то одна страна в одностороннем порядке будет проводить политику отрицательных процентных ставок, то эффект от этого окажется далеко не побочным и может вызвать серьезные проблемы.

В некотором отношении в мире уже наблюдалась такая асимметричная ситуация. За десятилетие до начала финансового кризиса 2008 года только Банк Японии удерживал свои процентные ставки на нулевой границе, в то время как другие центральные банки такую политику не проводили. Это десятилетие для Японии было не из легких, однако трудно сказать, в какой степени на это повлияло отсутствие координации в международной монетарной политике.

До сих пор в центре нашего внимания находилась координация монетарной политики среди развитых стран, где внешние последствия могут быть достаточно скромными. С развивающимися странами дела обстоят иным образом. На формирующиеся рынки глубокое влияние оказывает монетарная политика США, поэтому их рынки акций и облигаций чутко реагируют на любое резкое изменение американских процентных ставок. Профессор Лондонской школы экономики Хелен Рей утверждает, что зависимость развивающихся рынков от условий мирового рынка капитала, по всей видимости, влияет на то, склонятся ли они в пользу фиксированных или в пользу гибких процентных ставок¹⁴. Из этого напрашивается следующий вывод: если допустить, что США установит отрицательные процентные ставки, то такой шаг, по-видимому, может только усугубить проблему, поскольку приведет к увеличению амплитуды циклов американских процентных ставок. Однако, если бы инструмент отрицательных

14. (Rey 2013).

процентных ставок позволил США с большей скоростью высвободиться из «ловушки ликвидности», то, не исключено, и внешние затраты тоже могли бы сократиться.

На сегодняшний день Федеральная резервная система при определении своей политики не берет в расчет благосостояние других стран. Их интересует лишь то, в какой степени любые мировые негативные последствия могут рикошетом отразиться на США. Вряд ли такое положение дел можно назвать оптимальным для управления глобальной экономикой. Однако рассмотрение этого вопроса не входит в мои задачи.

Криптовалюты и золото

КОГДА я пытаюсь объяснить людям, что постепенное уменьшение объема бумажных денег могло бы принести большую пользу, они практически всегда думают, что я призываю перейти к криптовалюте, такой как, например, биткойн. Когда они осознают, что я имею в виду нечто совсем иное, они чувствуют разочарование¹. Естественно, любой человек, которому хотелось бы применять технологии распределенных реестров, возлагает огромные надежды на потенциальное использование криптовалют в сфере финансовых услуг в целом и хранения информации о сделках в частности. Однако в обозримом будущем оптимальной представляется система, при которой единицей расчета остаются деньги, выпущенные государством, хотя, конечно, рано или поздно и они полностью перейдут в электронный формат.

Я прекрасно понимаю, что многие пропагандисты альтернативных платежных систем придерживаются либертарианской точки зрения, согласно которой новые интернет-технологии освободят людей от тирании государственной валюты и законодательства. Они твердо уверены, что если в обращении будет криптовалюта, такая как биткойн, то наступит день, когда отпадет необходимость доверять

1. Подробное обсуждение вопроса о происхождении криптовалют и анализ его различных аспектов можно найти в работе Винья и Касей. См.: (Vigna and Casey 2015).

деньги банкам. Для тех, кто свято верит в потенциал криптовалют, любые попытки найти способы для улучшения существующей монетарной системы (а, собственно, это и является целью данной работы) — пустая трата времени. Для них лучше всего было бы поторопить время в ожидании прекрасного нового мира, в котором правительство не будет больше иметь никакого отношения к платежам и даже не будет контролировать расчетную единицу.

Я с должным уважением отношусь к идее о потенциальной безопасности, которую сулят новые технологии распределенных реестров, а также к хитроумным алгоритмам, лежащим в основе некоторых новых «валют». Однако вера в то, что биткойн, или какая-то иная криптовалюта, в скором времени сможет заменить доллар, представляется мне по крайней мере наивной. За тысячелетия создатели различных валют усвоили, что в соревновании с государством трудно бесконечно удерживать первенство — ведь государство имеет возможность постоянно менять правила игры до тех пор, пока не возьмет верх. Если частный сектор найдет намного более совершенный способ управляться с финансами, то все равно государство приспособится к новым правилам и внесет необходимые законы, чтобы в итоге оказаться в выигрыше. Даже если сделать чисто теоретическое предположение и представить себе, что нельзя избежать внедрения технологии криптовалют, то победившая валюта (скажем, биткойн 3.0) просуществует только до тех пор, пока на смену ей не придет контролируемый государством «бенкойн» (который назовут так в честь Бенджамина Франклина, портрет которого сегодня украшает 100-долларовые американские купюры).

Такое вполне возможно вовсе не потому, что государства столь обеспокоены сохранением сеньоражных доходов с валюты. По крайней мере не это должно быть главным поводом для волнения. Главная причина состоит в том, чтобы сохранять возмож-

ность использовать монетарную политику в трех целях: во-первых, для того, чтобы стабилизировать функционирование частного сектора; во-вторых, для того, чтобы использовать кредитование в случае финансового кризиса (то есть выступить в роли кредитора последней инстанции); и, наконец, в-третьих, для того, чтобы в случае чрезвычайной ситуации, когда будет необходимо осуществить частичный дефолт (в реальных ценах) правительственного долга, иметь возможность взвинтить цены. Для эффективного выполнения этих задач государству очень полезно осуществлять контроль над единицей расчета, а также над валютой, используемой в большинстве частных контрактов.

Но если вдруг все закончится тем, что валюта станет делом частного сектора, а при этом произойдет массовое снятие денег с банковских счетов, кто тогда сможет спасти банки? Да, конечно, истории известны факты, когда частный сектор организовывал такое спасение. Как известно, знаменитый нью-йоркский банкир Дж. П. Морган помог остановить панику 1907 года, которая произошла еще до того, как в 1913 году была создана Федеральная резервная система. Морган вложил в банк крупную сумму собственных средств и убедил других нью-йоркских банкиров последовать его примеру. Тогда этот шаг позволил укрепить банки. Но подобное мероприятие не дало бы никакого эффекта в сегодняшнем глобализированном мире, и уж тем более при глубоко системном кризисе. Теперь необходимо вмешательство государства — оно должно подкрепить финансовые рынки или хотя бы организовать упорядоченный дефолт.

Очень важно, чтобы у государства имелась возможность собрать ликвидные активы в больших размерах — в случае войны, пандемии или иной кризисной ситуации, в результате которой может возникнуть неожиданная кратковременная нехватка крупных финансовых средств. Существует несколь-

ко способов, позволяющих сохранять «фискальное пространство», включая рациональное управление долгами, однако исключительно важным рычагом является возможность осуществлять контроль над единицей расчета. Этот механизм становится особенно полезным в том случае, когда долговые обязательства страны номинированы в ее собственной валюте, что позволяет государству осуществлять частичный дефолт с помощью инфляции. А если вдруг разразится финансовая катастрофа, то государство, не контролирующее собственную валюту, не сможет использовать современную политику стабилизации монетарной системы.

Одновременно могут существовать несколько единиц расчета, и можно привести много примеров, когда в небольших странах наряду с местной валютой широко используется доллар (или евро). Но в целом единица расчета является той естественной монополией, которую должно единолично контролировать хорошо организованное государство, имеющее сильные законодательные и фискальные институты. Если когда-нибудь правительство США решит ввести бенкойн и взять его под свой контроль, то для того, чтобы компенсировать издержки на поддержание системы, оно сможет использовать поступления от сеньоража. А для того чтобы система никогда не стала неплатежеспособной, государство также сможет использовать и доходы от налоговых поступлений. В этом и состоят основные преимущества государственного контроля над валютой, с которыми частный сектор не сможет конкурировать. Есть еще один, даже более важный, момент: чтобы победить в этом соревновании с частным сектором, государство имеет возможность использовать законы и постановления, и даже может прибегнуть к силовым методам. Государство, которое поставило перед собой твердую цель, всегда выйдет победителем в борьбе за господство над деньгами как минимум в перспективе. Могут активно развиваться

и иные транзакционные средства, но государственная валюта всегда будет оставаться главной.

Независимо от того, продолжит ли свое существование первое поколение криптовалюты в следующем десятилетии, кодирование данных с помощью технологии распределенных реестров, созданные в процессе появления этого типа валюты смогут, по всей вероятности, обеспечить основу для более надежной защиты самого широкого круга финансовых транзакций. В двух словах, основная идея состоит в том, чтобы создать такую систему, при которой различные физические или юридические лица имели бы стимул к ведению независимого реестра своих операций в виде дерева транзакций (по технологии блокчейна), а новые транзакции не могли бы быть совершены, пока не была бы достигнута критическая масса их акцепта третьими сторонами. В системе биткойна также предусмотрены определенные кодировочные технологии. Так, например, частные лица в своих аккаунтах, защищенных паролями, имеют возможность пользоваться псевдонимами, что затрудняет установление их личности. В основу различных систем подобного рода положены удивительные научные достижения, и сегодня существует много примеров уникальных технологий².

Многие государства уже приступили к более агрессивному контролю над криптовалютами. В США, например, кошельки биткойн должны обязательно соответствовать законам, противодействующим отмыванию денег, а Налоговое управление США начало разрабатывать правила налогообложения доходов, полученных от обладания биткойнами. Европейский союз также постепенно ужесточает свое законодательство. Главный рычаг воздействия, кото-

2. См. замечательные работы, в которых излагаются основы проблемы, связанной с биткойном: (Vigna and Casey 2015) и (Lo and Wang 2014).

рый может применить государство — это регулирование использования криптовалют финансовыми институтами. Так, например, хотя в настоящее время в Китае физические лица могут легально совершать транзакции в криптовалютах, финансовым институтам запрещено покупать, продавать или страховать эти валюты или производные от них продукты. В развитых странах на какое-то время к этим новым технологиям криптовалют принят более либеральный подход, однако это рано или поздно закончится. Возможность контролировать вход в финансовую систему и легальную экономику предоставляет государству мощный рычаг, с помощью которого оно может уменьшить стоимость и ликвидность любой альтернативной валюты, какие бы схемы ни использовались для того, чтобы полностью избежать законодательного регулирования.

Эта тема уже поднималась в данной работе, и она имеет некоторое отношение к обсуждению в главе 7, когда я поставил вопрос о том, что произошло бы, если бы 100-долларовые купюры продолжали циркулировать в теневой экономике еще долгое время после того, как они были бы выведены из легальной экономики. Криптовалюта, которая не может быть использована для легальных розничных покупок или не может обмениваться в банках, может просуществовать гораздо дольше, чем вышедшие из обращения 100-долларовые купюры, но доступность, важность и полезность такой валюты, несомненно, будет носить весьма ограниченный характер.

Теоретически множество других задач, стоящих перед транзакционной экосистемой, гораздо легче решить с помощью цифровой валюты, даже после того, как будут произведены необходимые законодательные корректировки. Огромные комиссионные, взимаемые за выпуск кредитных карт, за услуги по переводу средств и за использование других, уже отживших технологий электронных транзакций, делают эти средства чрезвычайно уязвимыми перед

«подрывными инноваторами». Уже сегодня перевод денег за границу в цифровой валюте является намного более дешевым способом, чем банковский перевод, при котором плата за услугу может достигать 10–15% от суммы переводимых денег³. Некоторые приложения технологии распределенных реестров в перспективе могут устранить необходимость в посреднике при транзакциях, например, между двумя банками. Это позволило бы значительно снизить издержки, особенно при международных транзакциях. Такой подход также может использоваться для того, чтобы сэкономить на юридических издержках, связанных с исполнением контрактов. Некоторые конкуренты биткойна, в частности более современная платформа эфириум, нацелены на то, чтобы предоставить возможность создания безопасного обмена информацией при практически любых транзакциях.

Нередко можно услышать вопрос: мог бы биткойн стать реальной валютой (при условии что государство не будет этому противодействовать)? Безусловно, да. Биткойн (или, возможно, один из его сегодняшних или будущих конкурентов) в состоянии выполнять основные функции денег. Кроме всего прочего, он может также быть единицей расчета и средством обмена, причем как при государственной поддержке, так и без нее⁴. На самом деле цифровые валюты могут предоставлять широкие возможности для выполнения гораздо более сложных видов транзакций и контрактов, чем традиционные бумажные деньги. Это связано с тем, что в них заложен большой объем информации, включая историю транзакций. Уже сегодня формируются рынки, кото-

3. Прежде всего, это связано с тем, что многие банки имеют минимальную комиссию за перевод и она может быть равна, например, 20–30 долларам. — *Прим. науч. ред.*

4. См.: (Jevons 1875; Джевонс 2005) или современную теорию денег, основы которой были заложены в работе Киотаки и Райта: (Kiyotaki and Wright 1989).



РИС. 14.1. Рыночная цена на биткойн

Источник: Blockchain.info.

рые заинтересованы в использовании этих возможностей цифровых денег, например при работе с некоторыми приложениями эфириума⁵.

Однако тот факт, что теоретически с помощью распределенной технологии реестров в один прекрасный день могли бы появиться более совершенные деньги, вряд ли означает, что мир на практике к этому уже готов. Одна из проблем состоит в том, что стоимость биткойна 1.0, весьма значительно флуктуирует (рис. 14.1) и поэтому он вряд ли выполняет функцию стабильного измерителя ценности. В принципе, биткойн мог бы стать стабильным, если бы он получил более широкое распространение в монетарной системе. На рис. 14.2 показано, что цена на золото

5. Кочерлакота (Kocherlakota 1998) отмечает, что деньги представляют собой примитивную форму общественной памяти, однако, в принципе, могут существовать и более совершенные механизмы, которые фиксируют историю транзакций. Естественно, если деньги заключают в себе память о транзакциях, то они, в какой-то степени, теряют часть своих свойств, позволяющих им быть анонимными.

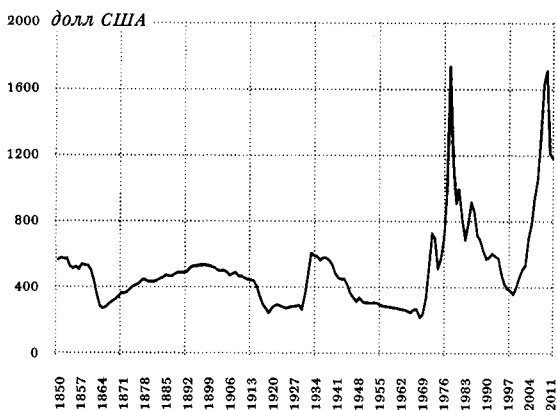


РИС. 14.2. Реальная стоимость золота

Источник: 1850–1920, National Mining Association;
1921–2015, Bloomberg.

в долларах была гораздо более стабильной в период существования золотого стандарта даже с точки зрения его реальной покупательной способности. Может ли это произойти без помощи государства, которое не стремилось бы к стабилизации ценности биткойна 1.0? Об этом можно только гадать.

Другая важная проблема, которая возникла бы в случае, если бы стандартной валютой стал биткойн или другая цифровая валюта, — это инфляция. Действительно, объем биткойнов был изначально ограничен суммой в 21 миллион монет. Предполагается, что такое количество биткойнов будет достигнуто лишь к XXII веку. Существует опасение, что если этот предел будет достигнут, то в итоге это грозит дефляцией в ситуации, когда мировая экономика будет продолжать расти, а запас биткойнов будет ограничен. Но гораздо больше стоит волноваться по поводу инфляции, чем дефляции. Вы спросите «почему?». Потому, что у системы биткойна нет монополии на лежащие в основе этой системы технологии, следовательно, могут появиться

ся подделки. На самом деле они уже существуют. Со временем главное преимущество биткойна 1.0 может постепенно померкнуть, особенно если биткойн 2.0 или биткойн 3.0 смогут предложить более совершенные механизмы, такие как гораздо более низкие эксплуатационные издержки и более надежная анонимность. В таком случае главной проблемой будет не дефляция, а инфляция.

Имеет ли государство возможность скопировать новые технологии и создать более совершенный клиринговый механизм для собственной электронной валюты? Вице-президент и директор по исследованиям банка Федеральной резервной системы в Сент-Луисе Давид Андольфатто отметил, что фактически между монетарной системой, находящейся под управлением Федеральной резервной системы, и системой биткойн существует гораздо больше параллелей, чем обычно признается. Прежде всего, по сути, обе эти системы представляют собой компьютерные программы. Андольфатто также утверждает, что ФРС, в принципе, когда-нибудь могла бы начать использовать для своих учетных операций схожую технологию блокчейна — распределенного реестра⁶. В настоящий момент еще остается очень много неясных вопросов. Однако в отдаленной перспективе вполне можно допустить, что идеи такого рода, или, возможно, какие-то более современные подходы к цифровым деньгам, сделают реальным существование государственных цифровых денег.

Если вдруг когда-нибудь появятся находящиеся под государственным контролем цифровые деньги (скажем, валюта бенкойн), то это может вызвать драматические последствия для финансовой системы в целом и сильно отразится на возможности частных банков заниматься вопросами ликвидности. Физические лица смогут без каких-либо проблем заводить счета и совершать платежные операции без необхо-

6. (Andolfatto 2014).

димости прибегать к услугам частных посредников в лице банков. В некотором смысле это будет равносильно тому, как если бы физические лица в обход банков открывали счета непосредственно в Федеральной резервной системе. В крайнем случае количественный эффект от использования бенкойнов оказался бы для банковского кредитования не менее драматичным, чем Чикагский план (см. главу 6), согласно которому все частные заменители денег должны быть на 100% обеспечены государственными облигациями. Однако все это зависело бы от существующего законодательства, а также от того, какие альтернативные варианты было бы позволено предлагать частным финансовым институтам.

КРИПТОВАЛЮТЫ И ОБЕСПЕЧЕНИЕ ПРИВАТНОСТИ

Вас, наверное, удивляет, почему я, обсуждая криптовалюты, отмечаю их безопасность, а не возможность сохранять приватность. Действительно, вначале биткойн приобрел свою популярность среди недобросовестных розничных торговцев или на нелегальных рынках, таких как система «Шелковый путь»⁷. Однако сфера использования биткойна постоянно развивается. Так, например, в течение многих лет считалось, что биткойн — это система, позволяющая осуществлять анонимные платежи, которые государство никогда не сможет отследить. Частично по этой причине он был очень популярным платежным средством в закодированном даркнете, хотя подобные проводки не были главными для его использования. Хотя в едином распределенном реестре (блокчейне) содержатся записи обо всех транзакциях, даже тех, которые совершаются анонимно,

7. Система анонимной торговли наркотиков. Организатор системы в итоге был арестован. — *Прим. пер.*

у государства имеется возможность использовать другие источники информации об этих транзакциях, и оно может рассекретить их и установить личности отправителей платежей. На самом деле с большой долей вероятности во многих случаях государство это уже делало. Функционирование систем Шелковый путь 1.0 и Шелковый путь 2.0 было перекрыто не просто так. Всегда существуют какие-то слабые звенья. Иногда они связаны с человеческим фактором, а иногда появляются по иным причинам. Это хороший пример того, что технологии в определенной мере могут защитить от всевидящего ока государства, однако и это не является идеальным способом и не может действовать вечно.

В конце концов государство перестанут сквозь пальцы смотреть на финансовые транзакции, которые помогают сохранить анонимность преступникам и террористам (если только те не прибегают к использованию имеющихся у них бумажных денег). Хотя, так или иначе, сегодня развиваются новые способы финансовых транзакций, которые государству не всегда удастся полностью искоренить, к ним будут применяться самые жесткие меры. Однако очень важным шагом станет создание свода правил по функционированию криптовалют, согласно которому будет разрешено осуществление анонимных платежей только на относительно небольшие суммы. В настоящий момент этот вопрос остается открытым.

ЗОЛОТО

Поскольку в этой книге я высказываю идею в духе «назад в будущее», то есть предлагаю изъять из обращения бумажные деньги и оставить монеты, то было бы весьма полезным обсудить монетарную роль золота в будущем. В отсутствие бумажных денег значение золота может возрасти. Несомненно,

благодаря своему длительному использованию в качестве монетарного актива стоимость золота значительно переоценивается. Найдутся люди, которые скажут, что высокая цена на золото — это огромный «пузырь»⁸. Это одна из возможных точек зрения, однако существует и другая: ценность золота столь высока, поскольку общество должно иметь деньги, а в течение долгого времени золото успешно выступало в этой роли. Тот факт, что золото имеет свою монетарную ценность — это не историческая случайность и не причуда культурного развития общества. Золото заполнило важнейшую нишу в технологии валюты. Золото обладает практически всеми характеристиками, перечисленными в списке Джевонса (теоретика-монетариста XIX века, которого мы цитировали в главе 2), включая компактность, однородность (в монетах или в сертифицированных слитках) и неограниченный срок использования. Золото ценно еще и потому, что запасы его относительно ограничены, однако ограничены не до крайней степени⁹. Разумеется, золото, как монетарный актив, имеет также и свои недостатки: оно непригодно для мелких расчетов. Хотя некоторые консервативные политики призывают к возврату к золотому стандарту, во многих отношениях золото уступает бумажным и электронным деньгам. Тем не менее, поскольку ни одна альтернатива не является идеальной, использование золота вполне уместно в качестве второстепенного или дополнительного

8. (Buitier 2014).

9. Любопытно, что в стандартной интерпретации списка Джевонса, в котором перечислены привлекательные свойства денег, часто упускается из виду их анонимность. Однако для большинства современных людей, которые пользуются бумажными деньгами, это является одним из главных преимуществ. В целом в научной литературе по вопросу происхождения денег этот аспект также не акцентируется, хотя имеются и исключения. См., напр.: (Kahn, McAndrews, and Roberds 2005).

монетарного актива, причем не в последнюю очередь благодаря его анонимности.

Во многих странах золото ценится по тем же самым причинам, что и 100-долларовые купюры. Золото может выступать только лишь в роли резервной валюты, однако в некоторых странах такая резервная валюта очень нужна. В Индии, например, ювелирные изделия из золота всегда считались одним из немногих сбережений, которые жители страны могут надежно спрятать от государства. Спрос на золото очень высок также и в других странах, в которых проводится весьма жесткая финансовая политика, например в Китае. В действительности ежегодно добывается почти 3000 тонн золота, и из этого количества больше половины идет на изготовление ювелирных украшений, а еще из 30% производятся слитки и монеты¹⁰.

Вполне возможно, что, по мере того как из обращения будут изыматься бумажные деньги, цены на золото будут расти. Однако маловероятно, чтобы золото значительно помешало борьбе с преступностью и с уклонением от уплаты налогов. Так же, как и с большим количеством зарубежных купюр, золото будет трудно использовать в ежедневном обращении. Кроме того, на золото уже сегодня распространяются правила, согласно которым требуется декларировать импорт и экспорт крупных сумм наличности.

Кстати, было бы весьма полезным, если бы центральные банки уделили больше внимания рассмотрению вопроса об использовании золота в качестве резервной валюты. На сегодняшний день этот во-

10. (World Gold Council 2015). К концу 2014 года мировой запас добытого золота составлял 183600 тонн, или приблизительно 21 кубометр. Использование золота в электронике, зубном протезировании и в различных технологиях составляет весьма скромную долю от общего спроса. На самом деле постоянно развиваются более совершенные материалы, которые успешно заменяют золото, например композитные материалы, широко используемые в зубном протезировании.

прос еще недостаточно проработан, особенно учитывая тот факт, что, как полагают некоторые экономисты, недостаточность «надежных активов» может угрожать глобальной мировой денежно-валютной системе.

Завершая эту главу, мне хотелось бы подчеркнуть, что существующую монетарную систему не следует рассматривать как структуру, которая может, или должна, существовать вечно. Я не имею ни малейшего представления о том, какая система придет ей на смену, но могу сделать предположение, что период электронных валют (контролируемых государством!) будет продолжаться в течение весьма длительного времени. Этого, однако, никому не дано знать наверняка. Многие писатели-фантасты (правда, не все) уже давно предугадали, что платежным средством будущего станет электронная валюта. Однако есть и исключения. В сериале «Звездный путь: Следующее поколение» вымышленная гуманоидная раса ференгов, которые известны своей страстью к торговле и коммерции, в качестве денег используют «латиниум» — летучее жидкое вещество. Чтобы это вещество сохранялось, его нужно держать в футлярах, изготовленных из золота, которое само по себе практически ничего не стоит¹¹.

ВЫВОДЫ ПО ЧАСТИ III

Международные факторы не только играют важную роль в разработке и реализации любого плана по постепенному изъятию из обращения бумажных

11. То, что в качестве валюты ференги используют латиниум, заключенный в золотой футляр, изображено в сериале «Звездный путь: Следующее поколение» в эпизоде «Гамбит: часть I». Латиниум, используемый ференгами, играет важную роль и в более поздних сериях фильма «Звездный путь: глубокое пространство девять».

денег, но могут оказать на этот процесс существенное влияние. Для начала было бы неплохо спланировать и скоординировать усилия различных стран по избавлению от купюр крупного номинала. В ситуации, когда политика отрицательных процентных ставок станет реальностью, необходимо будет заново серьезно проанализировать вопросы, связанные с международной монетарной политикой. Но в целом учет международных аспектов не должен сильно изменить базовый анализ, в то время как выгода для отдельных стран, по всей вероятности, окажется достаточной, чтобы компенсировать издержки, связанные с политикой отрицательных процентных ставок, даже в случае с США.

На эти выводы не может повлиять даже более широкое использование цифровых валют. Разумеется, появление цифровых валют имеет важные последствия для развития новых финансовых технологий. В связи с этим возникает много важных вопросов и проблем, требующих отражения в действующем регулировании. Однако на сегодняшний день они не играют ключевой роли в решении насущной задачи значительного сокращения объема бумажных денег.

Заключительные замечания

ПОСТЕПЕННОЕ сокращение объема бумажных денег в обращении — это не благотворительный обед. Государственная монополия на бумажные деньги — дело очень прибыльное, поэтому просто так от него никто не откажется. Так, например, США за последние годы ежегодно получали от нее доход, в среднем составляющий 0,4% ВВП. Если бы правительству США пришлось выпустить облигации для того, чтобы выкупить весь запас имеющихся бумажных долларов, то это добавило бы к национальному долгу более 7% ВВП. Для еврозоны соответствующие цифры составляют 0,55% ВВП ежегодной прибыли от выпуска денег и 10,1% ВВП для выкупа всей имеющейся бумажной наличности. Кроме того, бумажные деньги обладают определенными характеристиками, которые на сегодняшний день отсутствуют у всех альтернативных транзакционных средств: практически полная приватность, почти мгновенное осуществление платежей и возможность их использования в случае отключения электроэнергии. Естественно, не следует также забывать и о том, что бумажные деньги прочно укоренились в общественном сознании и в культуре.

Однако при более глубоком размышлении приходишь к выводу, что сами достоинства бумажных денег распахивают двери для серьезных проблем. Купюры крупного номинала, которые составляют 80–90% от мировой конвертируемой валюты, широко используются в теневой экономике, помогая уходить

от уплаты налогов, а также способствуя преступной деятельности и коррупции, причем в огромном масштабе. Размер неуплаченных налогов всех уровней в США превышает 3% ВВП, а в большинстве европейских стран эта величина, вероятно, достигает гораздо более высоких значений. Никто не любит платить налоги, но если государство будет иметь возможность собрать большее количество денег с неплательщиков налогов, то оно вполне сможет взимать меньшие суммы налогов со всех остальных.

Прямые и косвенные издержки, возникающие в результате криминальной деятельности, потенциально представляются гораздо более важными, чем уклонение от налогов, хотя их и нелегко выразить в цифрах. Если уменьшение объема бумажных денег приведет хотя бы к самому незначительному сокращению нелегальных операций, то это оправдает все издержки. Естественно, нелегальные транзакции осуществляются с помощью различных альтернативных способов, но главным платежным средством все равно остаются бумажные деньги, и на то есть много причин. Появления достойного заменителя денег в ближайшее время не предвидится. Если таковой появится, то государство в состоянии отвести ему самую скромную роль, как уже говорилось ранее в нашей книге. Такая мера, как сокращение объема наличных денег, вряд ли победит преступность и терроризм, но может нанести им весьма чувствительный удар. Более того, постепенное избавление от бумажных денег — это, пожалуй, единственный и самый эффективный шаг, который может сделать такая страна, как, например, США, в случае, если она хочет, чтобы работодатели соблюдали ограничения по выплате минимальных заработных плат и платили все налоги, связанные с социальными обязательствами, не говоря уже о том, чтобы они не принимали на работу нелегальных мигрантов. Помимо такого рода практических соображений, в условиях резкого сокращения роли наличности на повестку дня встанет мно-

жество философских и практических проблем, о которых я также говорил в этой книге.

По сути, моя аргументация по поводу сокращения объема бумажных денег лишь опосредованно связана с дискуссией о криптовалютах. В этой книге в мои задачи не входило разъяснить, что такое цифровая валюта, или заставить кого-то стать ее адептом. Приступить к постепенному избавлению от бумажных денег имело бы смысл еще лет двадцать тому назад, когда я только начал публиковать свои первые работы, посвященные этой проблеме. Разумеется, цифровые валюты будут играть важную роль в будущем, однако только в качестве конкурента иным финансовым инструментам и институтам, а не бумажным деньгам. На самом деле все имеющиеся у нас факты свидетельствуют о том, что горы, которые можно было бы сложить из имеющихся мировых запасов бумажных денег, сами по себе в скором времени не развалятся. Процесс их постепенного сокращения могут начать только государства. Самое простое, что можно было бы сделать в первую очередь — это перестать печатать купюры крупного номинала. Эту миссию можно было бы непосредственно возложить на большинство казначейств и центральных банков. Но это был бы только первый шаг на пути активного избавления от большей части бумажных денег, и я настаиваю, что следует избрать именно эту тактику.

Существует множество банальных возражений против снижения роли наличности. Однако в массе своей они и остаются лишь банальными возражениями. В этой книге я представил план, согласно которому на бесконечно долгое время в обращении следует оставить мелкие купюры (которые когда-нибудь заменят монеты), а также обеспечить малоимущих граждан бесплатно выпускаемыми платежными картами. В представленном плане предусмотрены ответы на все вопросы, которые могут возникнуть в процессе длительного переходного периода.

Второй неоспоримый аргумент в пользу сокращения большей части бумажной валюты состоит в том, что центральным банкам будет гораздо легче устанавливать отрицательные процентные ставки либо в том случае, когда инфляция застрянет на очень низких уровнях, либо, что гораздо важнее, если экономика очутится в глубокой рецессии и реальные отрицательные процентные ставки будут необходимы для того, чтобы стимулировать спрос. Главным дополнительным эффектом, который может иметь постепенное сокращение объема бумажных денег, будет возможность беспрепятственно осуществлять эффективную политику отрицательных процентных ставок. Вне всякого сомнения, благодаря этому у различных стран будет больше шансов успешно противостоять следующему финансовому кризису. Кроме того, сокращение объема бумажных денег будет способствовать проведению более гибкой монетарной политики при обычных рецессиях в ситуации с низкими процентными ставками. Я убежден, что, если мы хотим иметь больше свободы для того, чтобы установить отрицательные процентные ставки на необходимом в тот или иной момент уровне, совершенно ненужно полностью избавляться от наличности. В случае если возникнут какие-либо проблемы, то я описал способы, используя которые можно будет не опасаться, что установление отрицательных процентных ставок спровоцирует переход на более мелкие купюры. Так, например, можно взимать с банков плату за инкассацию бумажных денег в центральный банк.

По мнению некоторых людей, постепенное изъятие из обращения бумажных денег обернется страшным злом. Точно так же, есть и такие люди, которые убеждены, что политика отрицательных процентных ставок подорвет устои цивилизации. До какого-то момента я старался использовать все разумные аргументы в пользу сохранения бумажных денег в том объеме, в котором они существуют сегодня.

Так, например, забота о финансовой стабильности вполне закономерна, однако можно утверждать, что большинство банкиров центральных банков и представители финансовой администрации с большей готовностью переживут короткий период отрицательных процентных ставок, за которым последует нормализация ситуации, нежели примирятся с целым десятилетием стабильных нулевых процентных ставок. Конечно, для того чтобы политика отрицательных процентных ставок была полностью эффективной, придется преодолеть различные институциональные и юридические препятствия. В этой книге мы обсудили, как с ними справляться.

Что же касается международного аспекта этой проблемы, то наиболее эффективной политикой в этом вопросе было бы скоординированное сокращение объема бумажной валюты экономически развитыми странами. Однако выгоды, которые может получить каждая отдельно взятая страна, настолько очевидны, что нет нужды лишней раз доказывать полезность постепенного изъятия из обращения бумажных денег даже для США или Европы. Для менее крупных развитых стран, а также для Японии, валюта которых не используется в международном масштабе, вопрос об избавлении от бумажных денег особенно актуален.

Проблема бумажной валюты может показаться достаточно банальной, и дебаты по этому поводу в течение долгого времени оставались на задворках монетарной экономической теории. На самом деле этот вопрос представляется очень важным и его решение повлечет за собой серьезные последствия. Большинство экономистов и политиков были бы рады оставить в тени проблему бумажных денег еще лет на сто вперед, поскольку, по их мнению, монетарная система и так функционирует вполне эффективно и, следовательно, этот вопрос не должен вызывать большого беспокойства. Однако они сильно заблуждаются. Огромный объем бумажных денег, на-

ходящихся в обращении в настоящий момент, и особенно купюры крупного номинала, являются серьезной государственной проблемой, которая требует срочного обсуждения. Бумажные деньги нельзя воспринимать как незыблемый атрибут нашей жизни.

Постскриптум: когда эта книга уже находилась в печати, Европейский центральный банк объявил о своих намерениях прекратить выпуск мегакупюры достоинством в 500 евро (570 долларов), сохраняя при этом уже существующие купюры данного номинала в качестве легального платежного средства на бесконечно длительный период. Конечно, это только самый первый шаг в данном направлении. Однако даже это выглядит вполне обнадеживающим для тех из нас, кто давно пытается доказать простую истину: печатая крупные купюры, скупой платит дважды.

БЛАГОДАРНОСТИ

Эта книга является завершением многолетнего проекта, и, естественно, я должен выразить признательность многим людям, помогавшим мне в работе. Фактически я занялся этим проектом двадцать лет назад, на конференции, организованной Центром по исследованиям в области экономической политики, которая проходила в Испании. Тогда, находясь под впечатлением от информации о том, что еврозона собирается выпускать банкноты номиналом в 500 евро, я впервые выступил с научным докладом, посвященным сомнительной роли купюр крупного номинала. Мой доклад под названием «Благо или проклятие? Спрос на крупные купюры евро за границей и в теневой экономике» позднее был опубликован в журнале *Economic Policy*. Мне очень повезло, поскольку на этой конференции я выслушал множество комментариев по поводу своего первого исследования в этой области, включая замечания по самому широкому кругу вопросов, к обсуждению которых я вернулся в этой книге. Я возобновил работу над этой проблемой в 2000-е годы, во время своего пребывания в должности главного экономиста в Международном валютном фонде. Тогда мои коллеги поделились со мной очень полезными соображениями, в частности по поводу использования иностранных валют в развивающихся странах.

В течение последующих лет я самым доскональным образом изучал различные аспекты этой проблемы и в 2013 году сделал очередной важный шаг в работе над данной книгой. Я получил приглашение от профессоров Майка Вудфорда (Колумбийский университет) и Джонатона Паркера (Принстонский университет) выступить с докладом на ежегодной

конференции по макроэкономике, организуемой Национальным бюро экономических исследований (НБЭИ). В этой конференции принимает участие большое количество видных молодых исследователей в области макроэкономики, не говоря уже о ряде прославленных ученых старшего поколения, продолжающих принимать самое активное участие в современных научных разработках. К этому времени вопрос о нулевом ограничении процентных ставок, устанавливаемых центральным банком, выступил на первый план. Поэтому я воспользовался удачным моментом и объединил в своем выступлении идеи, высказываемые в моих более ранних работах, с размышлениями по поводу того, что постепенное сокращение объема бумажных денег могло бы способствовать проведению более агрессивной монетарной политики в ситуации глубокой рецессии. Дискуссии, проводимые в рамках этой конференции, также оказались очень полезными. Мое выступление на конференции НБЭИ было положено в основу статьи, которую я опубликовал в 2014 году. В этой работе пунктиром были обозначены основные идеи, изложенные в данной книге.

Благодаря этой публикации я также осознал, что для того, чтобы всесторонне и глубоко рассмотреть все эти вопросы, потребуется написать целую книгу. Также очень полезными оказались для меня комментарии, сделанные после лекции, которую я прочитал в 2014 году в Мюнхенском университете. Эта лекция была посвящена более техническим аспектам данной проблемы, связанным, в частности, с нулевой границей процентных ставок. Идеи, положенные в основу этой книги, я излагал и на других конференциях, в том числе на семинаре для главных экономистов, организованном Банком Англии в мае 2015 года. Сессию, на которой я выступил со своим докладом, возглавлял Энди Холдейн из Банка Англии. В том же месяце я выступил еще с одним сообщением, в этот раз на конференции в Лондоне,

которую совместно организовывали Центр экономико-политических исследований, Центр финансовых исследований Бревана Ховарда при Имперском колледже, а также Швейцарский национальный банк. И, наконец, я получил ряд комментариев от своих коллег на встрече Группы тридцати в Рио-де-Жанейро (июнь 2015 года), во время долгой дискуссии, состоявшейся после моего выступления.

Помимо этих обсуждений после моих лекций и выступлений, которые оказались для меня невероятно полезными, мне весьма помогла поддержка и комментарии, которые я получил во время написания этой книги от многих моих коллег. Диана Жу (которая также принимала участие в написании статьи для конференции НБЭИ в 2014 году) и Скарлет Ху оказывали мне помощь в исследованиях. Обе сделали очень полезные комментарии к первым вариантам этой книги. Леандро Гомес, Беатрис Заран Раче де Алмейда и Ле Канг также оказали мне большую поддержку. Мне очень помогли критические замечания, сделанные моими аспирантами из Гарвардского университета Стефанией Ло, Чензи Ксу и Максом Харрисом, которые ознакомились с ранними набросками книги (Макс самым внимательным образом прочитал два различных варианта). Мне сейчас даже не перечислить всех тех, кто поделился со мной историями из личного опыта и рассказал мне о том, как хранил свои сбережения в наличных средствах, чтобы избежать уплаты налогов. Я очень признателен Меерин Малику за глубокий анализ проблем, связанных с бумажными деньгами, которые возникли в стремительно развивающемся Китае.

Николь Татеосян высказала мне полезные замечания по поводу первых вариантов, а моя замечательная помощница Джейн Трахан постоянно оказывала мне огромную поддержку во время работы над этой книгой.

Помимо комментариев и замечаний, которые были высказаны мне в мае 2015 года на семинаре для

главных экономистов в Лондоне, я получал ценные советы и информацию от исследователей различных центральных банков. Среди них мне хотелось бы особо поблагодарить Давида Цанга и Скотта Шу (отделение Федеральной резервной системы в Бостоне), Ксению Юдаеву (заместителя председателя Центрального банка России), Эдварда Робинсона (Валютное управление Сингапура), Сюзанну Груфман, Джеспера Линде и Бьорна Сегендорфа (шведский Риксбанк), Илана Штайнера (Банк Израиля), Пабло Гарсиа Сильву (центральный банк Чили), Хосе де Грегорио (бывшего председателя Банка Чили), а также Руфь Юдсон (член правления Федеральной резервной системы). Руфь также внесла очень ценный вклад в написание этой книги.

Кроме того, я хотел бы выразить признательность за плодотворные дискуссии профессору университета Нью-Йорка Марку Гертлеру, а также моему коллеге из Гарвардского университета Эммануэлю Фархи за его ценные замечания. Трое анонимных рецензентов моей книги также сделали весьма конструктивные комментарии, и особенно полезными для меня оказались замечания профессора из Мичиганского университета Майлса Кимбалла (он пожелал открыть мне свое имя). Эдита Бояновска, профессор по русской литературе и сравнительному анализу из Ратгерского университета, помогла мне с интерпретацией известной цитаты Достоевского по поводу денег. Моя коллега из Гарвардского университета, физик Лиза Рэндалл, помогла мне с моим шутивным сравнением между приближением к нулевой границе процентных ставок и приближением к черной дыре (если сравнение неточно, то это полностью моя вина!).

Мне очень повезло, что у меня оказалась возможность еще раз поработать с группой коллег из издательства Принстонского университета. Я выражаю благодарность моему редактору Сету Дитчику, который начиная с первых этапов работы над книгой

давал мне очень полезные советы, а также директору издательства Принстонского университета Питеру Дагерти, который поддерживал и ободрял меня. На самом деле Питер даже выступил в роли моего редактора на более поздних этапах работы, после того, как Сета переманили на высокую должность в другое издательство. Мой технический редактор Сид Уэстморленд провел потрясающую работу над этой книгой. Я получил огромное удовольствие от работы со своим книжным агентом Эндрю Уили и очень благодарен Найлу Фергюсону за то, что он нас познакомил.

Было бы невозможно осуществить проект по написанию этой книги без поддержки моей семьи — моей жены Наташи Рогофф и моих детей, Габриэля и Джулианы. Наташа обратила мое внимание на рисунок к обложке пластинки «Деньги» английской рок-группы «Пинк Флойд», благодаря чему я выбрал цвета для обложки своей книги. В свою очередь, Джулиана помогла мне придумать название для книги, которое окончательно сформировалось во время одной из наших долгих прогулок. И, наконец, я должен поблагодарить всех тех людей, с которыми меня сводила жизнь (начиная еще со времени, когда я был профессиональным шахматистом), за то, что они преподали мне кое-какие уроки относительно того, как в реальном мире функционирует наличность.

Приложение



В ДАННОМ приложении излагаются вопросы более технического характера, которые дополняют обсуждение, представленное в нескольких главах.

ПОТЕНЦИАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ, КОТОРЫЕ
МОГУТ ВОЗНИКНУТЬ В ВАЛЮТНОЙ СИСТЕМЕ
ПРИ ПЕРЕХОДЕ К ЭЛЕКТРОННОЙ ВАЛЮТЕ

Существует ли опасность, что в мире без бумажных денег государственные декретные деньги во многом утратят свои отличительные свойства и в результате сменившие их альтернативные валюты, пусть даже близкие к идеалу, лишат центральные банки возможности стабилизировать цены? Этот вопрос может показаться довольно-таки абстрактным. Однако было бы ошибкой не задать его и не попытаться найти на него ответ.

Парадокс декретных денег Уоллеса

Рассмотрим здесь часто высказываемое опасение, что если полностью исчезнут бумажные деньги, то у центральных банков появятся проблемы с сохранением стабильности цен, что обсуждалось в конце главы 7. Еще в начале 1980-х годов исследователь монетарной системы Нейл Уоллес утверждал, что государство может продолжать выпускать не приносящие процентов декретные деньги только по од-

ной причине — оно само делает сложным для трансакций использование доходных государственных облигаций. Во-первых, государство выпускает процентные облигации и банкноты только крупного номинала. Если бы по трехмесячным казначейским векселям выплачивался процент по рыночным ставкам и если бы они выпускались, скажем, номиналом в 100 долларов, то для некоторых трансакций они были бы даже предпочтительнее наличных денег. (Что-то похожее происходило в США во время войны 1812 года, когда мелкие казначейские векселя с выплачиваемым процентом иногда использовались в качестве валюты¹.) Во-вторых, даже если государство выпускает векселя и облигации только крупного номинала, то оно должно принять меры, чтобы запретить частным финансовым компаниям выпускать процентные бумажные заменители денег, которые были бы на 100% обеспечены государственными облигациями. Без такого ограничения, которое государство осуществляет благодаря своей монополии на выпуск валюты, могут появиться посредники, которые разменяют облигации крупного номинала на более мелкие, пригодные для использования в качестве бумажных денег, и затем начнут продавать их с прибылью. Всем нам известно, что финансовая система хорошо подходит для подобных игр.

Уоллес утверждал, что если не ввести ограничения, не позволяющие облигациям конкурировать с наличностью в роли платежного средства, то любые попытки государства по выпуску декретных денег, которые, по сути, ничего не стоят, будут всегда обречены на провал. В отсутствие данных ограничений и законов, единственной стабильной денежной системой станет валюта, на 100% обеспеченная товаром, например золотом или серебром.

В то время, когда Уоллес писал об этом, могло показаться, что существующие на тот момент финан-

1. См.: (Kagin 1984).

совые институты не позволяют считать его опасения по поводу денежной стабильности обоснованными и реалистичными с институциональной точки зрения. Во-первых, бумажные деньги коренным образом отличаются от других транзакционных средств, поскольку они анонимны. Сегодня облигации, предполагающие выплату процентов, и казначейские векселя регистрируются на имя их владельца, и для того, чтобы их продать или перевести на имя другого лица, требуется зарегистрировать их на имя нового владельца. А огромное количество этих ценных бумаг теперь существует в электронном виде. Однако, если валюта будет полностью переведена в электронный формат, она потеряет свою уникальную характеристику — анонимность, вследствие чего будет сложнее различать деньги и процентные электронные облигации. В крайней ситуации облигации могут уменьшить значимость валюты. Это, в свою очередь, приведет к тому, что государству будет труднее осуществлять контроль над уровнем цен, поскольку в обращении будет находиться слишком много инструментов, по виду напоминающих деньги.

До сих пор казалось, что это не может считаться серьезной проблемой. Центральные банки имеют огромные возможности для стабилизации цен благодаря своей монополии на выпуск денег, причем они сохранили все эти возможности даже несмотря на то, что появилось огромное множество альтернативных транзакционных средств, таких как кредитные карты, дебетовые карты и Apple Pay.

Существует ли разумный ответ на эти опасения? Согласно классической монетарной теории, пока центральный банк в состоянии контролировать межбанковскую процентную ставку овернайт, никого не будет беспокоить, что «кэш» может перемешаться с другими государственными долговыми бумагами. Однако на самом деле в этой теории содержится некое допущение по поводу негибкости цен, которая позволяет государству контроли-

ровать инфляцию даже в отсутствии валюты, которую также необходимо контролировать². Полный отказ от денег, как бумажных, так и металлических, мог бы оказаться хорошей проверкой этого предположения. Но поскольку в главе 7 предлагается оставить в обращении на бесконечно длительное время или купюры мелкого номинала, или монеты, или и то и другое, то мы можем больше и не рассматривать эту проблему (если в действительности это вообще является проблемой).

Еще одна идея, которая, по сути, несколько напоминает гипотезу Уоллеса, — это «фискальная теория определения уровня цен», разработанная Липером, Симсом и Вудфордом³ десятилетием позже. В этой теории также выдвигается гипотеза о том, что уровень цен зависит от размера номинального капитала ценных бумаг, выпускаемых государством, включая облигации, векселя и деньги. В фискальной теории определения уровня цен делается еще один шаг вперед — в ней утверждается, что сегодня уровень цен зависит также и от ожидаемых в будущем финансовых потребностей государства. Согласно этой теории все очень просто: уровень цен должен выровняться таким образом, чтобы соответствовать бюджетным ограничениям государственного сектора, учитывая все его текущие планы по будущим расходам и налогам (в противоположность классической теории, в которой уровень цен выравнивает реальный баланс денежного спроса и предложения).

Фискальная теория определения уровня цен вызывает ряд возражений. Во-первых, в ней не учитывается очень важный фактор — возможность дефолта. Кроме того, представляется, что эта теория противоречит многочисленным эмпирическим доказательствам, указывающим на то, что цены и обменные курсы особенно чувствительны к денежному

2. (Woodford 2003).

3. См.: (Leeper 1991, Sims 1994, Woodford 1996).

предложению, в отличие от общего размера государственного долга. Тем не менее и эта теория может стать более жизнеспособной в мире электронных денег, где начинают исчезать различия по ликвидности и трансакциям между электронными деньгами и долгосрочными электронными государственными облигациями.

Интуиция подсказывает, что переход к электронной валюте окажется достаточно плавным процессом. Однако нельзя полностью исключить возможность того, что это нанесет удар по социальным традициям и ожиданиям и в итоге ситуация окажется совершенно иной, нежели планировалось. При переходе к электронным деньгам государство должно учитывать возможность подобных «известных неопределенностей», и не упомянуть об этом в данной книге было бы большой ошибкой.

ПРАВИЛО ТЕЙЛОРА, ПРОБЛЕМА ДОВЕРИЯ И НУЛЕВАЯ ГРАНИЦА

Этот короткий параграф рассчитан на читателей, которых интересуют более специфические детали научных споров, развернувшихся по поводу того, насколько серьезной помехой для традиционной монетарной политики в действительности является нулевая граница процентных ставок. Как я уже подчеркивал, до сих пор самой важной проблемой остается вопрос о том, могут ли монетарные власти брать на себя какие-то обязательства. Даже если монетарные власти и не могут изменить существующие сегодня номинальные процентные ставки, они в состоянии не менее эффективно повлиять на реальную экономику, если у них имеется возможность манипулировать реальными процентными ставками с помощью инфляционных ожиданий.

Для монетарной политики было бы намного полезнее, если были бы сформулированы рекоменда-

ции, основанные на самых простых базовых принципах, а не на полномасштабных количественных макроэкономических моделях. Хотя в таких рекомендациях может отсутствовать масса важных составляющих, они иллюстрируют некоторые проблемы, возникающие при работе с гораздо более сложными моделями.

Начнем со знаменитой формулировки, предложенной профессором Стэнфордского университета Джоном Тейлором. Его простое «правило Тейлора»⁴ для установления процентных ставок центральных банков очень хорошо подходило для описания поведения центральных банков разных стран в период «Великого успокоения» (начиная с середины 1980-х годов и заканчивая периодом непосредственно перед началом финансового кризиса 2008 года). Правило Тейлора, сформулированное в 1993 году, предполагало, что стабилизация инфляции и производственный выпуск должны иметь одинаковые веса и при этом отклонения от запланированной инфляции должны измеряться с учетом таргетируемого уровня, который, как предполагалось, будет составлять 2%. Отклонения от производственного выпуска должны измеряться на основе потенциального производственного выпуска (проще говоря, это размер производственного выпуска соответствующий полной занятости)⁵. Когда в начале 1990-х годов Тейлор сформулировал свое правило, ему казалось, что для его подхода вполне логично предположить, что обычная процентная ставка овернайт, устанавливаемая Федеральной резервной системой, будет составлять 4%. Из этого следовало, что реальная процентная ставка будет равняться 2%, а предполагаемые

4. Хорошее объяснение правила Тейлора содержится в соответствующей статье русскоязычной Википедии. — *Прим. пер.*

5. (Taylor 1993). Примерно в то же время с аналогичной идеей выступили Д. Хендерсон и У. Маккибин: (Henderson and McKibbin 1993).

темпы таргетированной инфляции также составят 2%. В первоначальной формулировке правила Тейлора утверждалось, что процентная ставка i должна определяться по следующей формуле:

$$i = 4 + 0,5(\pi - 2) + 0,5y$$

(в оригинальной формулировке Тейлора), где y — отклонение размера производства от его уровня при полной занятости, а π — ожидаемый темп инфляции. Даже эта простая формулировка допускает различные толкования. Так, например, предположим, что центральному банку необходимо с точностью определить, какие темпы инфляции он хочет таргетировать. Как в таком случае определить, достигнута ли в экономике полная занятость, как измерить ожидаемую инфляцию и так далее⁶. Существуют также варианты, которые делают поправку на запаздывающий спад производства.

6. Помимо рассмотренного варианта (показатели индекса инфляции и потенциального производственного выпуска, а также одинаковые относительные веса обоих показателей), существует много других вариантов правила Тейлора. Среди них можно назвать, например, возможность постепенного приспособления политики процентных ставок к таргетированию. В спокойные времена, такие как начиная с периода «Великого успокоения» конца 1980-х годов до середины 2000-х годов, эти различные варианты в целом давали мало чем отличающиеся результаты. Однако, когда произошло отклонение инфляции и/или производственного выпуска от заданных показателей (в частности, значительное отклонение выпуска во время финансового кризиса 2008 года), различия между этими вариантами, которые прежде казались второстепенными, внезапно стали чрезвычайно важными. Гораздо большее значение стал иметь выбор того или иного варианта правила. При глубокой рецессии производственного выпуска, когда выпуск намного ниже трендового уровня, соответствующего полной занятости, согласно варианту этого правила, предложенного Йеллен, может потребоваться более глубокое понижение процентных ставок.

Вряд ли использование правила Тейлора могло привести к установлению отрицательных процентных ставок во время финансового кризиса 2008 года (если это и могло случиться, то только на ранних стадиях его пика). Частично это объясняется тем, что значение базовой процентной ставки достаточно велико (4%), а частично — тем, что для того, чтобы установить процентные ставки ниже нулевого уровня, требуется на самом деле очень значительный спад производства. Спад производства в 8%, умноженный на 0,5, понижает процентные ставки центрального банка лишь на 4%. Если инфляция таргетируется (то есть она никогда не понижалась до таких значений), то трудно получить отрицательные величины. Однако можно легко получить более низкие отрицательные ставки, если принять точку зрения, согласно которой, во-первых, равновесные реальные процентные ставки значительно ниже, чем 2% и, во-вторых, в формуле весовой коэффициент стабилизации производственного выпуска должен вдвое превышать вес стабилизации инфляции. На этом в 2012 году настаивала Джанет Йеллен, которая сегодня возглавляет Федеральную резервную систему. Ее формулировка выглядела бы следующим образом:

$$i = x + 0,5(\pi - 2) + y$$

(формула, которую предпочла бы Йеллен), где x — это равновесная реальная процентная ставка⁷. Учитывая обвал производственного выпуска во время финансового кризиса 2008 года, с помощью формулы Йеллен можно легко получить низкие отрицательные процентные ставки, особенно если принять во внимание тот факт, что равновесные реальные процентные ставки обрушились во время финансового кризиса, именно в то время, когда инвесторы

7. (Yellen 2012).

были готовы платить огромные премии за вложения в надежные активы.

Правило Тейлора (в его различных формулировках) представляет собой только отправную точку для анализа научных и политических дебатов по поводу нулевой границы процентных ставок. В ходе этих исследований по мере усложнения экономической модели будут быстро расширяться возможности выбора различных параметров и моделируемых ситуаций. При этом нужно понимать, что от количества возможных моделей голова может пойти кругом. В современной макроэкономике предлагается огромное количество продвинутых подходов, начиная с крупномасштабных макроэкономических моделей (например, модель FRB/US, которая долгое время была на вооружении Федеральной резервной системы) и заканчивая более простыми моделями, такими как динамическая стохастическая модель общего равновесия, а также неокейнсианские модели. Отметим, что в последних двух случаях реализм приносится в жертву большей логичности и внутренней последовательности⁸. Без структурной модели, которая смогла бы отразить реальное функционирование экономики, и без четкого определения конечных целей монетарной политики (в идеале учитывающих показатель уровня благосостояния) будет невозможно дать ясный ответ на вопрос о том, насколько улучшилась бы финансовая ситуация, если бы в 2008 году были установлены процентные ставки, намного меньшие нуля. Что и говорить, остается множество нерешенных технических вопросов и моделируемых альтернатив.

8. В исследованиях нередко задается вопрос о том, не являются ли простые правила Тейлора близкой аппроксимацией потенциально гораздо более детально разработанных (и более сложных) оптимальных правил. В целом анализ показывает, что как минимум во время периода «Великого успокоения» простые правила проявили себя вполне эффективно.

Показательные результаты были получены Роберто Билли. Согласно правилу Тейлора, используя отклонения от запланированных инфляции и производственного выпуска, он проанализировал снижение уровня благосостояния в результате действий центрального банка при нулевой границе процентных ставок. Его исследование обнаружило, что уровень благосостояния понижается в три раза больше в том случае, когда центральный банк не может взять на себя обязательства по сохранению уровня инфляции, по сравнению с тем, когда он может это сделать. Такие результаты не должны вызывать удивления по уже обсужденным нами причинам: если центральные банки в состоянии уверенно пообещать, что после того, как экономика достигнет уровня полной занятости, инфляция поднимется выше запланированных значений (то есть пообещает продолжать давить на газ, когда это уже не нужно), тогда они могут стимулировать спрос, понижая реальные процентные ставки⁹. Вся проблема состоит в том, как этого добиться.

Гаути Эггертсон и Майкл Вудфорд предложили весьма любопытный способ решения проблемы обязательств центрального банка. Используя неокейнсианскую макроэкономическую модель, они продемонстрировали, что центральный банк может проводить практически оптимальную монетарную политику с помощью таргетирования уровня цен. При этом центральный банк должен таргетировать среднюю нулевую инфляцию в долгосрочной перспективе. Сама идея очень проста: если население искренне верит, что центральный банк берет на себя обязательство вернуться к таргетированию цен, по-

9. (Billi 2011). Имеются и другие работы, в которых исследуются издержки, связанные с установлением нулевой границы: (Reifschneider and Williams 2000; Adam and Billi 2007; Williams 2009; Chung et al. 2012; Schmidt 2013; Christiano, Eichenbaum, and Trabandt 2014).

сле того как они снизятся, то периоды инфляции, уровень которой будет ниже нормального, автоматически повысят ожидания будущей инфляции. Такие же процессы происходят и при финансовом кризисе: когда начинается дефляция, она автоматически создает ожидания более высокой инфляции, понижает реальные процентные ставки и стимулирует совокупный спрос. По крайней мере так происходит в теории. Главная идея состоит в том, что таргетирование уровня цен может производиться согласно простым и понятным правилам, поэтому появляется возможность сделать этот процесс заслуживающим доверия, не прибегая к серьезным институциональным изменениям. Таргетирование уровня цен не снимет с повестки дня вопрос о нулевой границе процентных ставок, но теоретически может смягчить остроту этой проблемы¹⁰.

Еще один важный момент состоит в том, что необходимо понимать, какие внутренние экономические проблемы мы собираемся решать с помощью монетарной политики. Монетарная политика лучше всего подходит для тех случаев, когда мы хотим компенсировать эффект ригидности номинальных заработных плат и цен. Однако, если главная проблема — финансовая ригидность, особенно в ситуации когда множество плохих кредитов по рукам и ногам связывают банковскую систему, то традиционная монетарная политика, проводимая с помощью процентных ставок, может оказаться менее эффективной. В таком случае может быть востребо-

10. См.: (Eggertsson and Woodford 2003). Если обязательство взято только одной стороной, то может произойти отклонение уровня инфляции. О похожих проблемах см.: (Rogoff 1985), в которой анализируется компромисс между доверием и обязательствами. Вулман (Wolman 1998) утверждает, что главная проблема состоит в том, являются ли стабильными ожидания уровня инфляции и цен. В этом случае издержки, связанные с установлением нулевой границы, будут значительно ниже.

вана другая политика, такая, например, как рекапитализация банков¹¹.

Появляется все больше исследований, в которых авторы пытаются рассчитать издержки, связанные с установлением нулевой границы процентных ставок. Если разработки этой проблемы и дальше будут производиться в таком же темпе, то данные дебаты, по-видимому, будут завершены лишь в ближайшие десятилетия. Однако по мере того, как будет накапливаться опыт, неизбежно появятся всевозможные неожиданные повороты и открытия.

НЕЗАВИСИМЫЕ ЦЕНТРАЛЬНЫЕ БАНКИ И ТАРГЕТИРОВАНИЕ ИНФЛЯЦИИ: МИМО ЦЕЛИ?

Одной из важнейших институциональных реформ, проведенных после распада Бреттон-Вудской системы, стало создание современных независимых центральных банков, которые, как предполагалось, начнут проводить монетарную политику на более технократических основах и освободят ее от периодического политического давления с требованием увеличения инфляции. Однако, к сожалению, многие центральные банки избрали политику, которая была слишком негибкой. В своей статье, написанной в 1985 году, я выдвинул идею о создании не-

11. В работе Кристиано, Эйхенбаума и Трабандта (Christiano, Eichenbaum, and Trabandt 2014) делается вывод о том, что главной причиной интенсивности и длительности рецессии, начавшейся в США в 2008 году, являлись финансовые трения. Авторы, соответственно, отмечают, что установление нулевой границы в принятом экономическом сценарии оказало относительно скромный эффект. Это вполне согласуется с выводами Рейнхарт и Рогоффа (Reinhart and Rogoff 2009; Рейнхарт и Рогофф 2011), согласно которым ситуация после финансового кризиса достаточно болезненна как при наличии нулевой границы, так и в ее отсутствие. Возможно, это связано с частичным параличом всего финансового сектора.

зависимого центрального банка, что, с моей точки зрения, позволило бы решить проблему доверия к действиям центрального банка по отношению к инфляции. (Эта проблема впервые была проанализирована Кидландом и Прескоттом¹².) Главный вопрос, который я поднимал в этой статье, касается того, каким образом обеспечить равновесие между гибкостью и осуществлением взятых на себя обязательств. Преимущество более гибкой системы состоит в том, что она лучше реагирует на стрессовые ситуации. Однако в нормальной ситуации гибкая система оставляет центральному банку больше возможностей для различных махинаций. Так, например, центральный банк может пожелать установить слишком низкие процентные ставки, и тем самым способствовать снижению государственных финансовых издержек и одновременно повышению уровня занятости. Но население может угадать эти намерения центрального банка и изменить соответствующим образом свои ожидания, что может привести к отклонению инфляции от ожидаемого уровня. А это, в свою очередь, отразится на процентных ставках, ценах и заработных платах. С другой стороны, строгое исполнение обещаний может понизить инфляционные ожидания, но может также связать по рукам и ногам центральные банки, которые будут не в состоянии быстро реагировать на шокковую ситуацию. Если посмотреть на это реалистично, то ни одна крайность не может считаться оптимальной — ни установление нулевого значения для фактора инфляции, ни установление нулевого значения для стабилизации промышленного выпуска.

В своей более поздней работе Карл Уолш выдвинул идею, согласно которой это противоречие могло бы быть устранено с помощью внедрения надлежащим образом составленных бонусных контрактов для сотрудников центральных банков. Эти контрак-

12. (Rogoff 1985; Kydland and Prescott 1977).

ты позволили бы эффективно ликвидировать опасность содействию инфляции, но при этом не ограничивали бы ответные действия центральных банков на финансовые потрясения¹³. Хотя это предложение на практике оказалось малоэффективным¹⁴, Джон Тейлор, Ларс Свеннсон и некоторые другие авторы утверждали в работах, опубликованных несколько позднее, что любое отклонение от инфляции могло бы быть успешно устранено, если бы политика, проводимая центральным банком, была достаточно ясной и прозрачной и если бы любые отклонения разъяснялись с позиций правил, согласно которым инфляция достигла бы своих таргетируемых целей без каких-либо изменений. Однако при написании вышеупомянутых работ большинство авторов брали за основу модели, в которых не были учтены несовершенства финансовых рынков и отсутствовали источники «неопределенности Найта» или источники «неизвестных неизвестных». А именно это и могло бы создать проблемы для любого зафиксированного правила.

В течение 1990-х годов, а также в начале 2000-х годов десятки центральных банков приняли те или иные аспекты политики таргетирования инфляции¹⁵. Сегодня эта политика стала нормой для многих мировых центральных банков — эта норма полностью принята в развитых экономиках, и в той или иной степени в странах с развивающимися рынками и даже в некоторых слаборазвитых странах¹⁶. Даже Федеральная резервная система США, кото-

13. (Walsh 1995).

14. См. обсуждение в работе: (Obstfeld and Rogoff 1996, ch. 9; Обстфельд и Рогофф 2015, гл. 9).

15. Более подробно см.: (Walsh 2011).

16. Наверное, можно утверждать, что таргетирование инфляции было достаточно эффективным в первые годы после принятия этой политики. Однако, как отмечается в работах (Rogoff 2004, 2007), эта политика никогда не проверялась на прочность в стрессовой ситуации низкой волатиль-

рая долгое время сопротивлялась этой тенденции, в конце концов приняла на вооружение инфляционное таргетирование. Этому во многом способствовал Бен Бернанке, который, будучи крупным ученым, в 2001 году совместно с Томасом Лаубахом, Фредериком Мишкиным и Адамом Поузенем написал очень интересную книгу, посвященную данной проблеме¹⁷. Главный же вопрос, которого мы уже касались в данной работе, состоит в следующем: не случилось ли так, что некоторые банкиры-практики, которые приняли политику таргетирования, уверовали в нее, как в Святое Писание, и теперь данный подход необходимо тщательным образом пересмотреть, чтобы найти разумное равновесие между гибкостью и обязательствами? А ведь когда-то казалось, что этот вопрос полностью решен. Для того чтобы приступить к полномасштабной политике отрицательных процентных ставок, необходимо будет многое сделать, чтобы восстановить это равновесие. Но даже и сейчас политика должна быть более гибкой.

ности и роста, основанного на высокой производительности, которые характерны для эпохи «Великого успокоения».
17. См.: (Bernanke et al. 2001).

БИБЛИОГРАФИЯ

- Аджемоглу, Дарон и Джеймс А. Робинсон. 2016. *Почему одни страны богатые, а другие бедные. Происхождение власти, процветания и нищеты*. Москва: АСТ.
- Ахамед, Лиакват. 2014 *Повелители финансов. Банкиры, перевернувшие мир*. Москва: Альпина Паблишер.
- Джевонс, Уильям. С. 2005. *Деньги и механизм обмена*. Челябинск: Социум.
- Дитон, Ангус. 2016. *Великий побег: Здоровье, богатство и истоки неравенства*. Москва: Издательство Института Гайдара.
- Достоевский, Ф.М. 1972. «Записки из мертвого дома», в: Ф. М. Достоевский. *Собрание сочинений в 30 т.* Т. 4. Ленинград: Наука.
- Кейнс, Джон Мейнард. 2007. *Общая теория занятости, процента и денег: избранное*. Москва: Эксмо.
- Международный валютный фонд. 2013. *Перспективы развития мировой экономики. Апрель 2013*. Вашингтон, округ Колумбия: Международный валютный фонд. <https://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/textr.pdf>.
- Обстфельд, Морис и Кеннет Рогофф. 2015. *Основы международной макроэкономики*. Москва: Издательский дом «Дело» РАНХиГС, 2015.
- Поло, Марко. 1956. *Книга Марко Поло*. Москва: Государственное издательство географической литературы.
- Рейнхарт, Кармен М. и Кеннет Рогофф. 2011. *На этот раз все будет иначе: восемь столетий финансового безрассудства*. Москва: Карьера Пресс.
- Ротбард, Мюррей. 2005. *История денежного обращения и банковского дела в США*. Челябинск: Социум.
- Фергюсон, Ниал. 2015. *Восхождение денег*. Москва: АСТ.
- Франклин, Вениаман. 1956. «Нравственность игры в шахматы», в Вениамин Франклин. *Избранные произведения*. Москва: Государственное издательство политической литературы.
- Фридман, Милтон и Анна Шварц. 2007. *Монетарная история Соединенных Штатов 1867–1960*. Киев: Ваклер.
- Хикс, Джон. 2003. *Теория экономической истории*. Москва: НП «Журнал Вопросы экономики».
- Abrams, Burton A. 2006. «How Richard Nixon Pressured Arthur Burns: Evidence from the Nixon Tapes.» *Journal of Economic Perspectives* 20 (Fall): 177–88.

- Acemoglu, Daron, and James Robinson. 2013. *Why Nations Fail: The Origins of Power, Prosperity and Poverty*. New York: Crown Business.
- Adam, Klaus, and Roberto M. Billi. 2007. «Discretionary Monetary Policy and the Zero Lower Bound on Nominal Interest Rates.» *Journal of Monetary Economics* 54 (3): 728–52.
- Admati, Anat, and Martin Hellwig. 2013. *The Bankers' New Clothes: What's Wrong with Banking and What to Do About It?* Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Agarwal, Ruchir, and Miles Kimball. 2015. «Breaking Through the Zero Lower Bound.» International Monetary Fund Working Paper WP 15/224, October.
- Ahamed, Liaquat. 2009. *Lords of Finance: The Bankers Who Broke the World*. New York: Penguin.
- Akerlof, George A., William T. Dickens, and George L. Perry. 1996. «The Macroeconomics of Low Inflation.» *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1–59.
- Alsterlind, Jan, Hanna Armelius, David Forsman, Björn Jönsson, and Anna-Lena Wretman. 2015. «How Far Can the Repo Rate Be Cut?» *Sveriges Riksbank Economic Commentaries* 11. Stockholm: Sveriges Riksbank.
- Amromin, Gene, and Sujit Chakravorti. 2009. «Whither Loose Change? The Diminishing Demand for Small-Denomination Currency.» *Journal of Money, Credit and Banking* 41 (2–3): 315–35.
- Andolfatto, David. 2014. «Bitcoin and Beyond: The Possibilities and Pitfalls of Virtual Currencies.» Federal Reserve Bank of St Louis, *Central Banker* (Fall). Slides available at <http://www.stlouisfed.org/dialogue-with-the-fed/the-possibilities-and-the-pitfalls-of-virtual-currencies>.
- Antràs, Pol, and C. Fritz Foley. 2015. «Poultry in Motion: A Study of International Trade Finance Practices.» *Journal of Political Economy* 123 (4): 809–52.
- Ascaria, Guido, and Argia M. Sbordone. 2014. «The Macroeconomics of Trend Inflation.» *Journal of Economic Literature* 52 (3): 679–739.
- Ashworth, Jonathan, and Charles Goodhart. 2015. «Measuring Public Panic in the Great Financial Crisis.» VoxEU.org, April.
- Bagehot, Walter. 1873. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Reprint by Wiley in 1999. New York: Wiley.
- Bagnall, John, David Bounie, Kim Huynh, Anneke Kosse, Tobias Schmidt, Scott Schuh, and Helmut Stix. 2014. «Consumer Cash Usage: A Cross-Country Comparison with Payment Diary Survey Data.» European Central Bank Working Paper Series 1685. Frankfurt: European Central Bank.
- Ball, Lawrence. 2010. «The Case for a Long-Run Inflation Target of Four Percent.» International Monetary Fund Working Paper WP 14/19 (June). Washington, DC: International Monetary Fund.
- . 2013. «The Case for 4% Inflation.» VoxEU.org, May.
- Barro, Robert J. 1974. «Are Bonds Net Wealth?» *Journal of Political Economy* 82 (6): 1095–1177.

- Bartzsch, Nikolaus, Gerhard Rösl, and Franz Seitz. 2011. «Foreign Demand for Euro Banknotes Issued in Germany.» Deutsche Bundesbank Monthly Report (January). Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
- Benes, Jaromir, and Michael Kumhoff. 2012. «The Chicago Plan Revisited.» International Monetary Fund Working Paper WP 12/202. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Bennett, Barbara, Douglas Conover, Shaun O'Brien, and Ross Advincula. 2014. «Cash Continues to Play a Key Role in Consumer Spending: Evidence from the Diary on Consumer Payment Choice» (April). FEDS Notes, Federal Reserve Bank of San Francisco.
- Bennett, Paul, and Stavros Peristianis. 2002. «Are US Reserve Requirements Still Binding?» Federal Reserve Bank of New York, *Economic Policy Review* 8: (1).
- Beretta, Edouardo. 2014. «The Irreplaceability of Cash and Recent Limitations on Its Use: Why Europe Is Off the Track.» In *The Usage, Costs and Benefits of Cash — Revisited*. Proceedings of the International Cash Conference, September. Frankfurt: Deutsche Bundesbank.
- Berkes, Enrico, and Samuel H. Williamson. 2015. «Vintage Does Matter: The Impact and Interpretation in the Official Estimates of Post War GDP for the United Kingdom.» Northwestern University (February), Evanston, IL.
- Bernanke, Ben S. 2005. «The Global Savings Glut and the U. S. Current Account Deficit.» Paper presented at the Sandridge Lecture, Virginia Association of Economists, Richmond, March 10.
- Bernanke, Ben S., and Mark Gertler. 1999. «Monetary Policy and Asset Price Volatility.» In *Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on New Challenges for Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 26–28. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- . 2001. «Should Central Banks Respond to Asset Prices?» *American Economic Review* 91: 253–57.
- Bernanke, Ben S., Thomas Laubach, Frederic S. Mishkin, and Adam S. Posen. 2001. *Inflation Targeting: Lessons from the International Experience*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Bernanke, Ben S., Vincent Reinhart, and Brian Sack. 2004. «Monetary Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment.» *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 1–100.
- Billi, R. 2011. «Optimal Inflation for the US Economy.» *American Economic Journal: Macroeconomics* 3 (3): 29–52.
- Birch, David. 2014. *Identity Is the New Money*. London: London Publishing Partnership.
- Black, Fischer. 1995. «Interest Rates as Options.» *Journal of Finance* 50 (December): 1371–76.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell'Ariccia, and Paolo Mauro. 2010. «Rethinking Macroeconomic Policy.» International Monetary Fund Position Note SPN/10/03. Washington, DC (February).

- Bodenstein, Martin, Luca Guerrieri, and Christopher J. Gust. 2013. «Oil Shocks and the Zero Bound on Nominal Interest Rates.» *Journal of International Money and Finance* 32(1): 941–967.
- Boeschoten, W. C., and G. E. Hebbink. 1996. «Electronic Money, Currency Demand and Seigniorage Loss in the G10 Countries.» De Nederlandsche Bank Staff Reports 1. Amsterdam.
- Bordo, Michael D. 2008. «The History of Monetary Policy.» In *New Palgrave Dictionary of Economics*, 2nd ed. London: Palgrave Macmillan.
- Brown, Robert E., and Mark J. Mazur. 2003. «IRS's Comprehensive Approach to Compliance Measurement.» Expansion of a paper presented at the May 2003 National Tax Symposium. Available at <https://www.irs.gov/pub/irs-soi/mazur.pdf>. See also *National Tax Journal* 56 (3): 689–700.
- Buiter, Willem H. 2003. «Helicopter Money, Irredeemable Fiat Money and the Liquidity Trap.» NBER Working Paper 10163 (December). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- . 2005. «Overcoming the Zero Bound: Gesell vs. Eisler.» Mimeo, European Bank for Reconstruction and Development, London.
- . 2007. «Is Numeraiology the Future of Monetary Economics: Unbundling the Numeraire and Medium of Exchange through a Virtual Currency and a Shadow Exchange Rate.» NBER Working Paper 12839 (January). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- . 2009. «Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound.» NBER Working Paper 15118 (June). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- . 2014. «Gold: A Six Thousand Year Bubble Revisited.» Citi Economics Research Paper (November). Available at <http://willem-buiter.com/gold2.pdf>.
- Buiter, Willem H., and Nikolaos Panigirtzoglou. 2003. «Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency: Gesell's Solution.» *Economic Journal* 113 (490): 723–46.
- Caballero, Ricardo J., and Emmanuel Farhi. 2016 «The Safety Trap» (March). Mimeo, Harvard University, Cambridge MA. Forthcoming in *Review of Economic Studies*.
- Caballero, Ricardo J., Emmanuel Farhi, and Pierre-Olivier Gourinchas. 2015. «Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB.» NBER Working Paper 21670 (October). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Cameron, Samuel. 2014. «Killing for Money and the Economic Theory of Crime.» *Review of Social Economy* 72 (1): 28–41.
- Canzoneri, Matthew, Dale Henderson, and Kenneth Rogoff. 1983. «The Information Content of the Interest Rate and Optimal Monetary Policy.» *Quarterly Journal of Economics* 98 (November): 545–66.

- Capie, Forest H., ed. 1991. *Major Inflations in History*. Aldershot, England: Elgar Publishing.
- Cebula, Richard J., and Edgar L. Feige 2012. «America's Unreported Economy: Measuring the Size, Growth and Determinants of Income Tax Evasion in the U.S.» *Crime, Law and Social Change* 57 (3): 265–85.
- Champ, Bruce. 2008. «Stamp Scrip: Money People Paid to Use.» Federal Reserve Bank of Cleveland, *Economic Commentary* (April).
- Christiano, Lawrence J., Martin S. Eichenbaum, and Sergio Rebelo. 2011. «When Is the Government Spending Multiplier Large?» *Journal of Political Economy* 119 (1): 78–121.
- Christiano, Lawrence J., Martin S. Eichenbaum, and Mathias Trabandt. 2014. «Understanding the Great Recession.» NBER Working Paper 20040 (April). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Chung, Hess, Jean-Philippe Laforte, David Reifschneider, and John C. Williams. 2012. «Have We Underestimated the Likelihood and Severity of Zero Lower Bound Events?» *Journal of Money, Credit and Banking* 44 (1): 47–82.
- Claptham, John Harold. 1966. *The Bank of England: A History*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Coibion, Olivier, Yuriy Gorodnichenko, and Johannes Wieland. 2012. «The Optimal Inflation Rate in New Keynesian Models: Should Central Banks Raise Their Inflation Targets in Light of the Zero Lower Bound?» *Review of Economic Studies* 79 (4): 1371–1406.
- Colacelli, Mariana, and David Blackburn. 2009. «Secondary Currency: An Empirical Analysis.» *Journal of Monetary Economics* 56: 295–306.
- Correia, Isabelle, Emmanuel Farhi, Juan Pablo Nicolini, and Pedro Teles. 2013. «Unconventional Fiscal Policy at the Zero Bound.» *American Economic Review* 103 (4): 1172–1211.
- Davies, Glyn. 2002. *A History of Money from Ancient Times to the Present Day*, 3rd ed. Cardiff: University of Wales Press.
- Davies, Stephen. 2004. «Comment on Buiter and Panigirtzoglou.» Mimeo, Research Institute for Economics and Business Administration, Kobe, Japan.
- Deaton, Angus. 2013. *The Great Escape: Health, Wealth and the Origins of Inequality*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Delong, Bradford, and Lawrence Summers. 2012. «Fiscal Policy in a Repressed Economy.» *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 233–97.
- Dostoyevsky, Fyodor. 1862. *The House of the Dead*. Unabridged replication of English translation originally published in 1851. Mineola, NY: Dover.
- Doyle, Brian M. 2001. «'Here, Dollars, Dollars ...' — Estimating Currency Demand and Worldwide Currency Substitution.» Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers, No. 657. Washington, DC.

- Dunbar, Geoffrey R., and Chunling Fu. 2015. «Sheltered Income: Estimating Income Under-Reporting in Canada, 1998 and 2004.» Bank of Canada Working Paper 2015–22. Toronto.
- Dustman, Christian, and Tommaso Frattini. 2012. «Immigration: The European Experience.» Norface Migration Discussion Paper 2012–01. London.
- Eggertsson, Gauti. 2010. «The Paradox of Toil.» New York Federal Reserve Staff Report 433 (February).
- Eggertsson, Gauti, and Paul Krugman. 2012. «Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap: A Fisher-Minsky-Koo Approach.» *Quarterly Journal of Economics* 127 (3): 1469–1513.
- Eggertsson, Gauti, and Michael Woodford. 2003. «The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy.» *Brookings Papers on Economic Activity* (1): 139–233.
- Eggertsson, Gauti, Andrea Ferraro, and Andrea Raffo. 2014. «Can Structural Reforms Help Europe?» *Journal of Monetary Economics* 61 (C): 2–22.
- Eichengreen, Barry. 1996. *Golden Fetters: The Gold Standard and the Great Depression, 1919–1939*. London: Oxford University Press.
- Einzig, Paul. 1966. *Primitive Money in Its Ethnological, Historical and Economic Aspects*, 2nd ed. Oxford: Pergamon Press.
- Eisler, Robert. 1933. *Stable Money: The Remedy for the Economic World Crisis. A Programme of Financial Reconstruction for the International Conference 1933: With a Preface by Vincent C. Vickers*. London: Search Publishing.
- European Central Bank (ECB). 2011. «The Use of Euro Banknotes – Results of Two Surveys among Households and Firms.» *European Central Bank Monthly Bulletin* (April): 79–90.
- Evans, Charles. 2010. «Monetary Policy in a Low-Inflation Environment: Developing a State-Contingent Price-Level Target.» Remarks before the Federal Reserve Bank of Boston's 55th Economic Conference, Boston, October 16.
- Farhi, Emmanuel, Gita Gopinath, and Oleg Itskhoki. 2013. «Fiscal Devaluations.» *Review of Economic Studies* 81 (2): 725–60.
- Farhi, Emmanuel, and Ivan Werning. 2016. «A Theory of Macroprudential Policies in the Presence of Nominal Rigidities» (May). Mimeo, Harvard University, Cambridge, MA. Forthcoming in *Econometrica*.
- Federal Deposit Insurance Corporation. 2014. «2013 FDIC National Survey of Unbanked and Underbanked Households.» Washington, DC. Available at <https://www.fdic.gov/householdsurvey/>.
- Federal Reserve Bank of Boston. 2012. «Diary of Consumer Payment Choice.» Boston.
- . 2013. «Survey of Consumer Payment Choice.» Boston.
- Federal Reserve Bank of San Francisco. 2004. «How Much Currency Is Circulating in the Economy, and How Much of It Is Counterfeit?» (April). Available at <http://www.frbsf.org/education/>

- publications/doctor-econ/2004/april/ money-supply-currency-counterfeit.
- Federal Reserve Board. 2014. Annual Report. Washington, DC.
- Federal Reserve System of the United States. 2015. *Strategies for Improving the U. S. Payments System* (January). Washington, DC.
- Feige, Edgar L. 1989. «Currency Velocity and Cash Payments in the U. S. Economy: The Currency Enigma.» Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper 13807, University Library of Munich.
- . 2012a. «The Myth of the ‘Cashless Society’: How Much of America’s Currency Is Overseas?» Munich Personal RePEc Archive (MPRA) Paper 42169, University Library of Munich.
- . 2012b. «New Estimates of U. S. Currency Abroad, the Domestic Money Supply and the Unreported Economy.» *Crime, Law and Social Change* 57 (3): 239–63.
- Feldstein, Martin. 1999. «The Costs and Benefits of Going from Low Inflation to Price Stability.» In *The Costs and Benefits of Price Stability*, ed. Martin Feldstein. Chicago: National Bureau of Economic Research and the University of Chicago Press.
- . 2002. «The Role for Discretionary Fiscal Policy in a Low Interest Rate Environment.» NBER Working Paper Series 9203 (September). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Ferguson, Niall. 2008. *The Ascent of Money*. New York: Penguin.
- Feroli, Michael, David Greenlaw, Peter Hooper, Frederic S. Mishkin, and Amir Sufi. 2016. «Language after Liftoff: Fed Communication away from the Zero Lower Bound.» Paper presented at the US Monetary Policy Forum, Chicago (February 26).
- Fertik, Michael, and David C. Thompson. 2015. *The Reputation Economy: How to Optimize Your Digital Footprint in a World Where Your Reputation Is Your Most Valuable Asset*. New York: Crown Business.
- Filardo, Andrew, and Boris Hofmann. 2014. «Forward Guidance at the Zero Lower Bound.» Bank for International Settlements, *BIS Quarterly Review* (March).
- Financial Action Task Force. 2015. *Financing of the Terrorist Organisation Islamic State in Iraq and the Levant (ISIL)*. FATF Report, Paris (February). Available at <http://www.fatf-gafi.org>.
- Financial Action Tax Force and Groupe d’action Financière. 2011. *Money Laundering Risks Arising from Trafficking in Human Beings and Smuggling of Migrants*. FATF Report (July), Paris. Available at <http://www.fatf-gafi.org>.
- Fischer, Bjorn, Petra Köhler, and Franz Seitz. 2004. «The Demand for Euro Currencies, Past, Present and Future.» European Central Bank Working Paper Series 330 (April). Frankfurt.
- Fischer, Stanley. 1996. «Why Are Central Banks Pursuing Long-Run Price Stability?» In *Achieving Price Stability: A Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, pp. 7–34. Jackson Hole, WY, August 29–31. Federal Reserve Bank of Kansas City.

- Fischer, Stanley, Ratna Sahay, and Carlos A. Végh. 2002. «Modern Hyper- and High Inflation.» *Journal of Economic Literature* 40 (3): 837–80.
- Fisher, Irving. 1933. *Stamp Scrip*. New York: Adelphi. Available at <http://userpage.fu-berlin.de/roehrigw/fisher/>.
- Franklin, Benjamin. 1729. «A Modest Enquiry into the Nature and Necessity of a Paper Currency.» Printed and Sold by Benjamin Franklin. Philadelphia.
- . 1786. «The Morals of Chess.» Reprinted in *The Columbian Magazine* 1 (December 1786), 159–61.
- Friedman, Milton. 1965. «A Program for Monetary Stability.» In *Readings in Financial Institutions*, ed. Marshall D. Ketchum and Leon T. Kendall. Boston: Houghton Mifflin.
- . 1968. *Dollars and Deficits*. Upper Saddle River, NJ: Prentice-Hall.
- Friedman, Milton, and Anna Jacobson Schwartz. 1963. *A Monetary History of the United States, 1867–1960*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Fuhrer, Jeffrey, and Brian Madigan. 1997. «Monetary Policy When Interest Rates Are Bounded at Zero.» *Review of Economics and Statistics* 79 (December): 573–85. Earlier version published as Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper in Applied Economic Theory 94–06 (1994).
- Galí, Jordi. 2014. «The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus», CEPR Discussion Paper 10165, September.
- Gatch, Loren. 2009. «The Professor and a Paper Panacea: Irving Fisher and the Stamp Scrip Movement of 1932–34.» *Paper Money* 260 (March–April): 125–42.
- Gavin, William T., Benjamin Keen, Alexander W. Richter, and Nathaniel A. Throckmorton. 2015. «The Zero Lower Bound, the Dual Mandate, and Unconventional Dynamics.» Federal Reserve Bank of St. Louis Working Paper 2013–007F (revised May 2015).
- Gesell, Silvio. 1916. *Die Natuerliche Wirtschaftsordnung*. Rudolf Zitzmann Verlag. Available in English as *The Natural Economic Order* (1958). London: Peter Owen.
- Gleick, James. 1996. «The End of Cash», *New York Times Magazine*, June 16.
- Goldfeld, Stephen. 1976. «The Case of the Missing Money.» *Brookings Papers on Economic Activity* 3: 683–739.
- Goodfriend, Marvin. 2000. «Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy.» *Journal of Money, Credit and Banking* 32 (4): 1007–35.
- Gopinath, Gita. 2015. «The International Price System.» In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Inflation Dynamics and Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 27–29. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Gordon, Robert J. 2016. *The Rise and Fall of American Growth*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

- Greene, Claire, and Scott Schuh. 2014. «US Consumers' Holdings and Use of \$100 Bills.» Federal Reserve Bank of Boston Research Data Report 14-3 (November 25).
- Grubb, Farley. 2006. «Benjamin Franklin: And the Birth of a Paper Money Economy.» Paper based on a lecture presented to the Federal Reserve Bank of Philadelphia, March 30. Available at <https://www.philadelphiafed.org/publications/economic-education/ben-franklin-and-paper-money-economy.pdf>.
- Hall, Robert E. 2013. «The Routes into and out of the Zero Lower Bound.» In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 22-24. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Hamilton, James, and Jing Cynthia Wu. 2011. «The Effectiveness of Alternative Zero Bound Tools in a Zero Lower Bound Environment.» *Journal of Money, Credit and Banking* 44, suppl. (1): 3-46.
- Hellerstein, Rebecca, and William Ryan. 2011. «Cash Dollars Abroad.» Federal Reserve Bank of New York, Staff Report 400.
- Henderson, Dale, and Warwick McKibbin. 1993. «A Comparison of Some Basic Monetary Policy Regimes for Open Economies: Implications of Different Degrees of Instrument Adjustment and Wage Persistence.» *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 221-318.
- Henry, James S. 1980. «How to Make the Mob Miserable: The Cash Connection.» *Washington Monthly* 12(4): 54-61.
- Hicks, John R. 1969. *A Theory of Economic History*. Oxford: Clarendon Press.
- HM Revenue and Customs. 2015. *Measuring Tax Gaps, 2015 Edition: Tax Gap Estimates for 2013-14*. London: Her Majesty's Revenue and Customs.
- Huang, Miantang. 2008. *Summary of Historical Price in China* (in Chinese). Jinan, Shandong Province: QiLu Press.
- Ilgmann, Cordelius, and Martin Menner. 2011. «Negative Nominal Interest Rates: History and Proposals.» *International Economics and Economic Policy* 8 (4): 383-405.
- Internal Revenue Service. 2012a. «IRS Releases 2006 Tax Gap Estimates.» FS-2012-6: January. Available at <http://www.irs.gov/uac/IRS-Releases-2006-Tax-Gap-Estimates>.
- . 2012b. «IRS Releases New Tax Gap Estimates; Compliance Rates Remain Statistically Unchanged from Previous Study.» IR-2012-4: January 6. Available at <http://www.irs.gov/uac/IRS-Releases-New-Tax-Gap-Estimates;-Compliance-Rates-Remain-Statistically-Unchanged-From-Previous-Study>.
- International Labor Organization. 2012. *ILO Global Estimate of Forced Labor Results and Methodology*. Geneva.
- . 2014. *Profits and Poverty: The Economics of Forced Labor*. Geneva.
- International Monetary Fund. 2013. *World Economic Outlook*. April. Washington, DC.

- . 2015. *Fiscal Monitor*. October. Washington, DC.
- . 2016. *Global Financial Stability Report*. April. Washington, DC.
- . n. d. *International Financial Statistics*, various issues.
- Irwin, Neil. 2013. *Three Central Bankers and a World on Fire*. New York: Penguin.
- James, Harold. 2012. «Germany Should Re-read Goethe's Faust Part II.» *Financial News*, October 15.
- Jevons, William S. 1875. *Money and the Mechanism of Exchange*. New York: D. Appleton and Co.
- Jochnick, Kerstin. 2015. «Does the Riksbank Have to Make a Profit? Challenges for the Funding of the Riksbank.» Speech presented to the Swedish House of Finance, January 23. Available at http://www.riksbank.se/Documents/Tal/Jochnick/2015/tal_af_jochnick_150123_eng.pdf.
- Johnson, Boris. 2013. *2020 Vision: The Greatest City on Earth: Ambitions for London* (June). City Hall, London: London Greater Authority.
- Johnson, Patrick B. 2014. «Countering ISIL's Financing.» The RAND Corporation Testimony Series. Testimony presented before the House Financial Services Committee on November 13. Santa Monica, CA: RAND Corporation.
- Jost, Patrick M., and Harjit Singh Sandbu. 2000. «Hawala: The Hawala Alternative Remittance System and Its Role in Money Laundering.» Prepared by the Financial Crimes Enforcement Network of the United States Department of Treasury in cooperation with INTERPOL/FOPAC.
- Judson, Ruth. 2012. «Crisis and Calm: Demand for U. S. Currency at Home and Abroad from the Fall of the Berlin Wall to 2011.» Board of Governors of the Federal Reserve, International Finance Discussion Paper 2012-1058 (November). Washington, DC.
- Judson, Ruth, and Richard Porter. 2012. «Estimating the Volume of Counterfeit U. S. Currency in Circulation Worldwide: Data and Extrapolation.» *Journal of Art Crime* 2012 (8): 13-29.
- Kagin, Donald H. 1984. «Monetary Aspects of the Treasury Notes of the War of 1812.» *Journal of Economic History* 44 (1): 69-88.
- Kahn, Charles M., James J. McAndrews, and William Roberds. 2005. «Money Is Privacy.» *International Economic Review* 46: 377-99.
- Keynes, John Maynard. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan and Co.
- Kilmer, Beau, Susan S. Everingham, Jonathan P. Caulkins, Gregory Midgette, Rosalie Liccardo Pacula, Peter H. Reuter, Rachel M. Burns, Bing Han, and Russell Lundberg. 2014. «How Big Is the U. S. Market for Illegal Drugs?» Santa Monica, CA: RAND Corporation. Available at http://www.rand.org/pubs/research_briefs/RB9770.
- Kiyotaki, Nobuhiro, and Randall Wright. 1989. «On Money as a Medium of Exchange.» *Journal of Political Economy* 87 (4): 927-54.
- Klee, Elizabeth. 2008. «How People Pay: Evidence from Grocery Store Data.» *Journal of Monetary Economics* 55 (3): 526-41.

- Kocherlakota, Narayana R. 1998. «Money Is Memory.» *Journal of Economic Theory* 81 (2): 232–51.
- Kotlikoff, Lawrence. 2011. *Jimmy Stewart Is Dead: Ending the World's Ongoing Financial Plague with Limited Purpose Banking*. New York: John Wiley.
- Krishnamurthy, Arvind, and Annette Vissing-Jorgensen. 2011. «The Effects of Quantitative Easing on Interest Rates: Channels and Implications for Policy.» *Brookings Papers on Economic Activity* Fall: 215–265.
- . 2013. «The Ins and Outs of LSAPs.» In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 22–24. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- Krugman, Paul R. 1998. «It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap.» *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 137–205.
- . 2014. «Inflation Targets Reconsidered.» In *ECB Forum on Central Banking Conference Proceedings 2014: Monetary Policy in a Changing Financial Landscape*. Frankfurt: European Central Bank.
- Kuroda, Haruhiko. 2005. *Zaisei-Kinyu Seisaku no Seiko* [Success and Failure in Fiscal and Monetary Policies] (in Japanese). Tokyo: Nippon-Hyoron-Sha.
- Kydland, Finn, and Edward C. Prescott. 1977. «Rules Rather Than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans.» *Journal of Political Economy* 85 (3): 473–92.
- Landefeld, Steven J., Eugene F. Seskin, and Barbara M. Fraumeni. 2008. «Taking the Pulse of the Economy: Measuring GDP.» *Journal of Political Economy* 22 (2): 193–216.
- Landes, David. 1999. *The Wealth and Poverty of Nations: Why Some Are So Rich and Some Are So Poor*. New York: W. W. Norton and Co.
- La Porta, Rafael, and Andrei Shleifer. 2014. «Informality and Development.» *Journal of Economic Perspectives* 28 (3): 109–26.
- Lebow, David E. 1993. «Monetary Policy at Near Zero Interest Rates.» Federal Reserve Board, Division of Research and Statistics Working Paper 136 (July). Washington, DC.
- Leeper, Eric. 1991. «Equilibria under Active and Passive Monetary and Fiscal Policies.» *Journal of Monetary Economics* 27: 129–47.
- Levenson, Thomas. 2011. *Newton and the Counterfeiter*. London: Faber and Faber.
- Littlefield, Henry M. 1964. «The Wizard of Oz: Parable on Populism.» *American Quarterly* 16 (Spring 1964): 47–58. Reprinted in *The American Culture: Approaches to the Study of the United States*, edited by Hennig Cohen. Boston: Houghton Mifflin, 1968.
- Lo, Stephanie, and J. Christina Wang. 2014. «Bitcoin as Money.» Federal Reserve Bank of Boston Current Policy Perspectives 14–4 (September). Available at <http://www.bostonfed.org/economic/current-policy-perspectives/2014/cpp1404.pdf>.

- Lohmann, Susanne. 1992. «Optimal Commitment in Monetary Policy: Credibility versus Flexibility.» *American Economic Review* 82: 273–86.
- Mankiw, N. Gregory. 2009. «It May Be Time for the Fed to Go Negative.» *New York Times*, April 18.
- Marimon, Ramon, Juan Nicollini, and Pedro Teles. 1997. «Electronic Money: The End of Inflation?» Federal Reserve Bank of Minneapolis Discussion Paper 122 (August).
- Mauro, Paolo. 1995. «Corruption and Growth.» *Quarterly Journal of Economics* 110 (3): 681–712.
- McAndrews, Jamie. 2015. «Negative Interest Rates: Where Is the Lower Bound?» Remarks by New York Federal Reserve executive vice president and director of research at the University of Wisconsin, Madison (May 8).
- Meade, James. 1978. «The Meaning of Internal Balance.» *Economic Journal* 88: 423–35.
- Melitz, Jacques. 2015. «A Formal Analysis of the Beginnings of Coinage in Antiquity.» Centre for Economic Policy Research (CEPR) Discussion Paper 10795 (August). London.
- Meltzer, Allan H. 2010. *A History of the Federal Reserve*, vol. 2, book 2, 1970–1986. Chicago: University of Chicago Press.
- Mishkin, Frederic S. 2007. «Housing and the Monetary Transmission Mechanism.» In *Proceedings of Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Housing, Housing Finance, and Monetary Policy*, pp. 359–413. Jackson Hole, WY, August 20–September 1.
- Missale, Alessandro, and Olivier Jean Blanchard. 1994. «The Debt Burden and Debt Maturity.» *American Economic Review* 84 (1): 309–19.
- Morse, H. B. 1906. *Currency in China*. Shanghai: Kelley and Walsh.
- Morse, Susan Cleary, Steven Karlinksy, and Joseph Bankman. 2009. «Cash Businesses and Tax Evasion.» *Stanford Policy and Law Review* 20 (1): 37–68.
- Nakamura, Emi, Jon Steinsson, Patrick Sun, and Daniel Villar. 2015. «The Elusive Costs of Inflation: Price Dispersion during the U. S. Great Inflation» (December). Columbia University, New York.
- Naritomi, Joana. 2015. «Consumers as Tax Auditors» (April). Mimeo, London School of Economics.
- Neumann, Manfred J. M. 1992. «Seigniorage in the United States: How Much Does the U. S. Government Make from Money Production?» *Federal Reserve Bank of St Louis Review* 74 (2): 29–42.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth Rogoff. 1996. *Foundations of International Macroeconomics*. Cambridge, MA: MIT Press.
- . 2002. «Global Implications of Self-Oriented National Monetary Rules.» *Quarterly Journal of Economics* 117: 503–36.
- Okamura, Tadao. 1993. «The Japanese Tax System — Due Process and the Taxpayer.» *Berkeley Journal of International Law* 11: 125–58.

- Orji, N., E. Esiaka, L. Anyaegbunam, R. Obi, and D. Ezeagwuna. 2012. «Parasite Contamination of Nigerian Currency (Paper and Polymer Notes) in the Ihalala Local Government Area of Anambere State, Nigeria.» *Internet Journal of Infectious Diseases* 10 (1).
- Otani, Akira, and Takashi Suzuki. 2008. «Background to the High Level of Banknotes in Circulation and Demand Deposits.» *Bank of Japan Review* (September).
- Peng, Wensheng, and Joanna Y. L. Shi. 2003. «Offshore Use of Currency: Hong Kong's Experience.» In *China's Capital Account Liberalisation: International Perspectives*, BIS Papers 15, part 20. Basle: Bank for International Settlements.
- Peng, Xinwei. 1994. *A Monetary History of China* (in two volumes). Translated by Edward H. Kaplan. Bellingham, Washington: Western Washington University.
- Pew Research Center. 2014. «As Growth Stalls, Unauthorized Immigrant Population Becomes More Settled» (September). Washington, DC: Pew Foundation.
- Philippon, Thomas. 2015. «Has the US Finance Industry Become Less Efficient? On the Theory and Measurement of Financial Intermediation.» *American Economic Review* 105 (4): 1408–38.
- Pissarides, Christopher A., and Guglielmo Weber. 1989. «An Expenditure-Based Estimate of Britain's Black Economy.» *Journal of Public Economics* 39 (1): 17–32.
- Porter, Richard D. 1993. «Estimates of Foreign Holdings of U. S. Currency—An Approach Based on Relative Cross-Country Seasonal Variations.» In *Nominal Income Targeting with the Monetary Base as Instrument: An Evaluation of McCallum's Rule*. Finance and Economics Discussion Series Working Study 1 (March). Board of Governors of the Federal Reserve, Washington, DC.
- Porter, Richard D., and Ruth A. Judson. 1996. «The Location of US Currency: How Much Is Abroad?» *Federal Reserve Bulletin*, October. Washington, DC.
- Reifschneider, David L., and John C. Williams. 2000. «Three Lessons for Monetary Policy in a Low-Inflation Era.» *Journal of Money, Credit and Banking* 32 (4): 936–66.
- Reinhart, Carmen M., Vincent Reinhart, and Kenneth S. Rogoff. 2015. «Dealing with Debt.» *Journal of International Economics* 96, suppl. 1 (July): S43–S55.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff. 2002. «The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation.» NBER Working Paper 8963 (June). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- . 2004. «The Modern History of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation.» *Quarterly Journal of Economics* 119 (1): 1–48.
- . 2009. *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

- . 2010. «Debt and Growth Revisited», VoxEU.org, August 11, 2010.
- . 2013. «Shifting Mandates: The Federal Reserve's First Centennial.» *American Economic Review* 103 (3): 48–54.
- . 2014. «Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes.» *American Economic Review* 104 (5): 50–55.
- Reinhart, Carmen M., and M. Belen Sbrancia. 2015. «The Liquidation of Government Debt.» *Economic Policy* 30 (82): 291–333.
- Rey, H el ene. 2013. «Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence.» In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Global Dimensions of Unconventional Monetary Policy*, Jackson Hole, WY, August 21–23. Kansas City Federal Reserve Bank.
- Rognlie, Matthew. 2016. «What Lower Bound? Monetary Policy with Negative Interest Rates.» Cambridge, MA: Massachusetts Institute of Technology.
- Rogoff, Kenneth S. 1985. «The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target.» *Quarterly Journal of Economics* 100 (4): 1169–89.
- . 1998a. «Foreign and Underground Demand for Euro Notes: Blessing or Curse?» *Economic Policy* 26 (April): 263–303.
- . 1998b. «Comment on Paul Krugman, 'It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap.'» *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 194–99.
- . 2002. «The Surprising Popularity of Paper Currency.» *Finance & Development* 39 (1).
- . 2003. «The Case for Inflation Transparency.» *Financial Times*, April 23.
- . 2004. «Globalization and Global Disinflation.» In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on Monetary Policy and Uncertainty: Adapting to a Changing Economy*, Jackson Hole, WY, August 28–30, 2003. Kansas City Federal Reserve Bank.
- . 2007. «Impact of Globalization on Monetary Policy.» In *Proceedings of the Kansas City Federal Reserve Bank Symposium on the New Economic Geography: Effects and Policy Implications*, Jackson Hole, WY, August 2006. Kansas City Federal Reserve Bank.
- . 2008. «Inflation Is Now the Lesser Evil.» Project Syndicate, December. Available at <http://www.project-syndicate.org/commentary/inflation-is-now-the-lesser-evil>.
- . 2014. «Costs and Benefits to Phasing Out Paper Currency.» In *NBER Macroeconomics Annual*, ed. Jonathan Parker and Michael Woodford. Chicago: University of Chicago Press.
- . 2016. «Debt Supercycle, Not Secular Stagnation.» In *Progress and Confusion: The State of Macroeconomic Policy*, edited by Olivier Blanchard, Raghuram Rajan, Kenneth Rogoff, and Lawrence H. Summers. Cambridge: MIT Press, pp. 19–28.
- Rolnick, Arthur J. 2004. «Interview with Ben S. Bernanke.» Minneapolis Federal Reserve, *Region Magazine* (June).

- Rolnick, Arthur J., François R. Velde, and Warren E. Weber. 1996. «The Debasement Puzzle: An Essay on Medieval Monetary History.» *Journal of Economic History* 56 (4): 789–808.
- Rothbard, Murray N. 2002. *A History of Money and Banking in the United States*. Washington, DC: Ludwig von Mises Institute.
- Sands, Peter. 2015. «Making It Harder for the Bad Guys: The Case for Eliminating High Denomination Notes.» Mossavar-Rahmani Center for Business and Government Working Paper 52 (February). Cambridge, MA.
- Sargent, Thomas J., and François R. Velde, 2003. *The Big Problem of Small Change*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Schmidt, Sebastian. 2013. «Optimal Monetary and Fiscal Policy with a Zero Bound on Nominal Interest Rates.» *Journal of Money, Credit and Banking* 45 (7): 1135–1350.
- Schmitt-Grohe, Stephanie, and Martin Uribe. 1999. «Dollarization and Seignorage: How Much Is at Stake?» Working Paper, University of Pennsylvania, Philadelphia (July).
- Schneider, Friedrich. 2013. «The Financial Flows of Transnational Crime and Tax Fraud in OECD Countries: What Do We (Not) Know?» *Public Finance Review* 41 (3): 677–707.
- . 2015. «The Financial Flows of Transnational Crime and Tax Fraud: How Much Cash Is Used and What We Do (Not) Know.» Talk presented at Johannes Kepler Universität Linz, November. Slides available at [www.libinst.ch /presentationen/LI-FSchneider-Bargeldtrial.pdf](http://www.libinst.ch/presentationen/LI-FSchneider-Bargeldtrial.pdf).
- . 2016. «Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 Other OECD Countries» (January). Mimeo, Department of Economics, Johannes Kepler University Linz, Austria.
- Schneider, Friedrich, and Andreas Buehn. 2012. «Size and Development of Tax Evasion in 38 OECD Countries: What Do We (Not) Know?» CESifo Working Paper 4004 (November). University of Munich, Germany.
- Schneider, Friedrich, Andreas Buehn, and Claudio E. Montenegro. 2010. «New Estimates for the Shadow Economies All Over the World.» *International Economic Journal* 24 (December): 443–61.
- Schneider, Friedrich, and Alexandra Rudolph. 2013. «International Human Trafficking: Measuring Clandestinity by the Structural Equation Approach.» Working Paper 1325 (December). Department of Economics, Johannes Kepler University Linz, Austria.
- Schneider, Friedrich, and Colin Williams. 2013. *The Shadow Economy*. London: Profile Books and Institute for International Affairs.
- Schuh, Scott, and Joanna Stavins. 2015. «The 2013 Survey of Consumer Payment Choice: Summary Results.» Federal Reserve Bank of Boston Research Data Report 15–4 (July 27).
- Seitz, Franz. 1995. «The Circulation of the Deutschmark Abroad.» Deutsche Bank Discussion Paper 1/95. Deutsche Bundesbank, Frankfurt.

- Serious Organised Crime Agency. 2011. Annual Report and Accounts, 2010/2011. London: Controller of Her Majesty's Stationery Office.
- Sims, Christopher. 1994. «A Simple Model for the Determination of the Price Level and the Interaction of Monetary and Fiscal Policy.» *Economic Theory* 4: 381–99.
- Slemrod, Joel. 2007. «Cheating Ourselves: The Economics of Tax Evasion.» *Journal of Economic Perspectives* 21 (1): 25–48.
- . 2016. «Tax Compliance and Enforcement: New Research and Its Policy Implications.» University of Michigan, Ross School of Business Working Paper No. 1302 (January), Ann Arbor.
- Sprenkle, Case M. 1993. «The Case of the Missing Currency.» *Journal of Economic Perspectives* 7 (3): 175–84.
- Summers, Lawrence. 1991. «How Should Long-Term Monetary Policy Be Determined?» *Journal of Money, Credit and Banking* 23 (part 2/August): 625–31.
- Sumner, Scott. 1990. «The Transactions and Hoarding Demand for Currency.» *Quarterly Review of Economics and Business* 30 (1): 75–89.
- Svensson, Lars E. O. 2010. «Inflation Targeting.» In *The Handbook of Monetary Economics*, vol 3b. Edited by Benjamin Friedman and Michael Woodford. Amsterdam: Elsevier.
- Svensson, Roger, and Andreas Westermarck. 2015. «Renovatio Monetæ: Gesell Taxes in Practice» (September). Research Institute of Industrial Economics Working Paper 1083, Stockholm.
- Tax Policy Center. 2012. «The Numbers: What Is the Breakdown of Revenues among Federal, State, and Local Governments?» Available at <http://www.taxpolicycenter.org/briefing-book/background/numbers/revenue-breakdown.cfm>.
- Taylor, John B. 1993. «Discretion versus Policy Rules in Practice.» *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy* 39: 195–214.
- Transparency International. 2004. *Global Corruption Report*. London and Sterling, VA: Pluto Press. Available at http://www.transparency.org/whatwedo/publication/global_corruption_report_2004_political_corruption.
- Treasury Inspector General for Tax Administration. 2013. «The Internal Revenue Service Needs to Improve the Comprehensiveness, Accuracy, Reliability, and Timeliness of the Tax Gap Estimate.» Reference Number: 2013-IE-R008, August 21. Washington, DC: Department of the Treasury.
- Tullock, Gordon. 1957. «Paper Money—A Cycle in Cathay.» *Economic History Review* 9 (3): 393–407.
- Turner, Adair. 2015. *Between Debt and the Devil*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- United Nations Office on Drugs and Crime. 2005. *World Drug Report 2005*. Geneva.
- . 2011. *World Drug Report 2011*. Geneva.
- . 2014. *Global Report on Trafficking in Persons*. Geneva: United Nations.

- United States Department of State. 2015. *Trafficking in Persons Report, 2015*. Washington, DC: Government Printing Office.
- United States Mint. 2014. *Biennial Report to Congress*. Washington, DC: U. S. Department of the Treasury.
- United States Treasury. 2006. «The Use and Counterfeiting of United States Currency Abroad, Part 3.» Final Report to Congress by the Secretary of the Treasury (written in cooperation with the Board of Governors of the Federal Reserve System and the United States Secret Service). Available at <http://www.federalreserve.gov/boarddocs/rptcongress/counterfeit/default.htm>.
- Vigna, Paul, and Michael Casey. 2015. *The Age of Cryptocurrency: How Bitcoin and Digital Money Are Challenging the Global Economy*. New York: St. Martin's Press.
- Von Glahn, Richard. 1996. *Fountain of Fortune: Money and Monetary Policy in China, 1000–1700*. Berkeley: University of California Press.
- Wallace, Neil. 1981. «A Modigliani Miller Theorem for Open Market Operations.» *American Economic Review* 71 (3): 267–75.
- Walsh, Carl. 1995. «Optimal Contracts for Central Bankers.» *American Economic Review* 85 (1): 150–67.
- . 2011. «The Future of Inflation Targeting.» *Economic Record* 87: 23–36.
- Wang, Zhu, and Alexander L. Wolman. 2014. «Payment Choice and the Future of Currency: Insights from Two Billion Retail Transactions.» Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper 14–09 (April), Richmond, VA.
- Warwick, David. 2015. *The Abolition of Cash: America's \$660 Billion Problem*. Santa Rosa, CA: David Warwick.
- Werning, Ivan. 2011. «Managing a Liquidity Trap: Monetary and Fiscal Policy.» NBER Working Paper 17344 (August). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Williams, John C. 2009. «Heeding Daedalus: Optimal Inflation and the Zero Lower Bound.» *Brookings Papers on Economic Activity* Fall: 1–37.
- . 2013. «Lessons from the Financial Crisis for Unconventional Monetary Policy.» Panel Discussion at NBER conference, October 18. Available at <http://www.frbsf.org/our-district/press/presidents-speeches/williams-speeches/2013/october/research-unconventional-monetary-policy-financial-crisis/>.
- Wolman, Alexander. 1998. «Staggered Price Setting and the Zero Bound on Nominal Rates.» Federal Reserve Bank of Richmond. *Economic Quarterly* 84 (4): 1–24.
- Wolman, David. 2012. *The End of Money: Counterfeiters, Preachers, Teachers, Dreamers — and the Coming Cashless Society*. Philadelphia: Da Capo Press.
- Woodford, Michael. 1996. «Control of the Public Debt: A Requirement for Price Level Stability?» NBER Working Paper 5684 (July). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

БИБЛИОГРАФИЯ

- . 2003. *Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- . 2012. «Methods of Monetary Accommodation at the Zero Bound.» In *Proceedings of the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on Economic Policy*, Jackson Hole, WY, August 30–September 1. Federal Reserve Bank of Kansas City.
- World Bank. 2016. «Six Questions on the Cost of Corruption with World Bank Institute Global Governance Director Daniel Kaufmann.» Available online at <http://web.worldbank.org/>.
- World Gold Council. 2015. «Gold Demand Trends: Second Quarter 2015.» London: World Gold Council. Available online at <http://www.gold.org/supply-and-demand/gold-demand-trends>.
- Wright, Richard, Erdal Tekin, Volkan Topalli, Chandler McClellan, Timothy Dickinson, and Richard Rosenfeld. 2014. «Less Cash, Less Crime: Evidence from the Electronic Benefit Transfer Program.» NBER Working Paper 19996 (March). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Wu, Jing Cynthia, and Fan Dora Xia. 2016. «Measuring the Macroeconomic Impact of Monetary Policy at the Zero Lower Bound.» *Journal of Money, Credit, and Banking* 48 (2–3): 253–91.
- Yehoue, Etienne B. 2012. «On Price Stability and Welfare.» International Monetary Fund Working Paper 12/189. Washington, DC.
- Yellen, Janet. 2012. «Perspectives on Monetary Policy.» Remarks at the Boston Economic Club Dinner, Federal Reserve Bank of Boston, June 6. Available at <http://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/yellen20120606a.htm>.
- Zucman, Gabriel. 2015. *The Hidden Wealth of Nations: The Scourge of Tax Havens*. Chicago: University of Chicago Press.
- Zuo, Yuegang, Kai Zhang, Jingpin Wuo, Christopher Rego, and John Fritz. 2008. «An Accurate and Nondestructive GC Method for Determination of Cocaine on US Paper Currency.» *Journal of Separation Science* 31 (13): 2444–50.

Научное издание

КЕННЕТ РОГОФФ
ПРОКЛЯТИЕ НАЛИЧНОСТИ

Главный редактор издательства Валерий Анашвили
Научный редактор издательства Артем Смирнов
Выпускающий редактор Елена Попова
Корректор Ольга Черкасова
Дизайн обложки Владимир Вертинский
Верстка Сергей Зиновьев

Издательство Института Гайдара
125009, Москва, Газетный пер., д. 3–5, стр. 1



Подписано в печать 25.08.2017. Тираж 1000 экз. Заказ 6541
Формат 60×90/16. Отпечатано в филиале «Чеховский
печатный двор» АО «Первая образцовая типография»
Сайт: www.chpd.ru, E-mail: sales@chpd.ru (499) 270-73-59
142300, Московская обл., г. Чехов, ул. Полиграфистов, 1