

Дэвид Мосс

КРАТКИЙ КУРС

# МАКРО

ЭКОНОМИКИ

Что нужно знать руководителю

David A. Moss

# **A Concise Guide to Macroeconomics**

What Managers, Executives,  
and Students Need to Know

Second Edition

Harvard Business Review Press  
Boston, Massachusetts

Дэвид Мосс

# Краткий курс макроэкономики

Что нужно знать руководителю

Перевод с английского Эльвиры Кондуковой

Москва  
«Манн, Иванов и Фербер»  
2020

УДК 330.1  
ББК 65.011  
М83

*Издано с разрешения Harvard Business Review Press,  
a division of Harvard Business School Publishing Corporation (США)  
и литературного агентства Александра Корженевского (Россия)  
На русском языке публикуется впервые*

**Мосс, Дэвид**  
М83      Краткий курс макроэкономики. Что нужно знать руководителю /  
Дэвид Мосс ; пер. с англ. Э. Кондуковой. — М. : Манн, Иванов и Фербер,  
2020. — 224 с.

ISBN 978-5-00100-907-8

В своей книге профессор Гарвардской школы бизнеса Дэвид Мосс делает упор на принципы и взаимосвязи в макроэкономике, а не математические формулы и модели. Научным, но доступным языком он рассказывает об основах предмета — от ВВП и ВВП до валютных курсов и инфляции.

Эта книга для менеджеров, владельцев бизнеса и всех, кто интересуется экономикой.

УДК 330.1  
ББК 65.011

*Все права защищены.  
Никакая часть данной книги не может быть воспроизведена  
в какой бы то ни было форме без письменного разрешения владельцев авторских прав.*

ISBN 978-5-00100-907-8

© 2014 David Moss  
Published by arrangement with Harvard  
Business Review Press (USA) via Alexander  
Korzhenevsky Agency (Russia)  
© Перевод на русский язык, издание  
на русском языке, оформление.  
ООО «Манн, Иванов и Фербер», 2020

# Оглавление

Предисловие .....	9
<b>Часть I. Введение в макроэкономику</b>	
Глава 1. Объем производства .....	15
Глава 2. Деньги .....	48
Глава 3. Ожидания .....	90
<b>Часть II. Избранное</b>	
Глава 4. Краткая история денег и монетарной политики в США .....	117
Глава 5. Основы учета ВВП .....	133
Глава 6. Чтение отчета о состоянии платежного баланса .....	153
Глава 7. Валютный курс .....	170
Эпилог .....	178
Заключение .....	190
Термины .....	201
Благодарности .....	221
Об авторе .....	223

*Посвящается моим студентам*



# Предисловие

Макроэкономические факторы воздействуют на повседневную жизнь каждого из нас. Темпы инфляции влияют на цены, равно как на наши доходы и сбережения. Процентные ставки определяют стоимость заимствований и доходность банковских счетов и облигаций, а курс валют — решения о закупке импортных товаров, равно как и стоимость зарубежных активов. И все это — лишь вершина айсберга. Многочисленные макроэкономические процессы, начиная с уровня безработицы и заканчивая продуктивностью, в одинаковой степени формируют экономическую среду, в которой мы живем.

Большинству менеджеров знание основ макроэкономики позволяет более глубоко и детально судить о состоянии рынка со стороны спроса и предложения. Это дает им дополнительные ресурсы и для прогнозирования важных макроэкономических событий, например резкого падения реального обменного курса или внезапных перепадов процентной ставки по централизованным кредитным средствам Федеральной резервной системы (ФРС), и для своевременной реакции.

Конечно, менеджеры могут добиться успеха, не понимая в полной мере сути макроэкономических показателей. Однако, включив базовые макроэкономические понятия и закономерности в арсенал управленческих приемов, они обретают дополнительный шанс обойти конкурентов — увидеть



скрытые возможности, избежав ненужных (иногда дорогостоящих) ошибок. Например, в 1990-х гг. менеджеры, умевшие читать и интерпретировать отчеты о платежном балансе, лучше других справлялись с последствиями мексиканского и азиатского валютных кризисов. Точно так же те, кто понимал глубинные причины массового изъятия вкладов из банков и не витал в облаках, оказались в лучшем положении во время финансового кризиса 2007–2009 гг.

Однако макроэкономика имеет практическую ценность не только для бизнеса. Общее представление о предмете важно иметь всем: и потребителям, и рабочим, и инвесторам, и даже избирателям. То, насколько эффективно наши избранные представители (или лица, назначенные для руководства ключевыми министерствами, как ФРС или Министерство финансов) управляют макроэкономическими процессами, явно оказывает огромное влияние на уровень нашей жизни — сейчас и в будущем. Избиратели наверняка оценят на собственном опыте, насколько им выгоден или невыгоден большой дефицит бюджета в каждый конкретный момент.

К сожалению, даже многие хорошо образованные граждане никогда не изучали макроэкономику. А те, кто с ней знаком, зачастую тратили время на решение оторванных от жизни примеров, а не на изучение глубинных основ. Иногда макроэкономику преподают с упором на решение многочисленных уравнений и анализ графиков, отвлекающих внимание студентов от важных идей, составляющих смысл науки в целом.

В книге сделана попытка охарактеризовать основные макроэкономические концепции с упором на основные принципы и взаимосвязи вместо математических формул

и моделей. Цель — поговорить об основах макроэкономики, базовых концепциях, причем в доступной форме и одновременно научно.

Изложенный в книге подход к макроэкономике я разрабатывал в течение двух десятков лет, преподавая в Гарвардской школе бизнеса. По сути, первый вариант этой книги был написан как учебник для моих студентов и с тех пор после многократных усовершенствований стал обязательным для изучения на многих магистерских программах Гарвардской школы бизнеса — хотя мой подход довольно сильно отличается от того, что можно найти в стандартном учебнике по макроэкономике как базового, так и продвинутого уровня. Мы пришли к выводу, что такой подход весьма эффективен и хорошо воспринимается как студентами, так и практическими работниками.

Как мы увидим далее, макроэкономiku можно представить стоящей на трех столпах: объем производства, деньги и ожидания. Поскольку объем производства играет роль центрального столпа, то мы с него и начнем (глава 1), а потом рассмотрим деньги и ожидания (соответственно в главах 2 и 3). Главы 1–3 составляют первую часть книги: в ней очень кратко изложены теоретические основы макроэкономики.

Для читателей, желающих получить углубленное представление о предмете, предназначены главы с 4 по 7. Здесь более подробно раскрыты некоторые ключевые вопросы. Их нельзя назвать особенно сложными; скорее, это макроэкономические проблемы, обычно вызывающие наибольшее количество вопросов в аудитории. В главе 4 представлен короткий исторический очерк кредитно-денежной политики в США с анализом управления предложением денег с момента возникновения республики и до настоящего времени.

По собственному опыту могу сказать, что исторический подход оказывается особенно эффективным при изложении логики и границ действия кредитно-денежной системы и центрального банка. В главах 5 и 6 раскрываются основы системы национальных счетов. Для оценки компании очень важно уметь читать отчет о финансовых результатах и баланс, а для оценки экономики страны и эффективности ее функционирования не менее важно уметь читать счет ВВП (глава 5) и счета платежного баланса (глава 6). Наконец, в главе 7 рассматриваются проблемы валютного курса, в частности факторы, заставляющие его расти или падать. Хотя динамику валютного курса, так же как курса акций, очень трудно предсказать, но все же есть ряд существенных экономических взаимосвязей, которые следует принять во внимание, если вы пытаетесь это сделать — не важно, для личных или для коммерческих целей.

В отличие от стандартного учебника по макроэкономике данная книга рассчитана на то, чтобы ее можно было прочитать в один присест. Читателям, возможно, захочется время от времени перечитать те или иные главы (например, чтобы освежить в памяти проблемы валютного курса или, скажем, налоговой политики), но наибольшую пользу книга принесет, если сначала прочитать ее всю целиком. Ведь главная цель — дать читателям общее представление об объекте, его основных компонентах и характере взаимосвязи между ними.

Приняв во внимание все вышесказанное, приступим к изложению концептуальной основы макроэкономике — теории национального объема производства в главе 1.

Часть I

# **Введение в макроэкономику**



## Глава 1

# Объем производства

Понятие национального объема производства — центральное в макроэкономике. Общее количество продуктов (товаров), произведенное страной, представляет собой естественное бюджетное ограничение. Страна может потребить больше продуктов, чем производит, только тогда, когда закупает разницу за рубежом. Именно большой объем производства (а не большое количество денег) обеспечивает нации процветание. Национальное правительство может печатать и выпускать в обращение сколько угодно денег, превращая своих сограждан в миллионеров. Но в итоге им не будет никакой пользы, если пропорционально не возрастет объем производства. А если он сократится, то граждане обнаружат, что их материальное положение ухудшилось, несмотря на обилие денег в карманах.

## Показатели национального объема производства

Наиболее широко распространен такой показатель национального объема производства, как валовый внутренний продукт (ВВП). Чтобы понять, что такое ВВП, следует сначала выяснить, как он измеряется. Основная проблема измерения ВВП — как избежать двойного счета. Казалось бы, очевидно,

что общий объем производства просто равен сумме стоимости всех товаров, произведенных в национальной экономике, включая каждый килограмм стали, каждый трактор, каждый бушель зерна, каждую буханку хлеба, каждое блюдо, поданное в ресторане, каждый лист бумаги, каждый комплект чертежей, каждое построенное сооружение и так далее. Однако такой метод подсчета не совсем верен, поскольку включение в общую сумму каждого товара приводит к бесконечному повторному счету на разных этапах производства.

Приведем простой пример. Представьте себе, что лесопильная компания А рубит деревья в принадлежащем ей лесу и продает древесину компании Б за 1000 долл. Компания Б занимается производством мебели; она пилит древесину на доски и полирует их, изготавливает стулья и столы, а затем продает их за 2500 долл. компании В, владеющей сетью розничных магазинов. Наконец, компания В продает столы и стулья конечным потребителям за 3000 долл. Если при подсчете общего объема производства сложить стоимость продуктов на всех этапах ( $1000 + 2500 + 3000$ ), то результат (6500 долл.) окажется сильно завышенным, поскольку стоимость древесины будет в нем учтена три раза (во всех трех операциях продажи), а стоимость ее обработки — два раза (в двух последних операциях).

Хороший способ избежать двойного счета — учитывать только добавленную стоимость, то есть стоимость вновь созданного продукта, на каждой стадии производства. Если портной покупает полуфабрикат юбки за 50 долл., пришивает несколько пуговиц стоимостью 1 долл. и затем продает готовую вещь за 60 долл., мы не будем утверждать, что он создал продукт стоимостью 60 долл. Скорее можно сказать, что он добавил к полуфабрикату юбки стоимость на сумму

9 долл. и тем самым *создал* дополнительный продукт на ту же сумму. Точнее говоря, добавленная стоимость (или вновь созданный продукт) равняется продажной цене продукта за вычетом всех затрат, не связанных с оплатой труда, понесенных в процессе создания продукта.

Этот метод вычислений можно с легкостью применить к вышеописанному примеру с компаниями А–Б–В. Поскольку компания А продает необработанную древесину, затраты на заготовку которой составили 1000 долл., и не несет никаких других материальных затрат, то добавляет к общему объему производства в экономике те же 1000 долл. Компания Б добавила к нему еще 1500 долл., поскольку ее материальные затраты составили 1000 долл. (закупка древесины у компании А), а объем продаж (компании В) — 2500 долл. Наконец, компания В добавила к общему объему производства еще 500 долл., поскольку ее материальные затраты составили 2500 долл. (закупка мебели у компании Б), а объем продаж конечным потребителям — 3000 долл. Если суммировать стоимость, добавленную на каждом этапе ( $1000 + 1500 + 500$ ), то нетрудно убедиться, что общий объем производства составляет 3000 долл.

Еще один и куда более простой способ избежать двойного счета при вычислении общего объема производства — сосредоточиться на подсчете только конечных продаж, включающих всю добавленную стоимость, созданную на предыдущих этапах производства. Поскольку потребители заплатили розничной компании В 3000 долл. за готовые столы и стулья, мы можем сделать вывод, что таков общий объем производства. Заметим, что подсчет общего объема производства по методу суммирования добавленной стоимости дал точно такой же результат (рис. 1.1).



	Стоимость продаж	– Материальные затраты	= Добавленная стоимость
Компания А (лесопильное производство)	1000	0	1000
↓			
Компания Б (производство мебели)	2500	1000	1500
↓			
Компания В (розничная торговля)	<b>3000</b>	2500	500
Итого	6500	3500	<b>3000</b>

Рис. 1.1. Пример расчета национального объема производства, долл.

Хотя оба метода вполне корректны, второй, известный под названием *расходного или производственного*, стал общепринятым методом расчета ВВП в большинстве стран. В его основе лежит следующая логика: если суммировать все затраты на *конечные* продукты, то результат будет равняться общей стоимости национального объема производства, поскольку каждая единица произведенного продукта так или иначе будет реализована\*. В результате стандартное определение ВВП звучит так: *рыночная стоимость всех конечных товаров, произведенных в стране в течение данного года*.

Государственные чиновники обычно распределяют затраты на конечные товары по пяти категориям: потребительские расходы домохозяйств (П), инвестиции в производственные

\* Продукты, оставшиеся нереализованными, также включаются в состав ВВП. В частности, они классифицируются как составляющая запасов, а значит, как неочевидная часть коммерческих затрат (инвестиций). *Здесь и далее прим. авт.*

активы (Ин), государственные закупки товаров (Г), экспорт (Э) и импорт (И). Точные определения приведены в главе 5.

*Почти все* расходы домохозяйств относятся к категории потребительских, однако далеко не все расходы коммерческих компаний входят в понятие инвестиций в производственные активы. Иначе мы получили бы двойной счет в больших масштабах, поскольку многое из того, что закупают фирмы (например, сырье и материалы), поступает в обработку и в конечном счете продается потребителям. В результате только инвестиции в производственные активы включают затраты на производство, которые не будут реализованы в ближайшее время (обычно на протяжении года). Например, для плотника новая электропила — не что иное, как инвестиция в производственный актив, в отличие от пиломатериалов, купленных для производства столов и стульев\*.

Еще одна возможная причина двойного счета при использовании затратного метода связана с импортом. Если американские потребители покупают телевизоры, произведенные в Азии, то мы должны проявить осторожность и не учитывать потребительские расходы в ВВП США, поскольку

---

\* В идеале электропила будет включена в объем производства страны в тот момент, когда впервые будет куплена (в качестве инвестиции), а затем постепенно из суммы объема производства будет вычитаться сумма амортизации (то есть она будет постепенно потребляться в процессе производства). Таким методом можно рассчитать чистый (уменьшенный на сумму амортизации) показатель объема производства, который обычно называется чистым внутренним продуктом, или ЧВП. Поскольку сумму амортизации рассчитать трудно, ею часто пренебрегают при расчете национального объема производства. В результате экономисты и политики с большим доверием относятся к показателю валового внутреннего продукта (ВВП), чем чистого внутреннего продукта (ЧВП).

продукты, купленные за рубежом, входят в объем производства зарубежных стран, а не США. Поэтому импортированные продукты вычитаются из общей суммы затрат и, соответственно, из ВВП.

В результате объединения всех компонентов мы получаем одно из самых важных уравнений в макроэкономике.

$$\text{Национальный объем производства (ВВП)} = \text{П} + \text{Ин} + \text{Г} + \text{Э} - \text{И}$$

Ясно, что национальный объем производства равен сумме расходов на конечные продукты за вычетом импорта. Как мы уже видели, национальный объем производства равен также сумме добавленной стоимости на разных этапах производства (то есть приросту стоимости на каждом этапе производства) национальной экономики.

Третий способ расчета национального объема производства — сосредоточиться на показателях дохода (напомним, что на практике чаще всего для расчета ВВП используется затратный метод). Доходы — это выплаты, приходящиеся на долю каждого фактора производства, труда и капитала, за их вклад — обычно в форме заработной платы, процентов, дивидендов, ренты и роялти. Поскольку доход — всего лишь выплата за участие в создании национального объема производства, то логично предположить, что в итоге сумма доходов равна стоимости объема производства. Все выплаты в процессе производства так или иначе оказываются в чьем-то кармане — может быть, в вашем, а может, в моем\*.

---

\* Важно помнить, что понятие дохода не равнозначно понятию богатства. Ваш доход — это сумма средств, которую вы зарабатываете ежегодно, работая по найму и получая доходы от своих инвестиций. Богатство представляет собой сами по себе инвестиции, являющиеся частью сбережений, накопленных в предыдущие годы.

## Обмен произведенным продуктом между странами

Иногда одна страна считает целесообразным обмен произведенными продуктами с другой страной. Например, США захотят обменять коммерческий самолет (скажем, «Боинг 747») на японские автомашины (скажем, «Хюндай» или «Тойоты»). Если стоимость «Боинга» на момент сделки в точности равняется стоимости партии японских автомашин, тогда торговые счета обеих стран будут сбалансированы. То есть сумма экспорта в США и Японии будет в точности равна стоимости импорта.

Вызывает большой интерес вопрос, почему какая-либо страна может стремиться обеспечить себе профицит торгового баланса, продав за рубеж больше внутреннего продукта (в форме экспорта), чем закупая за рубежом (в форме импорта). Но каковы причины того, что страна стремится обеспечить превышение экспорта над импортом? Коротко говоря, ответ таков: страны с положительным сальдо торгового баланса ожидают, что в будущем импортируют дополнительный объем продукта из стран — торговых партнеров\*. Операция с отсрочкой по времени гарантируется получением и предоставлением международных займов. Когда страна экспортирует больше, чем импортирует, она неизбежно предоставляет зарубежным странам заем на соответствующую сумму, что позволяет иностранцам выкупать

---

\* Еще одна причина, по которой правительство стремится сводить бюджет с профицитом (и агрессивно осваивать зарубежные рынки), — стремление повысить спрос на товары внутреннего производства, или, иначе говоря, найти новые рынки сбыта для своей продукции. Мы вернемся к обсуждению концепции управления совокупным спросом и в этой главе, и в главе 3.

дополнительный объем ее производства. И наоборот, если страна импортирует больше, чем экспортирует, ей придется получать заем за рубежом, чтобы покрыть разницу. Однако, получая заем, она обязуется вернуть его — обычно с процентами — в будущем. Например, если США собираются импортировать автомобили из Японии, не экспортируя туда ничего, то расплатиться за автомобили они могут, только получив заем у той же Японии. Заем в данном случае может принимать разнообразные формы. Американцы могут непосредственно получать кредит в японских банках или предоставить японцам акции, облигации или иные ценные бумаги, представляющие собой требование на получение американских продуктов, которые еще только будут когда-нибудь выпущены. В итоге, когда японцы решат продать принадлежащие им американские акции и облигации, чтобы направить выручку на покупку американских самолетов, кинофильмов и программного обеспечения, торговый баланс между двумя странами опять изменится на противоположный.

Теперь от Соединенных Штатов потребуются обеспечить положительное сальдо торгового баланса, отправив часть своего объема производства в Японию и тем самым заставив американцев потреблять меньше, чем они производят. Тогда уже у Японии образуется дефицит торгового баланса, поскольку потребление японцев на какое-то время превысит их объем производства (причем разница будет покрываться за счет импорта из США).

Все международные операции такого рода отражаются в отчете о состоянии платежного баланса страны (ПБС) (табл. 1.1).

Таблица 1.1. ВВП и платежный баланс — условный пример

Счета ВВП для страны X в 2010 г.	млн долл.	Платежный баланс для страны X в 2010 г.	млн долл.
Потребление (П)	1000	Счет текущих операций	-50
Инвестиции (Ин)	200	Баланс торговых операций	-200
Государственные закупки (Г)	300	Баланс услуг	150
Экспорт (Э)	500	Чистые доходы от инвестиций	-25
Импорт (И)	550	Чистые денежные переводы	25
<b>ВВП = П + Ин + Г + Э - И</b>	<b>1450</b>	Счет финансовых операций	50
		Чистые прямые инвестиции	-125
		Чистые портфельные инвестиции	150
		Погрешности и ошибки	-25
		Изменения в официальных резервах	50

*Комментарий.* В данном примере страна X закупает больше конечных продуктов, чем производит. Мы знаем это, поскольку П + Ин + Г (внутренние затраты) больше, чем общая сумма ВВП (1500 долл. против 1450 долл.). Чтобы такое стало возможно, страна X должна импортировать больше продуктов, чем она экспортирует, что и имеет место в данном случае. Как показано в левой стороне таблицы, импорт (товаров) превышает экспорт (товаров) на 50 долл., что в точности равняется сумме превышения внутренних затрат над внутренним объемом производства. Очевидно, что на разницу между внутренними затратами и внутренним объемом производства были импортированы товары из-за рубежа. В правой стороне таблицы приведен платежный баланс, где более подробно расшифровываются операции страны X с остальными странами мира. Счет текущих операций сведен с дефицитом, что означает: страна X закупает больше продуктов из-за рубежа, чем продает туда (хотя сальдо счета текущих операций в платежном балансе не равно в точности разнице между экспортом и импортом, как следует из счетов ВВП, но довольно близко к этому значению). Профицит счета финансовых операций свидетельствует о чистом притоке капиталов из-за рубежа. Как следует из анализа счета, он включает несколько составляющих, в том числе прямые иностранные инвестиции, портфельные инвестиции и др. Более детальное рассмотрение счетов ВВП и платежного баланса приведено в главах 5 и 6.

Текущие операции, например экспорт и импорт товаров, отражаются на *счете текущих операций*. Финансовые операции, в частности продажа акций и облигаций иностранцам, отражаются на *счете финансовых операций* (ранее называвшемся *счетом движения капитала*). Дефицит счета текущих операций неизменно сопровождается притоком капитала в страну (в результате заимствований), отражаемым на счете финансовых операций, в то время как профицит счета текущих операций сопровождается оттоком капитала (в результате предоставления займов) на счете финансовых операций. В результате счет текущих операций и счет финансовых операций прямо противоположны по своей динамике: дефицит на одном из них неизбежно сопровождается профитом на другом, причем на такую же сумму (дополнительные рекомендации по чтению отчета о состоянии платежного баланса страны см. в главе 6).

Дефицит счета текущих операций не обязательно следует интерпретировать как отрицательный факт, поскольку он может свидетельствовать как о положительных, так и об отрицательных явлениях в экономике страны в зависимости от контекста. В некоторых случаях дефицит счета текущих операций означает, что страна живет не по средствам, наращивая свое потребление сверх разумных пределов. Но в некоторых случаях дефицит возникает в результате заимствований за рубежом с целью наращивания внутренних инвестиций (а значит, наращивания объема производства в будущем). Таким образом, перед странами с дефицитом стоит главным образом вопрос, насколько эффективно они используют дополнительный объем производства. В то же время страны с профитом должны ответить на вопрос,

можно ли в будущем ожидать хорошей отдачи от объема производства, отдаваемого за рубеж в настоящее время.

Хотя основы отражения операций в платежном балансе вам, скорее всего, незнакомы, но это не так сложно, как может показаться на первый взгляд. По сути дела, фундаментальные правила покажутся куда более простыми, если проиллюстрировать их на примере вашего личного бюджета. Если вы работаете по найму, то получаете заработную плату или оклад за свой трудовой вклад в выпуск продукта. Если вы владеете капиталом (акции, облигации, банковские счета), то получаете дивиденды или проценты за его участие в процессе производства. Если вы хотите потреблять больше, чем производите (то есть покупать больше, чем позволяет общая сумма ваших доходов), тогда вам придется брать займы (или по крайней мере тратить ваши сбережения), для того чтобы финансировать разницу в доходах и расходах. Избыточные расходы можно направить на увеличение текущего потребления (например, отправиться в двухнедельную поездку по Европе) или на инвестиции в собственное развитие (например, получение второго образования или предпринимательский проект), обещающие увеличить ваши доходы в будущем. К тому же, чтобы вы могли взять займы, кто-то должен согласиться одолжить вам деньги, что, в свою очередь, означает: кто-то должен производить больше, чем потребляет (и сберегать разницу, чтобы одолжить ее вам). Когда-нибудь вам придется отдать заем, и, скорее всего, с процентами, для чего в какой-то период вам придется потреблять меньше, чем производить (то есть меньше, чем позволяет ваш совокупный доход). Ведь вам придется отдавать часть дохода кредитору в форме процентов и основной части долга.

Для страны ситуация примерно такая же. Если страна поддерживает дефицит счета текущих операций (например,



Текущие операции, например экспорт и импорт товаров, отражаются на *счете текущих операций*. Финансовые операции, в частности продажа акций и облигаций иностранцам, отражаются на *счете финансовых операций* (ранее называвшемся *счетом движения капитала*). Дефицит счета текущих операций неизменно сопровождается притоком капитала в страну (в результате заимствований), отражаемым на счете финансовых операций, в то время как профицит счета текущих операций сопровождается оттоком капитала (в результате предоставления займов) на счете финансовых операций. В результате счет текущих операций и счет финансовых операций прямо противоположны по своей динамике: дефицит на одном из них неизбежно сопровождается профицитом на другом, причем на такую же сумму (дополнительные рекомендации по чтению отчета о состоянии платежного баланса страны см. в главе 6).

Дефицит счета текущих операций не обязательно следует интерпретировать как отрицательный факт, поскольку он может свидетельствовать как о положительных, так и об отрицательных явлениях в экономике страны в зависимости от контекста. В некоторых случаях дефицит счета текущих операций означает, что страна живет не по средствам, наращивая свое потребление сверх разумных пределов. Но в некоторых случаях дефицит возникает в результате заимствований за рубежом с целью наращивания внутренних инвестиций (а значит, наращивания объема производства в будущем). Таким образом, перед странами с дефицитом стоит главным образом вопрос, насколько эффективно они используют дополнительный объем производства. В то же время страны с профицитом должны ответить на вопрос,

можно ли в будущем ожидать хорошей отдачи от объема производства, отдаваемого за рубеж в настоящее время.

Хотя основы отражения операций в платежном балансе вам, скорее всего, незнакомы, но это не так сложно, как может показаться на первый взгляд. По сути дела, фундаментальные правила покажутся куда более простыми, если проиллюстрировать их на примере вашего личного бюджета. Если вы работаете по найму, то получаете заработную плату или оклад за свой трудовой вклад в выпуск продукта. Если вы владеете капиталом (акции, облигации, банковские счета), то получаете дивиденды или проценты за его участие в процессе производства. Если вы хотите потреблять больше, чем производите (то есть покупать больше, чем позволяет общая сумма ваших доходов), тогда вам придется брать займы (или по крайней мере тратить ваши сбережения), для того чтобы финансировать разницу в доходах и расходах. Избыточные расходы можно направить на увеличение текущего потребления (например, отправиться в двухнедельную поездку по Европе) или на инвестиции в собственное развитие (например, получение второго образования или предпринимательский проект), обещающие увеличить ваши доходы в будущем. К тому же, чтобы вы могли взять займы, кто-то должен согласиться одолжить вам деньги, что, в свою очередь, означает: кто-то должен производить больше, чем потребляет (и сберегать разницу, чтобы одолжить ее вам). Когда-нибудь вам придется отдать заем, и, скорее всего, с процентами, для чего в какой-то период вам придется потреблять меньше, чем производить (то есть меньше, чем позволяет ваш совокупный доход). Ведь вам придется отдавать часть дохода кредитору в форме процентов и основной части долга.

Для страны ситуация примерно такая же. Если страна поддерживает дефицит счета текущих операций (например,

в результате превышения импорта над экспортом), это означает, что она потребляет продуктов больше, чем производит, покрывая разницу за счет зарубежных займов. Разница отражается на счете финансовых операций платежного баланса, создавая профицит в результате притока капитала. Ключевой момент: для страны, как и для физического лица, долговременное ограничение на объем потребления и инвестиций — реальный объем производства. Страна, как и отдельно взятый гражданин, может потреблять больше продуктов, чем производит (покрывая разницу за счет заимствований), в течение непродолжительного времени, но не в долгосрочной перспективе. Национальный объем производства — то есть ВВП страны — представляет собой ее бюджетное ограничение. Именно поэтому понятие национального объема производства составляет самую суть макроэкономики (взаимосвязь между объемом производства и торговлей подробно рассматривается в подглавке «Краткий очерк теории сравнительных преимуществ»).

## **Краткий очерк теории сравнительных преимуществ**

Один из самых важных в экономической теории — принцип сравнительного преимущества, впервые сформулированный британским политэкономом Давидом Рикардо в 1817 г. Стремясь убедить британских законодателей отказаться от политики протекционизма в торговле, Рикардо решил доказать колоссальную роль торговли как стимула роста мирового объема производства, а следовательно, потребления и уровня жизни. На примере простой модели с участием лишь двух стран и двух видов товаров он показал, что каждая из стран, даже если одна из них имеет абсолютное преимущество

в производительности труда по обоим товарам, выиграет от специализации на товаре, обеспечивающем бóльшую производительность. Все остальные товары она может получить в обмен на него.

Рикардо сделал ныне знаменитое предположение, что Португалия имеет высокую производительность труда в производстве как вина, так и сукна. В частности, он предположил, что в течение года Португалия способна произвести определенное количество вина (скажем, 8000 галлонов), наняв всего лишь 80 работников. Для производства такого же количества вина в Англии придется нанять 120 работников. Аналогично Португалия может произвести определенное количество сукна (например, 9000 ярдов) с участием лишь 90 работников — по сравнению со 100 работниками, привлекаемыми для производства такого же количества сукна в Англии. Иными словами, производительность труда виноделов в Португалии составляет 100 галлонов вина, а ткачей — 100 ярдов сукна на одного работника в год. В Англии эти показатели составляют 66,67 галлона вина и 90 ярдов сукна на одного работника в год. Если Португалия обладает преимуществом в производительности труда по обоим товарам, то с чего бы ей соглашаться на закупку вина или сукна в Англии?

Рикардо дал удивительный ответ: обе страны выиграют от взаимной торговли, если каждая из них будет специализироваться на товаре, в производстве которого имеет сравнительно более высокую производительность труда. В примере Рикардо, хотя у Португалии преимущество в производительности труда по обоим товарам, но по вину оно больше. В результате Португалия имеет сравнительное преимущество по вину, а Англия — сравнительное преимущество по сукну. Рикардо сделал вывод: если каждая страна сосредоточилась бы на производстве только того продукта, по которому имеет сравнительное преимущество, — то есть Португалия производила бы только вино, а Англия только сукно, — а затем организовали бы торговлю друг

с другом, то каждая страна могла бы потреблять больше вина и сукна, чем если бы производила оба товара самостоятельно.

Чтобы представить себе ситуацию более наглядно, предположим, что каждая страна располагает 1200 работниками, причем 700 из них занимаются изготовлением вина, а 500 — сукна. Значит, Португалия производит 70 000 галлонов вина и 50 000 ярдов сукна ежегодно, в то время как Англия производит 46 667 галлонов вина и 45 000 ярдов сукна. Однако если бы каждая страна заняла бы всех 1200 работников в производстве того товара, по которому имеет сравнительное преимущество в производительности, то Португалия произвела бы 120 000 галлонов вина, а Англия — 108 000 ярдов сукна. Далее, если бы они обменяли, скажем, 48 000 галлонов вина на 55 000 ярдов сукна, то Португалия получила бы в свое распоряжение 72 000 галлонов вина и 55 000 ярдов сукна, а Англия — 48 000 галлонов вина и 53 000 ярдов сукна. Иными словами, обе страны получают в свое распоряжение большее количество обоих видов товаров в результате разделения труда и взаимной торговли (табл. 1.2).

Таблица 1.2. Сравнительные преимущества и выгоды от международной торговли: числовой пример

	Вино, галлонов	Сукно, ярдов
Производительность труда в Португалии (объем производства на одного работника в год)	100	100
Производительность труда в Англии (объем производства на одного работника в год)	66,67	90
Отношение производительности труда в Португалии к производительности труда в Англии	1,5 (сравнительное преимущество на стороне Португалии)	1,1 (сравнительное преимущество на стороне Англии)

Объем производства в Португалии при условии самообеспечения обоими товарами (700 виноделов и 500 ткачей)	70 000	50 000
Объем производства в Англии при условии самообеспечения обоими товарами (700 виноделов и 500 ткачей)	46 667	45 000
Объем производства в Португалии при условии специализации на виноделии (1200 виноделов)	120 000	0
Объем производства в Англии при условии специализации на сукноделии (1200 сукноделов)	0	108 000
Потребление в Португалии при условии торговли с Англией (то есть 48 000 галлонов вина в обмен на 55 000 ярдов сукна)	72 000	55 000
Потребление в Англии при условии торговли с Португалией (то есть 55 000 ярдов сукна в обмен на 48 000 галлонов вина)	48 000	53 000

По сути дела, чтобы произвести такое количество товаров самостоятельно, Португалии потребовалось бы 1270, а Англии — 1309 работников — как если бы обе страны получили произведенный дополнительными работниками продукт бесплатно.

После Рикардо экономисты показали: принцип можно распространить на любое количество стран и любое количество товаров. Хотя теоретически возможно выделить условия сведения к нулю взаимного выигрыша от торговли, большинство экономистов склонны верить, что такие условия — представляющие собой возможные исключения из режима свободной торговли — относительно редко встречаются на практике. Действительно, лауреат Нобелевской премии экономист Пол Самуэльсон как-то заметил, что «это предельно упрощенная теория, но при всей упрощенности она дает наиболее верную картину. Политическая экономия сформулировала не так уж много столь же верных истин. Нация, пренебрегающая сравнительными

преимуществами, заплатит высокую цену замедлением экономического роста и снижением жизненных стандартов».

Примечательно, что большинство из нас, включая тех, кто никогда не изучал теорию сравнительных преимуществ, в повседневной жизни обычно действуют в соответствии с ее принципами. По большей части мы стараемся заниматься тем, в чем мы относительно хороши, и обменивать результаты своего труда на нужные вещи. Например, возьмем инвестиционного банкира. Даже если он лучше красит дома, чем любой профессиональный маляр в городе, все равно ему наверняка хватит ума (с экономической точки зрения) сосредоточиться на инвестиционном банкинге и заплатить профессионалам за покраску своего дома, вместо того чтобы красить его самостоятельно. Он поступает так потому, что его сравнительное преимущество касается инвестиционного банкинга, а не малярного дела. Трата на покраску дома времени, предназначенного для высокооплачиваемой профессиональной деятельности в сфере инвестиционного банкинга, обойдется банкиру довольно дорого, если учесть потерю заработка и соответственно продуктов, купленных на полученные деньги. Иными словами, чтобы максимизировать объем производства, имеет смысл специализироваться на том виде деятельности, в котором у нас есть сравнительное преимущество, а все остальное приобретать.

## Что вызывает колебания в объеме производства?

Многие экономисты вообще считают вопрос, почему объем производства то возрастает, то падает, самым важным в макроэкономике. Хотя ответы поражают разнообразием, все же есть несколько тезисов, общих для большинства экономистов.

## Источники роста

Выясняя, что же заставляет объем производства возрастать и падать с течением времени, экономисты часто указывают на три основных источника экономического роста: прирост трудовых ресурсов, прирост капитала и рост эффективности использования обоих факторов. Количество трудовых ресурсов растет, если работники будут трудиться дольше или если их численность возрастет за счет появления на рынке труда новых работников (как в США в 1970-х гг., когда ранее не работавшие женщины вдруг начали массово наниматься). Сумма капитала растет, когда бизнес повышает продуктивность труда путем ввода в строй новых заводов или оборудования (за счет инвестиций). Эффективность использования ресурсов растет, когда производителям удается получать больше продуктов при вложении прежнего количества труда и капитала, например за счет организационных инноваций.

Поясняя, что такое три источника роста, расскажем об обычной швейной фабрике с десятью работниками и десятью швейными машинками. Если каждый работник от начала до конца шьет рубашку и успевает сшить десять рубашек в день, то общий объем производства фабрики составит 100 рубашек в день. Теперь представим, что владелец фабрики удвоил количество как работников, так и швейных машинок. Объем производства неизбежно возрастет — можно предположить, что до 200 рубашек в день. Таким образом, одна из стратегий наращивания объема производства — привлекать дополнительное количество труда и капитала или и того и другого в определенной пропорции. Однако куда более выигрышна стратегия повышения эффективности использования ресурсов. Например, собственник фабрики



может повысить эффективность использования ресурсов, реорганизовав размещение швейных машин и попытавшись создать нечто вроде сборочной линии рубашек. Тогда каждый работник, вместо того чтобы шить рубашку от начала до конца, будет выполнять лишь несколько операций: например, кто-то будет шить воротнички, кто-то — рукава и т. п. Работники в конце сборочной линии будут сшивать вместе различные детали. Если такой подход окажется более эффективным, то фабрика с теми же десятью работниками и десятью швейными машинками сможет выпускать 200 рубашек в день или даже больше, не привлекая дополнительный труд и капитал\*. Экономисты часто называют достигнутое таким образом повышение эффективности общей

---

\* Классический пример повышения эффективности за счет реорганизации и специализации на определенных видах деятельности приводил еще в XVIII в. экономист Адам Смит. Он утверждал, что правильное разделение труда способно обеспечить резкий рост его производительности. В качестве иллюстрации Смит приводил пример с производством булавок: «...рабочий, не знакомый с этим производством (изготовлением булавок)... вряд ли способен при всем своем усердии изготовить одну булавку в день и уж наверняка не сможет изготовить 20 штук». Далее он объяснил, что, если соответствующим образом разделить процесс производства на отдельные операции и распределить их между десятью работниками, они смогут произвести «до 48 тысяч булавок в день». Секрет состоит в том, что каждый работник специализируется на отдельной операции. «Один рабочий тянет проволоку, другой выпрямляет ее, третий обрезает, четвертый заостряет конец, пятый обтачивает один конец для насаживания головки; изготовление самой головки требует двух или трех самостоятельных операций; насадка ее составляет особую операцию, полировка булавки — другую; самостоятельной операцией является даже заворачивание готовых булавок в пакетики». См.: Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов [Текст] / А. Смит ; пер. с англ. В. С. Афанасьев. — М. : Эксмо, 2007. — (Антология экономической мысли.)

продуктивностью факторов (ОПФ) (более подробно продуктивность рассмотрена в подглавке «Продуктивность»).

Хотя в приведенном примере говорилось только об одной фабрике, те же экономические принципы можно применить ко всей экономике. Национальная экономика может увеличить свой ВВП путем наращивания общего количества отработанных человеко-часов (труд); увеличения общего количества оборудования и сооружений (капитал); или путем повышения эффективности использования труда и капитала.

Экономисты, представляющие так называемую экономику предложения, сосредотачивают внимание на том, как использовать все три вышеперечисленных источника роста с целью наращивания общего потенциального объема производства, формирующего в экономике предложение. В США очень распространена точка зрения, что лучший способ — снижение налоговых ставок. Представители экономики предложения доказывают, что более низкие налоговые ставки позволяют предпринимателям частного сектора оставлять себе большую часть заработанной прибыли. Облегчение налогового бремени стимулирует граждан работать дольше (что увеличивает объем трудовых ресурсов), сберегать и инвестировать основную часть своего дохода (что увеличивает объем капитала), а также уделять больше внимания инновациям в самых разных сферах (что повышает суммарную эффективность, или ОПФ). Поэтому сторонники экономики предложения в США считают снижение налоговых ставок лучшим способом добиться роста ВВП в долгосрочной перспективе.

Другие экономисты, в том числе работающие за пределами США, зачастую придерживаются диаметрально противоположной точки зрения: осуществляемые государством

инвестиции (например, в общественную инфраструктуру, образование, исследования и разработки) — лучший способ нарастить капитал в сфере производства, оснастить передовыми технологиями работников и способствовать внедрению инноваций. Следовательно, таков лучший способ обеспечить устойчивый экономический рост в долгосрочной перспективе. Хотя экономисты тоже обращают внимание на формирование совокупного предложения, но у них принципиально иная точка зрения на оптимальную государственную политику наращивания потенциального объема производства (предложения).

## Продуктивность

Хотя совокупная продуктивность факторов производства — очень важная экономическая концепция, обычно, говоря о «продуктивности», экономисты и аналитики все же имеют в виду нечто другое. Обычно так обозначают продуктивность или производительность труда, рассчитываемую как отношение объема производства к количеству отработанных человеко-часов (в некоторых случаях — к численности работников). Если вы прочитали в газете, что часовая производительность возросла в прошлом году на 3%, значит, реальный ВВП (выпуск продукции), поделенный на количество отработанных в национальной экономике человеко-часов, на конец прошлого года оказался на 3% больше, чем на конец предыдущего года. В общем и целом страны с более высокой продуктивностью труда имеют более высокий уровень заработной платы и более высокие жизненные стандарты, чем страны с более низким показателем.

Существует множество причин, почему продуктивность труда в одной стране выше или ниже, чем в другой, и почему она растет в тот

или иной период. В частности, более высокий уровень механизации и автоматизации труда, как правило, приводит к более высокой производительности труда. Как заметил один из экономистов, «в среднем железнодорожный рабочий может переместить с места на место больше груза, чем велосипедист»\*. Более образованные рабочие также в среднем более производительны, чем их менее образованные коллеги; можно утверждать, что рабочие со средним профессиональным образованием производят больше продуктов в единицу времени (и получают более высокую зарплату), чем рабочие, всего лишь окончившие школу.

Аналитики-экономисты часто уделяют пристальное внимание взаимосвязи между производительностью труда и заработной платой. Если уровень заработной платы в стране растет быстрее, чем производительность труда, то экономисты говорят, что издержки на оплату труда на единицу продукции (то есть стоимость труда, необходимого для производства единицы продукции) растут. Когда, наоборот, производительность труда растет быстрее, чем заработная плата, то издержки на оплату труда на единицу продукции падают. О странах, чьи издержки на оплату труда на единицу продукции (переведенные в единую валюту) растут быстрее, чем издержки их торговых партнеров, зачастую говорят, что они «теряют конкурентоспособность» на глобальном рынке.

---

\* Forest Reinhardt. Accounting for Productivity Growth. Case no. 794-051 (Boston: Harvard Business School, 1994): 3. Если производительность труда растет быстрее, чем можно было бы ожидать вследствие роста капитала, то экономисты приписывают разницу совокупной производительности факторов производства: вообще говоря, она отражает эффективность функционирования факторов труда и капитала.

## **Причины экономических спадов (рецессий и депрессий)**

Специалисты по макроэкономике ставят еще один очень важный вопрос: по каким причинам темпы роста объема производства периодически замедляются, а то и наблюдается его абсолютное сокращение. Понятно, что любые факторы, негативно влияющие на трудовые ресурсы, капитал или совокупную производительность факторов производства, потенциально способны привести к падению объема производства или по крайней мере снижению темпов его роста. Например, сильное землетрясение может сократить объем производства, уничтожив его основные средства. Точно так же смертоносная эпидемия негативно влияет на объем производства, сокращая численность трудоспособного населения. Даже такие, казалось бы, неэкономические факторы, как религиозная вражда, способны сократить объем производства, провоцируя конфликты между принадлежащими к разным конфессиям сотрудниками и тем самым снижая производительность труда коллектива в целом, а следовательно, и совокупную производительность факторов производства.

Однако в некоторых случаях объем производства резко снижается даже в отсутствие землетрясений или эпидемий. Например, в 1929–1933 гг. национальный объем производства США сократился более чем на 30%. Экономисты и политики, похоже, были столь же озадачены, сколь и напуганы. Президент Герберт Гувер в приветственной речи на собрании Ассоциации банкиров США от 2 октября 1930 г. отмечал, что, хотя экономика вошла в полосу рецессии, «базовые активы нации... остались невредимыми... Колоссальный парк

оборудования и не имеющая себе равных организация производства и распределения во многих аспектах стали даже более совершенными, чем два года назад». В начале 1933 г. президент Франклин Рузвельт в инаугурационной речи 4 марта 1933 г. подчеркнул: «Беды пришли к нам не от материального недостатка. Нас не покярало нашествие саранчи... Изобилие у самого нашего порога, но мы не можем воспользоваться его щедрыми дарами в силу их недоступности». Но если все необходимые ресурсы (труд и капитал) имелись в достатке, то почему же объем производства так резко упал всего лишь за несколько кратких лет?

Английский экономист Джон Мейнард Кейнс заявил, что у него есть ответ: «Если бы наша бедность была результатом землетрясения, голода или войны — если бы нам не доставало материальных ресурсов или средств, чтобы их произвести, — писал он в 1933 г., — то ради преуспевания мы не могли бы рассчитывать ни на что другое, кроме тяжелого труда, воздержания и предприимчивости. Но, по сути, наши затруднения имеют совершенно другую природу. Их причина лежит в перебоях в функционировании нематериальных механизмов нашего мозга. Помочь в их разрешении может лишь способность трезво рассуждать, и ничего больше»\*. Его ключевая идея описана как «нематериальные механизмы нашего мозга». Он имел в виду следующее: причины проблемы связаны с ожиданиями и психологией. По какой-то причине люди вбили себе в голову, что в экономике имеются серьезные проблемы, и пророчество быстро стало самоисполняющимся. Семьи принимали решение, что лучше отложить деньги на будущее. Почувствовав, что спрос будет и дальше

---

\* John Maynard Keynes. *The Means to Prosperity*. New York: Harcourt Brace, 1933.

сокращаться, коммерческие компании решили сократить объем производства и инвестиции, что привело к массовым увольнениям, падению доходов наемных работников и, в свою очередь, усугубило сокращение потребительского спроса.

Таким образом, под влиянием одних только ожиданий — это их Кейнс впоследствии называл «звериным чутьем» — экономика сорвалась в крутое пике. Хотя *потенциальный* объем производства по-прежнему оставался значительным (ведь производственные мощности никуда не делись, и рабочие оставались в пределах досягаемости, достаточно их вызвать), но *реальный* объем производства резко сократился в результате такого же резкого сокращения потребительского спроса.

Теоретически такое обрушение объема производства не могло бы случиться, если бы цены на продукты были абсолютно гибкими и мгновенно приспособлялись бы к новой точке равновесия спроса и предложения. Например, если бы можно было в ответ на сократившийся спрос на труд достаточно быстро (и достаточно сильно) снизить зарплату, то все безработные могли бы моментально найти новые рабочие места, хотя и с более низкой заработной платой, чем на предыдущем месте. Суть в том, что даже при внезапных изменениях ресурсы никогда не пропадут бесполезно и не останутся незанятыми, если механизм ценообразования работает как часы.

Однако на практике рынки часто дают сбой. По причинам, до конца пока не исследованным, цены оказываются негибкими. Значит, что они далеко не всегда адаптируются к новым обстоятельствам так быстро и в такой мере, как должны бы. В результате шок, в том числе и внезапная перемена ожиданий, действительно способен ввергнуть экономику

в затяжную рецессию: реальные доходы снижаются, а ресурсы — как трудовые, так и материальные — остаются невостребованными.

Начиная со времен Кейнса, экономисты начали понимать, что очень важно не только предложение, но и экономический рост. Спрос также имеет большое значение, особенно с учетом того, что время от времени он может не оправдывать ожиданий. По сути дела, на следующие 40 лет символом веры для ведущих экономистов и правительственных чиновников станет идея, что правительство обязано «управлять спросом» при помощи налоговой и монетарной политики, чтобы сократить продолжительность и уменьшить глубину рецессии, а следовательно, стабилизировать экономический цикл (рис. 1.2).

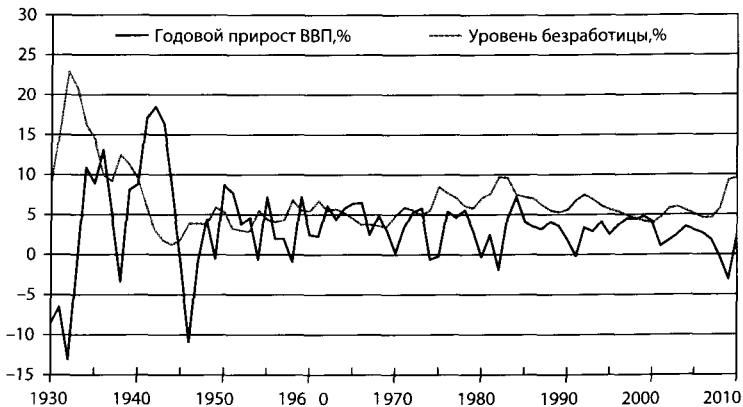


Рис. 1.2. Экономический цикл в США в 1930–2010 гг.

Экономисты обычно проводят различие между длинными (столетними) волнами в экономике и краткосрочными (циклическими) колебаниями. Наступающие время от времени рецессии обычно считаются циклическим явлением. Хотя общепринятого определения рецессии не существует, обычно для практических целей считается, что можно говорить о рецессии, если два квартала подряд ВВП демонстрирует отрицательный прирост.



Источник: Динамика ВВП: Бюро экономического анализа, табл. 1.1.1 «Прирост реального ВВП по сравнению с предыдущим периодом, %», составлено 30 мая 2013 г.; уровень безработицы в 1930–1944 гг.: Historical Statistics of the United States, Millennial Edition Online, под ред. Susan B. Carter и др. (New York: Cambridge University Press, 2006), табл. Ba470–477, «Трудовые ресурсы, занятость и безработица: 1890–1990»; уровень безработицы за 1945–2010 гг.: Бюро трудовой статистики США, данные текущих обзоров населения, «Статус занятости гражданского населения, проживающего в собственных или арендованных помещениях, с 1942 г. по настоящее время», по состоянию на июнь 2013 г.

Мы рассмотрим эти вопросы подробнее в главе 3. А пока достаточно напомнить, что *реальный* объем производства может упасть ниже его *потенциального* значения под влиянием падения спроса. Труд, капитал и совокупная производительность факторов производства очень важны, но не менее важны и ожидания.

## Что важнее: богатство или объем производства?

Если посмотреть на то, сколько внимания мы уделяем изучению объема производства, даже у весьма лояльных читателей наверняка зародятся некоторые сомнения. Например, кое-кто мог бы поинтересоваться: неужели богатство не более важно для оценки уровня благосостояния нации, чем объем производства? Хороший вопрос! Если отвечать односложно, то — нет.

Безусловно, люди чувствуют себя богатыми, когда владеют большим количеством финансовых активов, например акций или облигаций. Но причина того, что владение ими дает ощущение богатства, заключается в том, что активы опосредованно обеспечивают владельцам право собственности

на будущий объем производства\*. Например, если вы владеете акциями компании, то они дают право на получение части ее будущей прибыли, а она, в свою очередь, зависит от объема произведенной и проданной продукции. Можно посмотреть и с другой точки зрения: люди, владеющие большим объемом финансовых активов, чувствуют себя богатыми, поскольку уверены, что в любой момент смогут продать их, выручив взамен деньги, и купить все что душе угодно. И тогда богатство представляет собой не что иное, как право на будущий объем производства. Очевидно, если объем производства резко сокращается и выбор сводится лишь к нескольким видам товаров (например, вследствие глобальной эпидемии), то и большинство финансовых активов — включая акции и облигации — быстро потеряют большую часть своей стоимости, а некоторые, возможно, полностью обесценятся. Действительно, именно поэтому финансовые активы обычно теряют свою стоимость в период депрессии, когда объем производства сокращается.

По сути, большинство *финансовых* активов представляют собой право собственности на реальные производственные активы (например, здания, сооружения и оборудование). Они, как ожидается, будут генерировать выпуск продукции. Но, конечно, когда-то производственные активы произвели и сами себя. Одно из наиболее важных решений, которые, пусть даже неявно, приходится принимать обществу, — что делать с произведенными продуктами. Возможный ответ — полностью потреблять их в том же году, в котором они произведены. Но тогда мы концентрируемся исключительно

---

\* Некоторые виды богатства, например запасы зерна или других сельскохозяйственных продуктов, могут быть потреблены непосредственно, но большинство — нет.

на текущих проблемах, что может воспрепятствовать будущему развитию. Стратегия сбережения части продукта для завтрашних нужд более разумна, чем потреблять все немедленно. По сути, в будущем мы могли бы существенно нарастить объем производства, если бы сегодня могли сэкономить часть произведенных ресурсов для создания производственных активов (например, те же швейные машинки, необходимые для пошива одежды), а не просто для производства предметов потребления (например, самой одежды).

Сегодняшний объем производства, направляемый на то, чтобы увеличить объем производства завтра, называется инвестициями. По большому счету существует только два источника финансирования инвестиций — внутренние сбережения (на них влияет сокращение текущего потребления) и иностранные займы (а на них — сокращение завтрашнего потребления). В настоящее время в США наблюдается сокращение как текущего, так и будущего потребления (рис. 1.3).

В рыночной экономике процесс принятия решений о сбережениях и инвестициях носит в высшей степени децентрализованный характер. В зависимости от ожидаемой доходности и стоимости привлеченного капитала, а также от собственных предпочтений домохозяйства решают, какую часть дохода сберегать, фирмы — сколько инвестировать, а зарубежные партнеры — какую сумму одалживать. В некоторых случаях правительство может попытаться повлиять на результат — например, предложив налоговые льготы на инвестируемые средства или другие стимулы, поощряющие дополнительные предпринимательские расходы на здания, сооружения и оборудование. Однако по большей части ключевые решения принимаются в процессе повседневной работы на рынке — домохозяйствами, компаниями и зарубежными инвесторами.

Внутренние расходы (за счет объема производства)	Доля ВВП, %
Частные и государственные расходы	84
Частные и государственные инвестиции	19
Всего	103
<b>Источники финансирования инвестиций</b>	
Внутренние сбережения	16
Чистые заимствования из-за рубежа	3
Всего	19
<b>Расходы против объема производства</b>	
Совокупные внутренние расходы	103
Совокупный внутренний объем производства (ВВП)	100
Разность (= чистые заимствования из-за рубежа)	3

Рис. 1.3. Внутренние расходы, внутренний объем производства и источники финансирования инвестиций в США в 2012 г.

*Источник информации:* Бюро экономического анализа, Министерство торговли США.  
*Примечание:* В 2012 г. в США внутренние расходы (по направлениям использования объема производства) превышали внутренний объем производства примерно на 3%. Аналогично совокупные внутренние инвестиции превышали совокупные внутренние сбережения также примерно на 3% (19% инвестиций минус 16% сбережений). В обоих случаях разницу покрыли за счет «заимствования» 3% ВВП за пределами страны, что и нашло свое выражение в дефиците счета текущих операций.

В итоге объем производства, выделенный рынком на инвестиции (в противоположность потреблению), увеличивает вложенный в основные производственные фонды капитал. Нет сомнений, что капитал жизненно важен для *капиталистической* экономики. Отсюда и ее название. Но не менее важно помнить, что капитал — часть объема производства. Он становится средством достижения цели производить больше продуктов и распоряжаться ими в будущем. Действительно, обычно нация считается бедной или богатой в зависимости от объема производства на душу населения (ВВП на душу населения); США в рейтинге находится где-то около самой вершины (в 2012 г. ВВП на душу населения

составлял 49 922 долл.), а замыкают его Демократическая Республика Конго (237 долл.) и Бурунди (282 долл.)<sup>\*</sup> (более подробно взаимосвязь между сбережениями, инвестициями и объемом производства рассмотрена в подглавке «Пенсионная дилемма и ключевая роль объема производства»).

## **Пенсионная дилемма и ключевая роль объема производства**

Не секрет, что практикуемая многими государствами солидарная пенсионная система в ближайшие годы столкнется с рядом серьезных проблем. По мере того как представители поколения беби-бумеров выходят на пенсию, каждому активному работнику, выплачивающему взносы в пенсионный фонд, приходится содержать все возрастающее число пенсионеров.

Хотя по поводу пенсионной реформы во многих странах идут крайне ожесточенные споры, носящие преимущественно технический характер, но суть проблемы достаточно проста и связана как раз с объемом производства. Ежегодного объема производства едва хватает на все нужды, и требуется каким-то образом распределить его между активными работниками (которые его и производят) и растущим числом пенсионеров (которые по большей части потребляют). По сути, задача пенсионной системы — распределять национальный объем производства между активным населением и пенсионерами.

---

<sup>\*</sup> Международный валютный фонд. «Перспективы мировой экономики: база данных», апрель 2013 г. (оценка ВВА на душу населения в американских долларах по рыночному обменному курсу). Если исходить из расчета на основе паритета покупательной способности, то ВВП на душу населения в Демократической Республике Конго составлял 369 долл., а в Бурунди — 625 долл. в 2012 г. Паритет покупательной способности подробно рассматривается в главе 5.

Полезно держать эту простую мысль в уме, приступая к изучению основных экономических проблем, а также плюсов и минусов, содержащихся в предлагаемых вариантах реформ.

Одна из предложенных реформ предусматривает создание новых индивидуальных пенсионных счетов под контролем правительства (IRA — individual retirement accounts). В то время как солидарная система предлагает пенсионерам неявное право на труд занятого населения (поскольку выплаты финансируются преимущественно за счет отчислений от его заработной платы), система индивидуальных пенсионных счетов предоставляет пенсионерам неявное право на капитал (воплощенный в акциях и облигациях, сберегаемых на пенсионных счетах). Иными словами, подходы, заложенные в солидарной системе и системе индивидуальных пенсионных счетов, предполагают два разных способа разделить общий пирог.

К сожалению, некоторые сторонники системы индивидуальных пенсионных счетов считают, что солидарная система — нечто вроде «бесплатного завтрака» для пенсионеров. Если бы в продолжение трудовой деятельности они имели право использовать отчисления на приобретение акций и облигации, вместо того чтобы выплачивать за их счет пенсии нынешним пенсионерам, то они могли бы сделать неплохие сбережения и с комфортом выйти на пенсию, не становясь ни для кого обузой. Нынешние пенсии могли бы выплачиваться за счет заемных средств до тех пор, пока не завершится переход от одной системы к другой.

Неудивительно, что аргумент о «бесплатном завтраке» базируется на нескольких ошибочных суждениях. Кардинальная ошибка — трактовать портфель акций и облигаций как запас реальных продуктов производства, которые пенсионеры могли бы непосредственно потреблять. Хотя все мы привыкли к мысли, что можем в любой момент мгновенно продать наши акции и облигации за наличные деньги

и потратить их на приобретение товаров, но, если все решат проделать это одновременно, ничего не получится. Если большое количество граждан старшего возраста одновременно распродаст свои финансовые активы, чтобы купить необходимые товары, то вскоре они обнаружат, что выручили гораздо меньшую сумму, чем ожидали. Просто выдать пожилым людям больше красивых бумажек — акций и облигаций — совсем не означает гарантировать им большой объем продуктов для потребления в будущем.

С этой ошибкой неразрывно связана и еще одна, хотя и намного менее очевидная: интерпретация любого взноса на индивидуальный пенсионный счет как увеличение национального богатства. Проблема опять-таки в том, что акции и облигации — всего лишь клочки бумаги. Они дают юридическое право собственности на производственные активы, но не представляют собой производственные активы. Если бы каждая компания в США решила бы раздробить выпущенные акции, увеличив их количество в два раза в инвестиционных портфелях американских инвесторов, вряд ли это привело бы к удвоению сбережений в национальной экономике. Как мы уже убедились, единственный способ увеличить национальные сбережения в отдельный момент — сократить национальное потребление и тем самым перераспределить часть общего объема производства на инвестиции в производственные активы, чтобы нарастить показатель в будущем. Станут ли зачисления на индивидуальные пенсионные счета вкладом в национальные сбережения, зависит лишь от того, за счет чего они финансируются. Если, например, частные лица или правительство финансируют взносы за счет заимствований, то общая сумма сбережений в экономике расти не будет. Чтобы этого добиться при помощи пенсионной системы, нынешнее активное население должно ежегодно откладывать большую часть дохода или нынешние пенсионеры должны согласиться на более низкую пенсию. К несчастью, в экономике не бывает «бесплатных завтраков».

Таким образом, с точки зрения макроэкономики ключевой вопрос не в том, будут ли граждане старшего возраста иметь в дальнейшем индивидуальные пенсионные счета или станут получать пенсию за счет традиционной системы социального страхования. Скорее, ключевой вопрос звучит так: согласны ли они (или другие) сейчас сократить свое потребление, чтобы лучше подготовиться к грядущему выходу на пенсию. Если же увеличить долю сбережений в настоящее время не удастся, то распределение объема производства между активными населением и пенсионерами в будущем будет не менее обременительным, причем независимо от того, будут ли введены полностью финансируемые индивидуальные пенсионные счета или будет действовать традиционная солидарная система, основанная на отчислениях от заработной платы занятого населения.

Если это кажется вам странным или даже смущает — не тревожьтесь. Надвигающийся кризис пенсионной системы — одна из наиболее серьезных проблем, и с ней сталкиваются политики всего мира. Тем не менее причины ее возникновения не так сложны, как принято думать. Объем производства, производимый в стране, представляет собой естественное бюджетное ограничение, независимо от того, какое количество акций, облигаций или пенсионных карт обращается в экономике. Если объем производства в стране не растет, то она не сможет выделить больше средств на пенсии, не урезая доходы активного населения. Стоит помнить о главном: в итоге благосостояние общества зависит не от богатства (и уж тем более не от финансового), а от объема производства.



## Глава 2

# Деньги

Хотя с точки зрения макроэкономики объем производства более важен, чем богатство, но одна специфическая форма богатства — а именно деньги — занимает в ней особое место. Деньги выполняют множество функций в рыночной экономике, но одна из наиболее важных функций — обслуживание обмена. Без денег обмен товаров был бы куда менее эффективным. По утверждению английского философа Дэвида Юма, сформулированному еще в середине XVIII в., «деньги — не одно из колес торговли, а масло, благодаря которому движение колес становится более плавным и свободным»\*.

Только представьте, как сложно стало бы торговать, если бы не существовало денег. Если бы вы были фермером, выращивающим пшеницу, и захотели бы пригласить свою семью в ресторан, то сначала пришлось бы найти такое заведение, которое согласилось бы принять в уплату за обед несколько бушелей пшеницы. Можно пойти другим путем: выяснить, в чем нуждается владелец ресторана — скажем, в новых стульях для заведения, — и отыскать мебельщика, согласного принять пшеницу в уплату за стулья. И представьте, как усложнилось бы дело, если бы оказалось, что мебельщику не нужна пшеница, зато нужен новый молоток.

---

\* Юм Д. Бенгам / «Библиотека экономистов-классиков» (отрывки работ). Вып. 5. — М.: Издательство К. Т. Солдатенкова, 1895. — С. 20–35.

Несомненно, невероятно упростило бы дело наличие одного удобного товара, принимаемого (по доброй воле или по нужде) где угодно в качестве оплаты. Именно поэтому деньги используются как средство обмена в любой рыночной экономике мира. В монетарной экономике (где люди проводят платежи с помощью денег) любой, желающий приобрести вашу пшеницу, просто уплатит деньгами, а вы сможете оплатить обед в ресторане или все, что вам необходимо, лишь бы денег оказалось достаточно.

По крайней мере с момента возникновения национальных государств национальные правительства взяли на себя ответственность за определение роли денег в экономике (см. главу 4). С течением времени почти каждое национальное правительство взяло на себя ответственность еще и за создание собственной, самостоятельно выпускаемой в обращение национальной валюты способом чеканки или печати. Как мы увидим далее, кредитно-финансовая политика государства имеет огромное значение для обеспечения функционирования экономики и для определения тех рисков, с которыми ее граждане будут сталкиваться на рынке.

## Деньги и их влияние на ставку процента, курс валюты и инфляцию

Помимо того что деньги играют жизненно важную роль в обслуживании процесса обмена, они еще и влияют на некоторые макроэкономические показатели, всегда интересовавшие экономистов: ставку процента, курс валюты и общий уровень цен. Важно понимать, что все три показателя определяют «цену» денег.

Процентная ставка считается выплатой владельцу денежных средств или, напротив, стоимостью привлечения инвестиционных ресурсов. Как правило, большинство людей предпочтут получить 100 долл. наличными сейчас, чем получить те же 100 долл. через год. Экономисты говорят о феномене «временной стоимости денег». Потребитель может взять кредит (и согласиться платить по нему проценты в будущем) ради того, чтобы обратить его в наличные деньги и немедленно потратить. Возможно, потребитель предпочтет получить удовольствие от нового телевизора немедленно, чем целый год копить деньги перед покупкой. Точно так же менеджеры компании, возможно, хотели бы получить кредит в банке или выпустить в свободное обращение облигации в момент, когда, по их мнению, проценты по заемным средствам ниже, чем доходность проектов, в которые они собираются инвестировать заемные средства. Когда ставка процента по кредитам растет, денежные ресурсы, очевидно, становятся дороже для частных лиц и для компаний; таким образом, цена, уплачиваемая за товары сегодня (сравнительно с ценой на этот же продукт завтра или через год), также растет. Отчасти и поэтому рост процентных ставок по кредитам скорее тормозит рост объема производства в экономике (сокращая текущее потребление и инвестиции). В то же время снижение процентных ставок ускоряет рост объема производства, стимулируя текущее потребление и инвестиции.

Курс валюты — просто цена одной валюты, выраженная в другой. Если на покупку одного доллара требуется 100 иен, то курс доллара к иене составляет 0,01. Соответственно, если курс иены к доллару упадет до 90, значит, доллар девальвировался (а иена ревальвировалась), поскольку теперь требуется больше долларов, чтобы купить одну иену (и меньше

иен, чтобы купить один доллар)\*. Когда курс национальной валюты падает, иностранцы могут решить, что покупать валюту этой страны дешевле, и это подтолкнет их покупать больше произведенных в этой стране товаров. Оттого падение курса национальной валюты считается благоприятным для национальных экспортеров. Однако, как мы знаем, бесплатных завтраков не бывает. Падающий курс валюты также означает, что валюта других стран (а значит, и зарубежные товары) становится дороже для граждан данной страны, что сократит их совокупную покупательную способность.

Общий уровень цен (иногда называемый дефлятором цен) — немного более сложное понятие, поскольку он не представляет собой цену какого-то определенного товара. Вообще говоря, общий уровень цен отражает средний уровень выраженных в деньгах цен на *все* товары или, по крайней мере, на достаточно широкий перечень. В здоровой экономике выраженные в деньгах цены на отдельные товары постоянно меняются. В каждый отдельный момент какие-то падают, а какие-то растут. Например, цена на молоко может расти в то самое время, когда цены на компьютеры падают. Однако иногда бывают периоды времени, когда в динамике цен на все товары (или, по крайней мере, их большинство) прослеживаются одинаковые тенденции. В период *инфляции*, когда общий уровень цен растет, большинство товаров

---

\* Важно отметить, что если курс валюты одной страны выражается в валюте другой страны (то есть другая валюта — деноминатор), то его рост означает девальвацию валюты, а снижение — ревальвацию. Например, если курс доллара к иене падает со 100 до 90, то японская иена ревальвировала по отношению к доллару, поскольку теперь для приобретения одного доллара требуется меньше иен (или, что то же самое, на одну иену можно купить больше долларов — в данном случае больше центов).

дорожают, причем некоторые из них дорожают сильнее, чем остальные. В период *дефляции*, наоборот, общий уровень цен падает, цены на большинство товаров снижаются, причем опять же некоторые товары дешевеют сильнее, чем остальные. Нетрудно заметить, что динамика стоимости — или цены — денег, выраженной в товарах, прямо противоположна общему уровню цен. Когда уровень цен растет (в периоды инфляции), цена денег падает; когда общий уровень цен падает (в период дефляции), цена денег растет (рис. 2.1).

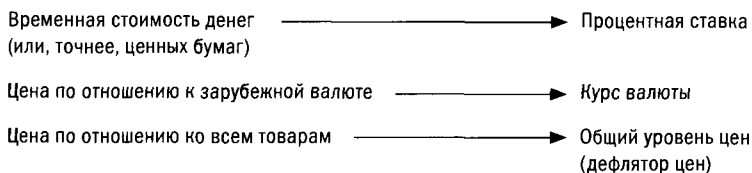


Рис. 2.1. Три «цены» денег

Оказывается, изменения в количестве денег могут повлиять на все три вышеупомянутые переменные — иными словами, на все три «цены» денег.

Центральный национальный банк может увеличить предложение денег, напечатав больше денег и «впрыснув» их в экономику. Когда предложение денег возрастает, экономисты обычно ожидают, что процентные ставки упадут. Хотя экономисты не пришли к единому мнению относительно того, что вызывает рост процентных ставок, но один из возможных ответов таков: цена на товар снижается, когда растет предложение на рынке. Мы знаем, что мировая цена на нефть падает, поскольку растет добыча в странах Ближнего Востока. Аналогично цена привлечения денег (процентная ставка) начинает снижаться, когда центральный банк

выпускает большой объем денежных средств в национальную экономику.

Точно так же с ростом объема денежного предложения экономисты, как правило, ожидают падения курса национальной валюты; расчет курса валюты, подобно расчету процентной ставки, — очень сложная и неоднозначная тема. Поэтому у нас нет возможности рассмотреть в настоящей книге все связанные с этим вопросом экономические теории. Опять же мыслить в категориях спроса и предложения попросту удобно. Любые факторы, влияющие на спрос и предложение денег, влияют на курс валюты. Если новая стратегия упора на качество американских товаров поспособствует росту их привлекательности во всем мире, это, скорее всего, приведет к росту спроса на американские доллары (поскольку доллары необходимы для приобретения американских товаров) и, в свою очередь, к их ревальвации. С точки зрения предложения, если количество долларов в обращении растет по сравнению с другими валютами, то курс доллара по отношению к другим валютам, скорее всего, упадет, то есть доллар девальвируется (более подробный анализ проблем валютных курсов см. в главе 7).

Это подводит нас к третьему показателю, общему уровню цен, и его взаимосвязи с деньгами. Экономисты обычно считают причиной инфляции увеличение денежного предложения, особенно если оно крупномасштабное. Иными словами, рост денежного предложения приводит к повышению общего уровня цен. Чем больше денег у потребителей в карманах и на счетах, тем больше они склонны находить новые причины приобретать товары. Но если при этом не увеличивается предложение товаров, то увеличивающийся спрос потребителей приведет лишь к росту цен на продукты и к раздутой

инфляции. Иногда экономисты говорят, что инфляция — это когда «слишком много денег гоняется за слишком малым количеством товаров».

По отдельности каждая из причинно-следственных связей понятна. Каждая из них носит симметричный характер: если *рост* денежного предложения способствует снижению процентной ставки, падению курса валюты и росту общего уровня цен, то *падение* объема денежного предложения способствует повышению процентной ставки, росту курса валюты и падению общего уровня цен (рис. 2.2).



Рис. 2.2. Деньги: традиционные взаимосвязи «по учебнику»

## Номинальные показатели против реальных

Вышеописанные взаимоотношения между деньгами и прочими макроэкономическими переменными еще более усложняются, когда переменные начинают взаимодействовать. Можно привести хороший пример взаимосвязи между процентной ставкой и инфляцией. Хотя считается, что увеличение объема денежного предложения приводит к снижению процентных ставок, оно также приводит к росту темпов инфляции, что, в свою очередь, способствует скорее росту, чем снижению процентных ставок сначала в долгосрочном,

а затем и в краткосрочном аспекте. Чтобы понять почему, сначала надо разобраться с одной из центральных дихотомий в макроэкономике — номинальное против реального.

## **Номинальный и реальный ВВП**

Начнем с понятий номинального и реального ВВП. В период инфляции, когда все цены, как правило, растут, ВВП также растет, даже если реального роста производства товаров не наблюдается — все потому, что ВВП оценивается в текущих (рыночных) ценах. Вспомним, что при расчете ВВП официальные органы статистики суммируют стоимость всех конечных продуктов, произведенных в национальной экономике в отчетном году, причем оценивают их по ценам продажи.

В качестве иллюстрации приведем такой пример: экономика небольшого острова производит только два основных продукта — кокосовое молоко и рис. Далее представим, что в 2010 г. островитяне произвели 1 млн галлонов кокосового молока, проданного по 10 долл. за галлон, а также 2 млн фунтов риса, проданного по 4 долл. за фунт. Проведя небольшой расчет, нетрудно убедиться, что ВВП острова в 2010 г. составил 18 млн долл. (табл. 2.1). Теперь предположим, что по какой-то причине в 2011 г. объем производства товаров в натуральном выражении остался прежним, а цены на них возросли в два раза (соответственно 20 долл. за галлон молока и 8 долл. за фунт риса). Естественно, ВВП острова возрастет в два раза и составит 36 млн долл., хотя объем производства в натуральном выражении (так называемое кокосовое молоко в галлонах и рис в фунтах) не изменился (табл. 2.2). Тогда мы скажем, что темп инфляции на острове составил 100% (поскольку цены возросли в два раза) и его



номинальный ВВП также возрос на 100% (с 18 до 36 млн долл.). Однако его реальный ВВП (то есть ВВП с поправкой на темп инфляции) не изменился.

Таблица 2.1. Конечный объем производства на острове в 2010 г. в текущих ценах

Объем производства	Количество	Цена	Цена конечного объема производства
Кокосовое молоко	1 млн галлонов	10 долл. за галлон	10 млн долл.
Рис	2 млн фунтов	4 долл. за фунт	8 млн
			18 млн долл. = объему ВВП в 2010 г.

Таблица 2.2. Конечный объем производства на острове в 2011 г. в текущих ценах

Объем производства	Количество	Цена	Цена конечного объема производства
Кокосовое молоко	1 млн галлонов	20 долл. за галлон	20 млн долл.
Рис	2 млн фунтов	8 долл. за фунт	8 млн
			36 млн долл. = объему ВВП в 2011 г.

Как мы помним, в предыдущей главе говорилось, что специалисты по макроэкономике уделяют большое внимание объему производства продуктов в экономике. И правильно: чем больше товаров производится в экономике страны (при условии постоянной численности населения), тем выше уровень жизни граждан. При том что номинальный ВВП растет как из-за роста цен, так и из-за количества производимых продуктов, реальный ВВП возрастает только в случае роста количества продуктов. Иными словами, реальный ВВП

оценивает количество конечных товаров, произведенных в стране в течение года. Тезис можно математически выразить следующим уравнением:

$$\text{Номинальный ВВП} = P \times Q,$$

Где  $P$  — общий уровень цен (или дефлятор цен), а  $Q$  — количество конечных товаров (реальный ВВП).

Повторим еще раз: процветание страны зависит от ее реального ВВП ( $Q$ ), а не номинального ( $P \times Q$ ), как мы видели на примере острова, где номинальный ВВП растет исключительно благодаря росту цен, а уровень жизни граждан остается неизменным, поскольку объем производства товаров в их распоряжении не увеличивается. Только тогда, когда доступ к товарам расширяется — поскольку  $Q$  растет, — растет и уровень благосостояния.

Способ рассчитывать *реальный* ВВП из года в год — использовать *постоянный* набор цен. В примере с островом это означает пересчет объема производства 2011 г. в ценах 2010 г. (конкретно 10 долл. за галлон кокосового молока и 4 долл. за фунт риса). Тогда объем производства за 2010 и 2011 гг. будет выражен в сопоставимых ценах и равен 18 млн долл., что в точности отображает тот факт, что реальный объем производства не изменился.

Естественно, дефлятор цен ( $P$ ) можно легко рассчитать и для 2010, и для 2011 г., если нам известен номинальный и реальный ВВП за оба года. Для каждого года

$$\text{Дефлятор цен } (P) = \text{Номинальный ВВП} / \text{Реальный ВВП } (Q).$$

Это означает, что дефлятор цен ( $P$ ) возрос с 1,00 (то есть 18 млн долл. / 18 млн долл.) в 2010 г. до 2,00 (то есть 36 млн долл. /

/18 млн долл.) в 2011 г., в точности отображая тот факт, что цены на острове с 2010 до 2011 г. возросли в два раза\* (табл. 2.3).

Таблица 2.3. Островная экономика: номинальный ВВП против реального (2010–2011 гг.)

Год	Номинальный ВВП	= Дефлятор (P)	×	Реальный ВВП (Q)
2010	18 млн долл.	1,00		18 млн долл.
2011	36 млн долл.	2,00		18 млн долл.

В самом типичном случае мы видим, что номинальный и реальный ВВП растут, но номинальный ВВП растет более быстрыми темпами. Значит, национальный объем производства растет, но и инфляция присутствует. В США, например, в период 1980–2010 гг. средний темп роста номинального ВВП равнялся 5,7% в год, в то время как темп роста реального ВВП за тот же период времени составлял 2,8% в год. Среднегодовой темп инфляции (который примерно равен разнице между темпами роста номинального и реального ВВП) равнялся 2,8%, что означает, что в среднем цены росли на 2,8% в год (табл. 2.4). Способ охарактеризовать эффективность экономики США в 1987–2010 гг. — сказать, что примерно половина темпов роста номинального ВВП в тот период достигнута за счет роста реального ВВП, а вторая половина — за счет роста цен (то есть инфляции). Если бы

\* Нетрудно увидеть, что в 2005 г. дефлятор равнялся 1,0, поскольку мы выбрали 2005 г. в качестве базового для данного примера (то есть года, цены которого были приняты в качестве базы для сравнения). Стандартное условие для представления дефляторов цен (на макроэкономических графиках и таблицах) — их умножение на 100. Таким образом, дефлятор, равный 1,0, будет представлен как 100, а равный 2,0 — как 200.

инфляции вообще не существовало, то темпы роста номинального и реального ВВП были бы одинаковыми.

Таблица 2.4. Результаты экономической деятельности США, 1980–2010 гг.

	1980	2010	1980–2010 CAGR,%*
Номинальный ВВП, млрд долл. (P × Q)	2862	14958	5,7
Реальный ВВП, 2009, млрд долл. (Q)	6443	14779	2,8
Дефлятор ВВП, 2010 = 100 (P)	43,9	100,0	2,8

## Номинальная и реальная ставка процента

То же базовое различие — между номинальным и реальным показателем — характерно для ставки процента. Номинальная ставка процента — ее значение, известное из информации банка или из газет. Если вы взяли кредит в банке на сумму 1000 долл. сроком на один год по номинальной ставке 5% годовых, к концу года вы должны банку 1050 долл. (то есть основной кредит 1000 долл. плюс  $1000 \times 5\% = 50$  долл. процентов). В 2005 г. номинальная процентная ставка по кредиту овернайт, полученному в США (так называемая ставка по централизованным кредитным средствам ФРС), в среднем равнялась 3,22%; номинальная ставка по 10-летним казначейским облигациям США — 4,29%; номинальная процентная ставка по 10-летним ипотечным облигациям — 5,94% (первая в списке процентная ставка

\* CAGR расшифровывается как compound annual growth rate — «совокупные темпы годового прироста». Формула его расчета выглядит следующим образом:  $CAGR = \left[ \frac{\text{Конечное значение}}{\text{Начальное значение}} \right]^{1/(\text{Последний год} - \text{Начальный год})} - 1 \times 100\%$ . Формула выведена из следующей формулы расчета темпов роста: Конечное значение = Начальное значение  $\times (1 + r)^{\text{количество лет в периоде}}$ , где  $r$  — среднегодовые темпы роста искомой переменной.

по кредиту овернайт — краткосрочная, в то время как вторая и третья — долгосрочные)\*. Для сравнения: в 2012 г., когда ФРС поддерживала процентные ставки на необычно низком уровне, чтобы стимулировать инвестиции и расходы после финансового кризиса 2007–2009 гг., ставка по централизованным кредитным средствам в среднем равнялась 0,14%, номинальная ставка по 10-летним казначейским облигациям США — 1,8%; номинальная процентная ставка по 10-летним ипотечным облигациям — 3,69%.

Как уже отмечалось, номинальные процентные ставки имеют тенденцию к росту в период инфляции. Если банк устанавливал процентную ставку по кредитам на уровне 5%, ожидая, что инфляция составит 0%, то, оценивая будущую инфляцию на уровне 3%, банк устанавливал процентную ставку уже в 8%. В последнем случае, если номинальная ставка равнялась 8%, то так называемая *реальная процентная ставка* оставалась бы на уровне 5%. Взаимосвязь между номинальной и реальной процентной ставкой можно описать примерно следующим образом:

$$\text{Реальная процентная ставка } (I_r) \approx \text{Номинальная процентная ставка } (I_n) - \text{Ожидаемый темп инфляции } (P^e).$$

Попросту говоря, реальная процентная ставка представляет собой эффективную ставку процента по кредиту с учетом корректировки на инфляцию.

Номинальная процентная ставка растет в условиях инфляции, поскольку кредиторов беспокоит возможность

---

\* Когда в редких случаях процентные ставки по краткосрочным кредитам оказываются выше, чем по долгосрочным, говорят, что кривая доходности инвертирована. Некоторые экономисты считают инвертированную кривую доходности признаком надвигающейся рецессии.

контролировать реальный объем производства, а не деньги сами по себе. Представим себе, например, что владелец молочной фермы (назовем его Билл) согласился одолжить своему соседу (скажем, Тому) десять молочных коров на целый сезон на том условии, что Том вернет ему десять коров плюс еще одну в конце года. Это примерно то же самое, что взять кредит сроком на один год под 10% годовых. Теперь представим, что после возврата кредита в конце года (путем возврата 11 коров Биллу) Том хотел бы повторить операцию еще раз — в том смысле, чтобы опять одолжить десять коров у Билла на год под 10% годовых, но с тем отличием, чтобы провести возврат кредита в денежной форме. Поскольку стоимость одной коровы на момент соглашения составляла 1000 долл., Том обещал выплатить Биллу в конце года 11 000 долл. Билл решил: звучит неплохо, — и дал согласие на сделку. Однако, к несчастью для Билла, цена коровы к концу года возросла на 10% и составила 1100 долл. вместо 1000. В результате, когда Том в конце года вернул кредит, выплатив Биллу 11 000 долл., тот на эти деньги сумел купить лишь десять коров вместо одиннадцати. Оказалось, что Билл одолжил своих коров вообще беспроцентно!

Экономисты сказали бы, что в соответствии с условиями второго соглашения номинальная процентная ставка составляет 10%, но реальная процентная ставка равна нулю. Чтобы последняя составила 10%, Биллу следовало бы установить номинальную ставку на уровне около 20% (или 21%, если быть точным). Тогда он контролировал бы объем производства, а не только деньги. При номинальной ставке годовых 21% Том должен был бы выплатить 12 100 долл. в конце года (10 000 долл. основного долга и 2100 долл. процентов). Этого как раз хватило бы Биллу на приобретение 11 коров по новой цене 1100 долл. за каждую (1100 долл.  $\times$  11 коров = 12 100 долл.).

Благодаря примеру хорошо видно: если цена коровы возрастет на 10% (то есть темп инфляции составит 10%), то Биллу придется более чем в два раза увеличить номинальную ставку процента (в деньгах), чтобы реальная ставка (в коровах) сохранилась на уровне 10%. Решая вопрос, высока или низка стоимость заимствований, экономисты обычно обращают внимание на реальные, а не на номинальные ставки процента. И все потому, что первостепенное значение имеет объем производства, а не деньги.

Понятно, что в условиях нулевой инфляции заем под 1000% годовых было бы очень трудно выплатить. Если вы берете кредит в 20 000 долл. на год под 1000%, то через год придется выплатить 220 000 долл. (20 000 долл. основного кредита и 200 000 долл. процентов). Поскольку инфляция нулевая, номинальная и реальная ставки будут одинаковы и равны 1000%. Чтобы увеличить текущее потребление в этом году на 20 000 долл., вам придется отказаться от продуктов стоимостью 220 000 в следующем году. По любым мыслимым стандартам — очень дорогой кредит\*.

---

\* Ежегодная процентная ставка в 1000% может показаться невероятной. Однако ростовщики и прочие хищники-заемщики часто заламывают колоссальные проценты — на этом уровне и даже выше — по краткосрочным займам тем, кто отчаянно нуждается в наличных. Заметим, что ставка на уровне 0,66% в день равнозначна примерно 1000% в год. По сути, ростовщичество такого рода более распространено, чем обычно думают. Например, в 2006 г. Министерство обороны США заявляло, что выдача кредитов под сверхвысокие ставки служащим Вооруженных сил «преобладало». Особую озабоченность вызывают так называемые займы до зарплаты, в виде которых военнослужащие брали небольшие суммы на срок до двух недель — «до следующей зарплаты», — причем процент составлял от 390 до 780% в год. См. об этом: Смг. US Department of Defense, Report on Predatory Lending Practices Directed at Members of the Armed Forces and Their Dependent (Washington, DC, August 9, 2006), esp. 10.

Но если инфляция сама по себе достигает 1000%, то номинальная ставка процента в 1000% не покажется такой уж обременительной большинству заемщиков — по сути дела, такой кредит выглядит даже очень дешевым, ведь заработная плата и цены также поднимутся на 1000%. Во втором случае номинальная ставка процента также составит 1000%, но реальная ставка (то есть номинальная ставка минус темп инфляции) упадет до нуля. В результате заемщики, благодаря везению получившие кредит под 1000% годовых в условиях 1000%-ной инфляции, будут чувствовать себя так, будто они вообще не платят процентов по кредиту; ведь с точки зрения того, какое количество продуктов можно купить, возвращенная сумма 220 000 долл. равна первоначально owed сумме в 20 000 долл.\* (табл. 2.5).

С учетом всего вышесказанного мы готовы с новой точки зрения посмотреть на взаимосвязь между ростом денежной массы и процентными ставками. Она не столь однозначна, как казалось.

Обычно, если центральный банк увеличивает объем денежного предложения, экономисты прогнозируют падение процентных ставок, особенно краткосрочных. Однако рост денежного предложения — особенно если он

---

\* Хотя инфляция таких масштабов встречается редко, но все же встречается. С 1970 г. более десяти стран сталкивались с инфляцией, превышавшей 1000% в год, в том числе Ангола, Аргентина, Боливия, Бразилия, Демократическая Республика Конго, Хорватия, Казахстан, Перу и Украина. Во времена, когда темпы инфляции в Израиле достигали двузначных цифр, там была популярна такая шутка: «На чем выгоднее добираться из Тель-Авива в Иерусалим — на автобусе или на такси? Ответ: учитывая инфляцию, выгоднее ехать на автобусе, потому что там оплачивают поездку при посадке, а за такси надо платить в конце поездки, а за время поездки деньги могут обесцениться еще сильнее».



существенный — может стимулировать распространение инфляционных ожиданий, что, в свою очередь, способствует росту номинальных ставок процента по долгосрочным кредитам. И если действительно начинает раскручиваться инфляция, то номинальные процентные ставки по краткосрочным кредитам также возрастут. В результате одновременного воздействия конфликтующих факторов (один толкает номинальную процентную ставку вверх, а другой — вниз) итоговое влияние резкого роста денежного предложения на номинальную процентную ставку оказывается двойственным. Реальные же процентные ставки, скорее всего, упадут. Номинальные ставки по краткосрочным кредитам почти наверняка упадут сразу же, но впоследствии могут опять возрасти, если инфляционные тенденции сохранятся. А долгосрочные номинальные ставки могут упасть, подняться или остаться на том же уровне в зависимости главным образом от того, что происходит с инфляционными ожиданиями (рис. 2.3).

Таблица 2.5. Пример: реальная и номинальная ставка

	Номинальная (объявленная) процентная ставка по кредиту	Темп инфляции	Реальная процентная ставка	Эффективная ставка заим- ствования
Сценарий 1:	1000%	0%	1000%	Очень высокая
Сценарий 2:	1000%	1000%	0%	Очень низкая

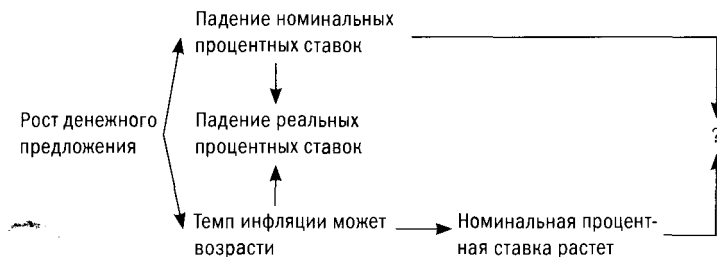


Рис. 2.3. Рост денежного предложения, инфляция и процентные ставки (номинальные и реальные)

## Номинальный и реальный курс валюты

Различие между номинальными и реальными показателями характерно и для валютного курса. Даже если номинальный обменный курс валюты в стране падает, реальный валютный курс снижается в гораздо меньшей степени (а может даже расти), если темп инфляции в данной стране ниже, чем в соседних странах.

Чтобы понять, почему так, мы должны сначала ознакомиться с понятием номинального валютного или обменного курса. Как мы уже видели, если валюта страны обесценивается по отношению к валютам других стран, то иностранцам покупка обходится дешевле. В свою очередь, это делает товары, произведенные в данной стране, дешевле и доступнее для них, а значит, стимулирует их приобретение. Граждане данной страны тем временем обнаружат, что покупка иностранных валют стала обходиться дороже, что приведет к сокращению закупок импортных товаров. Именно поэтому девальвация национальной валюты считается выгодной для экспортеров и для торгового баланса страны (поскольку ее экспорт будет расти, а импорт — сокращаться).

Поясним ситуацию на простом примере. Предположим, что курс иены к доллару равен 100 (то есть за 100 иен можно купить один доллар) и что произведенный в Японии калькулятор стоит 900 иен в Японии, а произведенный в США калькулятор стоит 10 долл. в США. Если транспортные издержки невысоки, то американцы предпочтут импортировать калькуляторы японского производства, поскольку они обойдутся лишь в 9 долл. по действующему валютному курсу (плюс еще несколько центов за транспортировку): ведь американские калькуляторы стоят 10 долл. Теперь предположим, что американский доллар девальвирован на 20%, в результате чего курс иены к доллару опустится до 80 иен за доллар. Если цена калькуляторов отечественного производства в обеих странах не изменится, американцы начнут покупать американские калькуляторы, поскольку японские калькуляторы теперь будут стоить 11,25 долл. (900 иен / 80 иен за доллар) плюс транспортные расходы, а американские калькуляторы по-прежнему будут стоить 10 долл. Одновременно и японцы теперь могут отдать предпочтение калькуляторам американского производства, поскольку по новому курсу они будут стоить лишь 800 иен плюс транспортные издержки, что дешевле, чем стоимость калькуляторов, произведенных в Японии. Таким образом, после девальвации доллара американский экспорт возрастет, а импорт в США сократится (табл. 2.6).

Однако позитивный результат можно полностью нивелировать, если в США в это же время повысятся темпы инфляции. Вернемся к нашему примеру: доллар США девальвирован на 20%, и курс иены к доллару возрос до 80, но на этот раз в США темп инфляции составил 30%, а в Японии инфляция практически нулевая. Из-за высоких темпов инфляции

в США цена калькуляторов американского производства, скорее всего, поднимется на те же 30%, то есть до 13 долл., или 1040 иен за единицу (по курсу 80 иен за доллар). Поскольку калькуляторы японского производства по-прежнему стоят 900 иен, или 11,25 долл. (по курсу 80 иен за доллар), и японцы и американцы, скорее всего, опять *переключатся на покупку японских калькуляторов*. Объем импорта в США возрастет, а объем экспорта сократится — точно так же, как и в случае, когда доллар США *ревальвируется*. По сути, хотя номинальный валютный курс *девальвировался* на 20%, его *реальный валютный курс* (или эффективный обменный курс с учетом корректировок на инфляцию) на самом деле *ревальвировался*, поскольку индекс инфляции в США по сравнению с Японией возрос *больше* чем на 20%.

Таблица 2.6. Стоимость калькуляторов в иенах и долларах до и после падения номинального курса доллара

	Обменный курс иены к доллару	Цена произведенного в США калькулятора, долл.	Цена произведенного в США калькулятора, иены	Цена произведенного в Японии калькулятора, иены	Цена произведенного в Японии калькулятора, долл.	Страна-импортер калькуляторов
До	100	10	1000	900	9,00	Япония
После	80	10	800	900	11,25	США

Взаимосвязь между реальным и номинальным валютным курсом в примере может быть приблизительно описана с помощью следующей формулы (которую, по всей видимости, можно применить к любым двум странам, а не только к Японии и США):

$$\begin{aligned} & \% \Delta \text{ Реальный валютный курс } (\text{¥}/\$) \approx \\ & \approx \% \Delta \text{ Номинальный валютный курс } (\text{¥}/\$) \\ & (\text{Темп инфляции в Японии, \%} - \text{Темп инфляции в США, \%}). \end{aligned}$$

Если мы для удобства предположим, что в зарубежных странах инфляция равна нулю, тогда мы можем утверждать, что уровень реальной ревальвации национальной валюты примерно равен темпу инфляции в стране за вычетом номинальной ставки девальвации:

$$\begin{aligned} & \text{Уровень реальной ревальвации валюты } X \approx \\ & \approx \text{Темпы инфляции в стране } X - \\ & - \% \text{ номинальной девальвации валюты } X, \end{aligned}$$

где все переменные выражены в процентах (табл. 2.7).

Таблица 2.7. Номинальный и реальный валютный курс — четыре возможных сценария

	% изменения номинального валютного курса иены к доллару	Темп инфляции (Япония)	Темп инфляции (США)	Приближительное отклонение реального валютного курса иены к доллару	Ожидаемое влияние на состояние торгового баланса США
Сценарий 1	-20% (девальвация доллара)	0%	30%	10% (ревальвация доллара)	Неблагоприятное (ухудшение торгового баланса)
Сценарий 2	-20% (девальвация доллара)	0%	20%	0%	Нейтральное
Сценарий 3	-20% (девальвация доллара)	0%	10%	-10% (девальвация доллара)	Благоприятное (улучшение торгового баланса)
Сценарий 4	-20% (девальвация доллара)	30%	30%	-20% (девальвация доллара)	Благоприятное (улучшение торгового баланса)

Хотя понятие *реального* валютного курса по-прежнему незнакомо многим менеджерам и инвесторам, те из них, кто занимается внешнеэкономическими операциями, напрасно его игнорируют. Приведем только один пример. В начале 1990-х гг. США интенсивно инвестировали в Мексику, и многие американские инвестиционные управляющие считали фиксированный номинальный курс мексиканского песо надежной защитой для своих инвестиций\*. Но оказалось, что они уделяли недостаточно внимания быстро ревальвируемому реальному курсу, что стало результатом объединенного воздействия фиксированного номинального курса по отношению к доллару, с одной стороны, и куда более высокого темпа инфляции, чем в США, — с другой. Резкая ревальвация реального курса песо стала важным сигналом надвигающегося финансового кризиса, подрывая позиции Мексики на рынке и тем самым усиливая его зависимость от все нарастающего притока иностранного капитала. В частности, хорошо информированные инвесторы могли бы выяснить, что крупномасштабная ревальвация реального курса может стать предвестником последующей столь же масштабной девальвации номинального валютного курса. Это привело бы к резкому падению долларовой эквивалента стоимости их номинированных в песо активов. Однако большинство инвесторов, очевидно, сильно изумились — и понесли большие убытки, — когда курс песо резко

---

\* При установленном фиксированном валютном курсе Мексиканский центральный банк должен поддерживать обменный курс песо к доллару в определенном довольно узком диапазоне (путем продажи и покупки долларов за песо по мере потребности по установленному курсу). Благодаря этому зарубежные инвесторы уверены, что, пока фиксированный курс действует, им не придется столкнуться с резким обесценением песо.

обвалился в ходе полномасштабного валютного кризиса, разразившегося в конце 1994 г. Несомненно, концепция реального обменного курса, хотя и весьма академически звучащая, имеет огромное практическое значение для ведения бизнеса (см. подглавку «Реальный валютный курс и зарубежные инвестиции»).

## **Реальный валютный курс и зарубежные инвестиции**

Глубокое понимание сути реального валютного курса (а также его влияния на продажи и прибыль компании) жизненно необходимо любому менеджеру, управляющему внешнеторговыми операциями компании или инвестициями.

Например, рассмотрим более подробно деятельность управляющего китайским филиалом американской компании, производящей мобильные телефоны. Поскольку Китай (как и многие развивающиеся страны) привязывает курс своей валюты к доллару, то менеджер проявит мудрость, если глубоко задумается над последствиями незапной инфляции в Китае. В конце концов, если цены растут в Китае быстрее, чем в США, то реальный курс юаня будет расти по отношению к доллару, даже если номинальный валютный курс (то есть публикуемый в газетах и интернете) стабилен как скала, подпираемая официальным фиксированным курсом юаня.

Рост реального курса юаня способен повлиять на китайский филиал американской компании тремя основными способами, потенциально конфликтующими.

1. Более интенсивная ценовая конкуренция со стороны товаров, импортируемых на китайский рынок.

2. Более интенсивная ценовая конкуренция со стороны зарубежных производителей на зарубежных рынках.
3. Более благоприятная действующая норма репатриации прибыли, полученной на китайском рынке.

Очевидно, влияние двух первых факторов на китайский филиал будет негативным, а влияние третьего фактора — позитивным, конечно, до тех пор пока филиал будет получать прибыль.

Причина постепенного обострения конкуренции для китайского филиала в будущем такова: производственные издержки так или иначе увеличиваются (включая растущую заработную плату и более высокие цены на комплектующие внутреннего производства) под влиянием инфляционных процессов в Китае. Если филиал попытается переложить повышенные издержки на потребителей путем повышения цен, то возникнет риск потери доли рынка — как внутри Китая, так и за его пределами — в пользу американских и прочих иностранных конкурентов, не сталкивавшихся с аналогичным ростом издержек на своих внутренних рынках.

Столкнувшись с ростом реального обменного курса юаня, управляющий филиалом встанет перед незавидным выбором — либо урезать прибыль, но сохранить долю рынка, либо пожертвовать долей рынка, но сохранить прибыль. В любом случае это очень плохо повлияет на общую сумму прибыли компании.

По сути дела, единственной позитивной новостью могут стать перспективы репатриации прибыли. Скажем, если рентабельность продаж филиала составляет 10% до реального повышения курса валюты, а филиал каким-то образом ухитрился сохранить уровень рентабельности (что весьма сомнительно), то те же 10% рентабельности теперь — по причине инфляции в Китае — трансформируются в гораздо большее количество юаней по номиналу. Поскольку



номинальный курс юаня по-прежнему привязан к доллару (по одной и той же официальной ставке), все большее количество юаней неизбежно будет переводиться в доллары с целью последующей репатриации.

Суть проблемы, что последствия реального роста курса, вызванные инфляцией, будут весьма напоминать последствия роста номинального курса, причем как позитивные, так и негативные, даже если сам по себе номинальный курс совсем не изменился. К сожалению, многие менеджеры, особенно не имеющие опыта работы на международном рынке, гораздо сильнее беспокоятся из-за динамики номинального обменного курса, чем реального, хотя последний может быть ничуть не менее важен для благополучия и финансовой устойчивости их компаний.

Далее здесь (а также в главе 7) мы вернемся к анализу проблем валютного курса. Но сначала посмотрим, каким образом номинальные и реальные значения макроэкономических показателей могут повлиять на взаимоотношения между валютным курсом, ростом денежной массы и внешнеторговым балансом. Как уже говорилось, значительный рост денежной массы в стране, скорее всего, вызовет *девальвацию номинального* валютного курса национальной денежной единицы. Но одновременно это может дать толчок внутренней инфляции, что приведет к движению реального валютного курса в противоположном направлении. Ключевой вопрос: какой показатель окажется выше — темпы внутренней инфляции или девальвация валютного курса, или, точнее, окажется ли разница между темпами инфляции внутри страны и за рубежом больше, чем процент обесценивания национальной валюты от ее номинала. Если разность внутренних и зарубежных темпов инфляции превышает номинальную ставку девальвации валютного курса,

то тогда реальный валютный курс будет ревальвировать, создавая дополнительное давление на внешнеторговый баланс в смысле превышения экспорта над импортом. Если разность в темпах инфляции окажется меньше, чем темпы девальвации номинального валютного курса, то реальный валютный курс будет снижаться, создавая давление на внешнеторговый баланс в сторону повышения (рис. 2.4).



Рис. 2.4. Рост денежной массы, инфляция и валютный курс (номинальные значения против реальных)

## Денежная иллюзия и неэластичность заработной платы

В идеальном мире люди всегда способны отличить реальные изменения в экономике от чисто номинальных. Если бы заработная плата сотрудников росла в точности теми же темпами, что и общий уровень цен, можно было бы констатировать, что покупательная способность населения практически не изменилась. Даже если сумма в ежемесячном зарплатном чеке в номинальном выражении станет больше, не факт, что получатель сможет купить больше товаров, чем прежде, поскольку цены возрастут в той же степени, что и заработная плата, а значит, реальная заработная плата не изменится.

Хотя различие между номинальными и реальными показателями интуитивно понятно, на практике все не так просто.

Потенциальная проблема, постоянно вызывающая споры в среде экономистов, в следующем: многие индивидуумы впадают в так называемую денежную иллюзию. Иными словами, иногда оказывается, что люди больше переживают о номинальных, чем о реальных цифрах. Например, рабочие могут больше беспокоиться о размере своей *номинальной* заработной платы, чем о ее *реальной* покупательной способности. Если так, «денежная иллюзия» могла бы помочь объяснить причины неэластичности номинальной заработной платы, особенно на этапе экономического спада. Когда цены растут, работникам не всегда удается добиться справедливого повышения заработной платы, чтобы предотвратить снижение своей покупательной способности в результате инфляции. Но, когда цены снижаются, те же самые работники под влиянием «денежной иллюзии» яростно сопротивляются любым попыткам снижения номинальной заработной платы, даже если их реальная покупательная способность резко возрастает в результате дефляции.

Некоторые экономисты считают неэластичность заработной платы причиной усиления безработицы в периоды дефляции (и, соответственно, падения цен). Если рабочие не соглашаются на снижение номинальной заработной платы (возможно, в результате денежной иллюзии), их реальная заработная плата будет быстро расти по мере того, как цены падают. В конечном счете реальная заработная плата достигнет такого уровня, что работодателям окажется не по карману ее выплачивать, и работники будут уволены. Если бы работники сосредоточились на поддержании реальной заработной платы вместо борьбы за сохранение уровня номинальной, они, скорее всего, смогли бы сохранить рабочие места.

Понятие денежной иллюзии возникло довольно давно. Американский экономист Ирвин Фишер опубликовал

основополагающую книгу по этому вопросу в 1928 г.\*. Хотя в наше время мало кто из экономистов считает денежную иллюзию главной причиной неэластичности зарплат, но все-таки эта концепция, насколько можно сейчас судить, одно из самых ранних объяснений того, почему заработная плата далеко не всегда приспосабливается к изменению уровня цен так быстро, как должно быть.

## Деньги и банковская система

До настоящего момента мы довольно много говорили о деньгах, но совершенно не затрагивали вопрос об их происхождении и возможных формах. В большинстве стран только правительство имеет право выпускать деньги, то есть законное «средство платежа» и в соответствии с законодательством обязательное к приему при погашении любых долговых обязательств. Взгляните на долларовую банкноту и прочтите надпись на лицевой стороне: «Эта банкнота — законное средство платежа по всем обязательствам, частным и государственным». Таким образом, деньги служат надежным и удобным средством платежа во всех хозяйственных операциях. Обычно вопрос, какое количество денег следует выпустить в обращение, решает центральный банк. В США функции центрального банка выполняет Федеральная резервная система\*\*.

Хотя вопрос об эмиссии денег также решает центральный банк страны, важно подчеркнуть: это не единственное

---

\* Irving Fisher. *The Money Illusion*. New York: Adelphi Co., 1928.

\*\* Хотя ФРС решает вопрос об объеме очередной эмиссии, но она не печатает эти деньги самостоятельно. Эта задача поручена Министерству финансов США, а именно Бюро по выпуску денежных знаков и ценных бумаг (бумажные деньги) и Монетному двору США (монеты).

учреждение, создающее деньги. Коммерческие банки также играют важную роль, поскольку денежные знаки — не единственная форма денег. В соответствии с традиционным определением предложения денег, обозначаемого как M1, чековые счета также считаются деньгами, поскольку чеки широко принимаются в качестве средства платежа. Они высоколиквидны, иными словами, их легко можно конвертировать в наличные деньги.

Поскольку чековые счета позволяют владельцам снимать или перемещать находящиеся на них средства по первому требованию, экономисты обычно называют их «депозитами до востребования». Такие депозиты — важный компонент денежного предложения. По состоянию на конец 2012 г. в обращении находилось денежных знаков США (то есть однодолларовых, пятидолларовых, десятидолларовых и т. п. банкнот) на общую сумму 1091 трлн долл. В то же время банки и сберегательные ассоциации держали на депозитах до востребования и прочих чековых счетах около 1345 трлн долл. Как уже говорилось, денежное предложение M1 включает два компонента: деньги в обращении и депозиты до востребования, — причем оба они имеют широкое распространение и повсеместно принимаются как средства платежа\*.

---

\* В конце 2012 г. денежный агрегат M1 составлял примерно 2,4 трлн долл. Денежная масса, в более широком смысле известная как M2, включает деньги в обращении, депозиты до востребования, а также срочные депозиты (или сберегательные счета). По состоянию на конец 2012 г. на сберегательных счетах (включая депозитные сертификаты с небольшой номинальной стоимостью и фонды денежного рынка) числилось 8 трлн долл., в результате чего агрегат M2 составил 10,4 трлн долл. См. об этом: Economic Report of the President 2013 (Washington, DC: Government Printing Office, 2013), tables b-69 and b-70.

Поскольку чековые счета представляют собой существенную часть денежной массы, постольку коммерческие банки играют важнейшую роль в ее формировании. Посредством приема депозитов и выдачи большей части размещенных на них средств в виде кредитов банки, по сути, увеличивают денежное предложение сверх непосредственно находящихся в обращении наличных денег.

Представьте, к примеру, что вы идете в банк и кладете 100 долл. наличными на ваш текущий счет. В этот момент общая сумма денежного предложения не изменяется. Сумма на вашем счете дополнительно увеличивается на 100 долл., но в вашем кармане становится на 100 долларов наличными меньше. Поскольку 100 долл. выбывают из наличного денежного обращения, они больше не включаются в состав агрегата M1. Однако в большинстве случаев банк быстро выдает в качестве кредитов бóльшую часть налички, и его ограничивают только официальные требования по резервированию средств (на текущий момент банки обязаны резервировать около 10% наличных средств). Теперь денежное предложение возросло. Ваши 100 долл. помещены на депозит до востребования (чековый счет), а клиент, пришедший в банк за кредитом, получает 90 долл. наличными. Таким образом, денежное предложение возросло на 90 долл. Однако вы уже, должно быть, поняли: процесс на этом не заканчивается. Если заемщик что-нибудь покупает на эти деньги и продавец кладет их на счет в свой банк, то все повторится снова и снова, причем с каждым циклом денежное предложение будет возрастать.

Чтобы выяснить, какое же денежное предложение будет создано за счет каждого дополнительного доллара, помещенного на депозит, экономисты рассчитали так называемый

денежный мультипликатор. Он равен частному от деления единицы на процент изъятия денежных средств из обращения. Таким образом,

$$\text{Денежный мультипликатор} = 1 / \text{Процент изъятия денежных средств.}$$

Если бы банки постоянно выдавали в виде кредитов 90% средств, привлеченных на депозиты, и все выданные средства помещались бы на банковские счета, тогда процент изъятия составлял бы 10% (или 0,1), а денежный мультипликатор равнялся бы 10 ( $1 / 0,1$ ). Значит, каждый доллар наличности превратится в 10 долл. денежной массы М1 в результате процесса приема депозитов и выдачи кредитов. (На практике денежный мультипликатор гораздо меньше 10 отчасти потому, что физические лица не держат всю имеющуюся наличность на депозитах до востребования, а значит, в действительности процент изъятия гораздо выше 10%. Но даже при этом условии банки все равно играют очень большую роль в создании денег.)

Вот очевидная проблема функционирования банковской системы: если бы все, кто положил деньги на банковский счет, одновременно захотели снять их, банк не смог бы выполнить требование, поскольку уже выдал в виде кредитов бóльшую часть средств. В обычных условиях это не составляет проблемы, поскольку сумма одновременно снимаемых средств составляет относительно небольшую часть активов (а значит, банк способен контролировать ситуацию) в каждый отдельный момент времени. Но так или иначе, если значительная часть вкладчиков потребует свои деньги (не важно, по какой причине — то ли они действительно в них нуждаются, то ли прослышали о проблемах банка и поддались панике), то банк разорится. Ситуация известна под названием банковской

паники, или массового изъятия вкладов. До внедрения федерального страхования вкладов в 1933 г. банковские паники были характерной чертой в американской экономической жизни. Очень похожая динамика наблюдалась в период финансового кризиса 2007–2009 гг., хотя тогда она охватила главным образом так называемые теневые банки, не участвовавшие в федеральной системе страхования вкладов.

## Центральный банк: наука и искусство

Хотя коммерческие банки также принимают участие в создании денег, но макроэкономисты отмечают особенно важную роль центральных банков, поскольку они способны наращивать и расширять денежное предложение. Центральные банки могут на свой страх и риск создавать деньги и разрушать их.

В преддверии финансового кризиса 2007–2009 гг. представители центральных банков обычно рассматривали в качестве ключевого инструмента денежной политики краткосрочные процентные ставки, а не сам по себе объем денежного предложения. Они регулировали денежное предложение таким образом, чтобы добиться желаемого уровня процентных ставок. К примеру, если директора национального центрального банка принимали решение снизить процентную ставку по кредитам овернайт с 3,0 до 2,5%, то должны были объявить об изменениях в политике и увеличить денежное предложение так, чтобы добиться снижения ставки до 2,5%. По сути, если центральный банк пользуется доверием общества, то одного его заявления достаточно для достижения поставленной цели. Но потом центральному



банку все равно придется увеличить денежное предложение, чтобы поддержать новую процентную ставку\*.

Хотя процентная ставка по краткосрочным кредитам очень важна, но именно денежная масса — фактор, находящийся под непосредственным контролем центральных банков. По сути, они осуществляют полный (монопольный) контроль монетарной базы, включая выпуск в обращение национальной валюты; они способны влиять на краткосрочные процентные ставки хотя бы только потому, что имеют контрольные полномочия. Если когда-нибудь правительство откажется от монополии на законное средство платежа, то полномочия центральных банков по формированию процентной ставки также исчезнут.

Все это отчасти напоминает взаимосвязь между спидометром и педалью газа в автомобиле. Если водитель хочет ехать быстрее, то давит на педаль газа и смотрит на спидометр. Увеличившееся количество бензина в двигателе заставляет автомобиль ехать быстрее. По аналогии, сотрудники центрального банка обычно устанавливают цели своей деятельности в категориях скорости (километры в час), а не расхода ресурсов (литры бензина в час). Применительно к финансовой политике деньги и есть своего рода бензин. Но сотрудники центрального банка обычно концентрируются на краткосрочных процентных ставках как на главном инструменте денежной политики, вместо того чтобы концентрироваться на регулировании денежного предложения. Однако, после

---

\* Вспомним, что поскольку процентную ставку можно считать в определенном смысле ценой денег (или, точнее, ценой покупки денег на определенный период), то рост денежного предложения способствует снижению этой цены денег (то есть процентной ставки) подобно тому, как увеличение предложения любого товара приводит к снижению цены на него.

того как ФРС США снизила процентную ставку по краткосрочным кредитам почти до нуля, стремясь преодолеть финансовый кризис 2007–2009 гг. и последовавший за ним экономический спад, специалисты ФРС начали в большей мере использовать инструменты кредитно-денежной экспансии. Термин «количественное смягчение», ставший частью экономического лексикона (более подробное описание можно найти в словаре), в условиях США означает покупку широкого спектра долгосрочных финансовых инструментов, начиная от обеспеченных ипотечными кредитами ценных бумаг и заканчивая корпоративными долговыми бумагами, причем в сочетании, позволяющем максимально снизить процентные ставки по долгосрочным обязательствам.

Теоретически сотрудники ФРС используют денежную политику для достижения самых разных целей. Если, допустим, они считают, что ВВП растет слишком медленными темпами или уровень безработицы слишком высок, то могут снизить процентные ставки по краткосрочным кредитам, чтобы тем самым стимулировать экономическую деятельность. И наоборот, если, с их точки зрения, темпы инфляции слишком высоки или резко растут в результате быстрого и неравномерного роста ВВП (перегрев экономики) либо если они ставят перед собой задачу поддержать валютный курс на определенном уровне, то повышают процентные ставки, когда национальная валюта обесценивается по сравнению с другими валютами, и снижают их, если курс растет. Либо они могут снизить процентные ставки (и расширить денежное предложение) в период экономических неурядиц, чтобы помочь стабилизировать финансовую систему.

На практике большинство представителей центральных банков прекрасно понимают важность этих целей — интенсивный,

но устойчивый рост ВВП, низкий уровень безработицы, инфляции, стабильный валютный курс, устойчивая денежная система и т. п. Однако заметим, что зачастую их достижение связано с необходимостью определенных компромиссов. Например, повышение процентных ставок с целью снижения инфляции зачастую одновременно приводит к замедлению роста ВВП и уровня безработицы. Такую возможность описывает так называемая кривая Филлипса (см. подглавку «Кривая Филлипса»). Рост процентных ставок может привести к ревальвации национальной валюты, что, в свою очередь, может ослабить внутреннюю экономику, подорвав ее экспортные возможности. Очевидно, невозможно достичь всего одновременно. В последнее время большинство представителей центральных банков считают поддержание низких темпов инфляции *приоритетной* задачей своей политики. Однако в разгар финансового кризиса 2007–2009 гг. финансовая стабильность, казалось, стала наивысшим приоритетом, по крайней мере для ФРС. Более того, в конце 2012 г. в условиях высокой безработицы ФРС заявила, что и далее будет уделять особое внимание борьбе с инфляцией и безработицей, продолжая поддерживать процентную ставку по федеральным фондам на уровне, близком к нулю, «...до тех пор пока уровень безработицы не стабилизируется на отметке 6,5%, а уровень инфляции в течение ближайшего года-двух не более чем на 0,5% превысит прогнозируемый комитетом долгосрочный показатель 2%. Тогда долгосрочные инфляционные ожидания также стабилизируются»\*.

---

\* См. пресс-релиз Совета управляющих ФРС от 12 декабря 2012 г. // <http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm>.

## Кривая Филлипса

В 1958 г. экономист О. У. Филлипс опубликовал основополагающее исследование, посвященное описанию обратной взаимосвязи между инфляцией и безработицей. В его основе лежал анализ данных об оплате труда и уровне безработицы в Великобритании почти за сто лет. Основной вывод исследования: высоким темпам инфляции обычно сопутствует низкий уровень безработицы, и наоборот, если темпы инфляции невысоки, то уровень безработицы высок. Знаменитая кривая Филлипса, приведенная на рисунке, графически отображает взаимосвязь между безработицей и инфляцией. Конкретные параметры взаимосвязи много раз оспаривали другие ведущие экономисты (в том числе Милтон Фридман и Эдмунд Фелпс), подчеркивавшие важность инфляционных ожиданий и вероятность того, что с течением времени кривая может изменить свои очертания. Хотя политики могут добиться снижения безработицы ниже ее «естественного уровня» на какое-то время, стимулируя инфляцию за счет проведения агрессивной налоговой или монетарной политики, но через некоторое время люди адаптируются к повысившемуся уровню цен, и безработица опять вернется к ее естественному уровню (но теперь при новом уровне инфляции). «Стагфляция» в 1970-х гг. доказала, что темпы инфляции и безработицы могут расти одновременно, по крайней мере при определенных обстоятельствах.

Хотя модель Филлипса с момента ее опубликования была существенно усовершенствована, но ее модифицированная версия (которую часто называют «кривой Филлипса с поправкой на ожидания») и в наши дни остается одним из лучших образцов экономической мысли.

В главах 3 и 4 мы вернемся к вопросу, каких целей добиваются центральные банки, поднимая или снижая процентные

ставки. Однако сначала давайте выясним, какие инструменты имеются в их распоряжении для достижения целей.

## **Три основных инструмента монетарной политики**

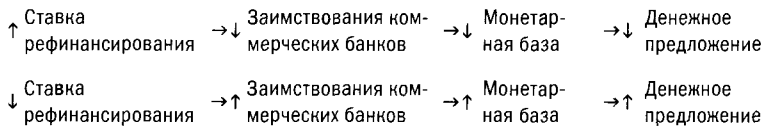
Традиционно макроэкономисты выделяли три основных инструмента монетарной политики. Начнем с того, что центральный банк имеет право предоставлять коммерческим банкам кредиты под любой процент, обоснованный с их точки зрения. Процентная ставка, носящая в США название *ставки рефинансирования*, представляет собой один из трех инструментов монетарной политики. Снижая ставку рефинансирования, центральный банк может стимулировать коммерческие банки брать у него кредиты, поскольку впоследствии они могли бы выдавать привлеченные таким образом средства своим заемщикам уже под более высокий процент и зарабатывать прибыль. Когда коммерческие банки обращаются за кредитами, центральный банк просто проводит дополнительную эмиссию денег и выдает их в качестве льготных кредитов, увеличивая тем самым денежное предложение. А в результате действия денежного мультипликатора (обусловленного кругооборотом операций привлечения депозитов и выдачи кредитов) первоначальный прирост так называемой монетарной базы (то есть денег, эмитируемых центральным банком) рано или поздно приведет к еще большему приросту в агрегате M1 (то есть деньги в обороте плюс депозиты до востребования). Таким способом центральный банк может увеличивать денежное предложение, снижая ставку рефинансирования. И наоборот, центральный банк может уменьшить денежное предложение

(или хотя бы замедлить темпы его роста), подняв ставку рефинансирования.

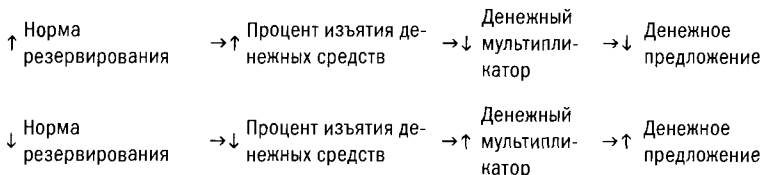
Еще один инструмент регулирования денежного предложения центральным банком — требования к *норме резервирования* банковских депозитов. Устанавливаемая центральным банком норма резервирования определяет, какую часть каждого депозита банк обязан держать в резерве (и, соответственно, не выдавать в качестве кредитов). Поскольку норма резервирования представляет собой процент изъятия денежных средств из процесса привлечения депозитов и выдачи кредитов (и поскольку денежный мультипликатор обратно пропорционален норме резервирования), ее увеличение приводит к уменьшению денежного мультипликатора и, соответственно, сокращению денежного предложения. Снижение нормы резервирования, напротив, приведет к росту денежного мультипликатора и увеличению денежного предложения. В приведенном ранее примере, где мы исходили из предположения об отсутствии других изъятий денежных средств, кроме 10%-ной нормы резервирования, денежный мультипликатор равнялся 10 (то есть  $1 / 0,1$ ). Начиная с монетарной базы 100 долл. денежное предложение  $M1$  (включающее наличные деньги в обращении и депозиты до востребования) возрастает до 1000 долл. в результате депозитно-кредитного процесса. Если центральный банк снизит норму резервирования до 5%, то денежный мультипликатор возрастет до 20 (то есть  $1 / 0,05$ ), и  $M1$  составит 2000 долл. Если же центральный банк повысит норму резервирования до 20%, то денежный мультипликатор упадет до 5 (то есть  $1 / 0,20$ ), и денежное предложение сократится до 500 долл. (рис. 2.5). Отсюда вывод: центральный банк может влиять на денежное предложение через денежный

мультипликатор, а на него, в свою очередь, влияет корректировка нормы резервирования.

**Ставка рефинансирования**



**Норма резервирования**



**Операции на открытом рынке**

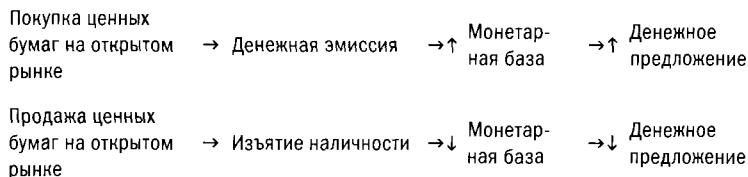


Рис. 2.5. Три инструмента монетарной политики

Наконец, третий основной инструмент монетарной политики известен под названием *операций центрального банка на открытом рынке* и представляет собой покупку и продажу финансовых инструментов на открытом рынке. Когда центральный банк считает, что следует увеличить денежное предложение, он выкупает государственные облигации или другие активы у частных финансовых организаций, вливая наличные деньги в экономику. Такая операция называется *покупкой на открытом рынке* — до тех пор, пока центральный банк ограничивается покупкой финансовых активов.

Если центральный банк сочтет нужным связать избыток денежной массы на рынке (или замедлить темпы ее роста), он проводит *продажи на открытом рынке*, реализуя ценные бумаги финансовым организациям и тем самым изымая денежную массу из экономики.

В США операции на открытом рынке представляют собой основной инструмент, применяемый ФРС («Фед») для регулирования процентной ставки по кредитам овернайт, известной в стране под названием ставки рефинансирования\*. До финансового кризиса 2007–2009 гг. ФРС довольно редко прибегала к предоставлению кредитов коммерческим банкам напрямую через так называемое дисконтное окно, и в результате ставка рефинансирования приобрела символический характер, поскольку почти не использовалась в монетарной политике США. Однако в период кризиса ситуация изменилась, поскольку дисконтное окно опять заработало (правда, после окончания кризиса прямое кредитование через него резко сократилось). Норма резервирования время от времени пересматривалась, но не слишком часто. Операции на открытом рынке долгое время были — и остаются — основным способом воздействия ФРС на объем денежного предложения. Однако не стоит забывать, что основная цель операций на открытом рынке — по крайней мере в современном понимании, вне связи с некоторыми современными экспериментами вроде так называемого количественного

---

\* Ставка рефинансирования — процентная ставка. Под нее коммерческие банки предоставляют друг другу кредиты овернайт. Она получила название ставки рефинансирования потому, что банки обычно дают и берут в кредит деньги за счет фондов (резервов), размещенных на депозитных счетах в Федеральной резервной системе (ФРС). Несмотря на название, федеральное правительство не принимает участия в операциях по предоставлению и получению кредитов.



смягчения, — в том, чтобы скорректировать процентную ставку по краткосрочным кредитам (например, ставку рефинансирования) до желаемого уровня. Когда-то общепринятый, особенно в академических кругах, тезис об использовании этого метода для приведения процентной ставки по краткосрочным кредитам к конкретному уровню (например, стабильный темп роста денежного предложения в 3,5%) ныне утратил популярность.

## **Теория против практики: предостережение**

Размышляя о различных видах экономических взаимосвязей, анализируемых на страницах этой книги, следует помнить об одной очень важной вещи: обозначенные связи — не точное отражение действительности, а скорее, своего рода идеальная модель для сравнения. Недаром любимое выражение экономистов — *ceteris paribus*, или «при прочих равных условиях». Если бы все прочие факторы оставались неизменными, в то время как денежное предложение росло, мы могли бы ожидать падения процентных ставок. Но всем известно, что в реальной жизни «прочие равные условия» редко бывают действительно равными. Например, представьте, что в то самое время, когда ФРС проводила закупки на открытом рынке, чтобы увеличить денежное предложение в экономике, американцы по всей стране вдруг решили, что им следует иметь больше денег на руках: в собственных кошельках, под матрацами или на своих текущих счетах. Возможно, они неожиданно получили предупреждение о террористической атаке и сочли, что будет разумно иметь больше наличных денег на руках, даже если придется продать ряд других активов, например сберегательных сертификатов или

облигаций. Так или иначе, спрос на деньги возрастет, что окажет давление на процентную ставку в сторону повышения, точно так же как возросший спрос на нефть (или любой другой товар) приведет к росту цены на нее. ФРС вполне может обнаружить, что предпринятые ею меры по увеличению денежного предложения нивелированы еще бóльшим ростом спроса на деньги, и в результате процентная ставка растет, вместо того чтобы снижаться.

Мы привели пример, чтобы напомнить читателям: описанные в этой книге (а также во многих других учебниках по экономике) экономические взаимосвязи — отнюдь не непреложные законы природы. Наоборот, на практике они постоянно нарушаются. Если вы ознакомитесь с данными об объеме денежного предложения и процентных ставках в любой стране мира за достаточно продолжительный период, то наверняка найдете немало примеров, когда процентные ставки растут при увеличивающемся денежном предложении или падают, несмотря на замедление темпов роста денежной массы. То есть они ведут себя противоположно тому, как должны были бы, судя по написанному в учебниках по экономике. Однако это не значит, что их изучение не имеет смысла. Совсем не значит. Только научившись понимать базовые экономические закономерности, можно выявить отклонения от правил и, что еще важнее, сформулировать обоснованные объяснения их причин.

## Глава 3

# Ожидания

Ожидания — еще одна очень важная тема в макроэкономике. Ожидания будущего играют жизненно важную роль в любой рыночной экономике, тем или иным образом воздействуя практически на каждую экономическую операцию и решение. Как мы уже видели, ожидания способны заставить целую экономику двигаться в одном направлении или в другом и даже способны стать самоисполняющимся пророчеством. Если вкладчики ожидают, что банк вот-вот обанкротится, то вполне вероятно, что наиболее пугливые начнут массово забирать вклады. Точно так же для экономики в целом инфляционные ожидания могут реализоваться на практике, в результате чего экономика войдет в полосу рецессии, если этого ожидает достаточно большое количество людей. Такого рода ожидания представляют особый интерес для макроэкономистов.

Ожидания могут подтолкнуть экономику не только в негативном, но и в позитивном направлении. Иногда благоприятные ожидания формируются сами по себе. Однако многие экономисты считают, что в некоторых случаях правительство обязано содействовать их формированию. По сути дела, управление ожиданиями вполне может оказаться наиболее важной функцией макроэкономической политики, как налоговой, так и монетарной.

## Ожидания и инфляция

Вполне естественно, ни физические лица, ни предприятия не желают нести убытки от инфляции. Если работники ожидают, что цены на потребительские товары в последующие месяцы и годы будут расти, то, скорее всего, они потребуют повышения заработной платы, чтобы обезопасить себя от снижения реальных доходов — то есть номинальных доходов с поправкой на инфляцию. Подобным же образом, если компании ожидают роста заработных плат и стоимости материальных ресурсов, то, скорее всего, постараются повысить цены на свою продукцию, чтобы гарантировать сохранение уровня своей прибыльности. Таким образом, цены и заработная плата действительно повысятся, поскольку и физические лица, и компании стремятся защититься от *ожидаемого* роста цен. Тогда инфляционные ожидания способны оказать сильное влияние на реальность.

Одна из основных задач любого центрального банка — убедить общественность, что нет никаких оснований для значительного роста цен в будущем. Или, иными словами, что темпы инфляции будут незначительными. Таким образом, ожидания могут превратиться из врага в союзника. Если этого удастся добиться на практике, то банки завоюют *доверие* в обществе. Иными словами, для того чтобы возникли ожидания низких темпов инфляции, общественность должна верить в то, что центральный банк способен активно и эффективно бороться с инфляцией (например, при помощи управления процентными ставками), если вдруг уровень цен начнет расти слишком сильно. Если центральному банку удалось завоевать доверие на инфляционном фронте, то его работа становится намного легче, поскольку вероятность высоких темпов

инфляции сама по себе снижается. И наоборот, центральный банк, не пользующийся доверием общества, легко способен попасть в беду, поскольку в экономике нарастает повсеместное и постоянное инфляционное давление.

Завоевать общественное доверие очень трудно, поэтому так сложно преодолеть инфляцию. Чтобы добиться цели, центральный банк обычно поднимает процентные ставки (что приводит к сокращению объема денежной массы или по меньшей мере замедляет ее рост). По мере повышения процентных ставок и ужесточения монетарной политики потребление и инвестиции могут замедлиться, поскольку привлечение потребительских и коммерческих кредитов обходится все дороже. Сам по себе объем производства также замедляет рост или даже начинает сокращаться, а уровень безработицы, скорее всего, возрастет.

Чтобы преодолеть высокую инфляцию в 1970-х гг., председатель ФРС Пол Уолкер поднял ставку рефинансирования на невиданный ранее уровень (максимальное ее значение доходило до 20%), что и спровоцировало наиболее серьезный экономический кризис после 1930-х гг. В 1982 г. реальный ВВП упал на 2%, а уровень безработицы достиг почти 10%. Политики из обеих политических партий выразили глубокое возмущение таким положением дел. Кандидат от Республиканской партии на выборах в Сенат заявил в январе 1982 г., что «политика высоких процентных ставок, проводимая Уолкером, душит американскую экономику и лишает миллионы американцев рабочих мест»\*. Хотя Уолкер завоевал доверие общества тем, что сумел обуздать двузначные темпы инфляции, но до момента, когда пришел успех, его серьезно критиковали

---

\* Joseph F. Sullivan. Bell Joins G.O.P. Primary for the Senate in Jersey // New York Times. — 1982. — January 28.

и даже оскорбляли. Если бы Уолкера избирали на должность по итогам прямых выборов, он вполне мог бы поддаться давлению общественности и ослабить усилия по борьбе с инфляцией. В конце концов, учитывая, что по меньшей мере часть — а скорее всего, львиная доля — вины за взвинчивание уровня безработицы до максимального значения за последние пятьдесят лет лежит именно на нем, шансов выиграть повторные выборы у него практически не имелось бы. Но Уолкера, как и всех председателей ФРС, на должность назначил президент, и центральный банк не мог его уволить до конца 14-летнего пребывания в должности управляющего ФРС (да и с должности председателя ФРС его было трудно уволить до истечения срока четырехлетних полномочий).

Именно поэтому большинство специалистов в области монетарной политики придерживаются точки зрения, что центральный банк должен быть «независимым» от быстрого демократического процесса и в значительной степени от политиков и политики вообще. Поскольку меры по борьбе с инфляцией способны причинить обществу множество неприятностей в краткосрочной перспективе, избранные политики, как правило, не проявляют излишнего рвения. Тем, кто находится у власти, всегда трудно передать полномочия по контролю монетарной политики *независимому* центральному банку. Ведь он вполне способен повредить их политическим интересам, например повысив процентную ставку в период выборов. Тем не менее большинство развитых стран уже это сделали, и их примеру все чаще следуют развивающиеся страны. В США ФРС не была действительно независимой, начиная с момента ее создания в 1913 г.; но после принятия нового законодательства в 1935 г. она получила некоторую автономию, а в 1951 г. обрела практически полную независимость.

Банк Англии — один из старейших центральных банков мира, ведущий свою историю с XVII столетия, — получил операционную самостоятельность только после 1997 г.\*.

Хотя традиционно считается, что ответственность за контроль темпов инфляции несет центральный банк, но иногда они возрастают настолько, что политики, не имеющие отношения к центральному банку, чувствуют необходимость взять дело в свои руки. Крайний вариант, явно выходящий за пределы полномочий центрального банка, включает внедрение контроля за ценами и заработными платами. Если политики придут к выводу, что высокие темпы инфляции вызваны главным образом инфляционными ожиданиями, то контроль за ценами и зарплатами может показаться эффективным способом изменить ожидания и тем самым разорвать инфляционную спираль. Если правительство ясно заявило, что повышение цен незаконно, почему кто-то должен ожидать его в последующие месяцы и годы?

Однако с таким подходом связаны по меньшей мере две потенциальные проблемы. Во-первых, он вряд ли сработает, если только правительство не пользуется абсолютным доверием и поддержкой общества в вопросе сохранения контроля за ценами и зарплатами сколь угодно долго, а также обладает решимостью наказывать нарушителей. Более важно, во-вторых, что жесткие меры контроля цен и зарплат неизбежно вызывают потрясения в экономике, сокращая тем самым ее общую эффективность. Когда предложение товара, например

---

\* Хотя Банк Англии стал «операционно независимым» лишь в 1997 г., получив право и обязанность устанавливать процентные ставки по краткосрочным кредитам, но и до сих пор он не считается полностью независимым. Британское правительство сохранило за собой функцию установления целевого уровня инфляции, который должен поддерживать банк.

нефти, сокращается, его цена обычно растет, сигнализируя производителям о необходимости увеличения объема производства, а потребителям — о необходимости сокращать потребление, искать товары-заменители или просто приготовиться платить больше. Если правительство запрещает повышать цену, то потребители все равно будут закупать нефть, как и раньше, пока она не закончится. Тогда части потребителей ее просто не хватит. Иными словами, контроль цен может быть эффективен в деле формирования нужных ожиданий, но зачастую реализуется неправильно; однако, даже если он реализуется правильно, он все равно способен привести экономику в состояние хаоса.

Одна из причин, почему, несмотря на все проблемы, правительства зачастую прибегают к радикальным решениям вроде контроля цен, проста: сами центральные банки зачастую считают борьбу с укоренившимися инфляционными ожиданиями крайне трудным делом. Очевидное решение — изъять из оборота часть денежной массы, лишив инфляционный двигатель бензина, приводящего его в действие. К сожалению, поскольку высокие темпы инфляции вызывают высокий спрос на деньги, то попытка резко уменьшить денежное предложение способна спровоцировать резкий взлет процентных ставок, а значит, и глубокий экономический спад. Представьте себе попытку разогнать гоночную машину на скорости более 150 км в час, а затем резко нажать на тормоз. Хотя машина действительно сбросит скорость, но тормозной путь, скорее всего, будет сумасшедшим\*.

---

\* Хотя Пол Уолкер, по сути, сделал это в США в начале 1980-х гг, но ему приходилось иметь дело с инфляцией, темп которой не превышал 20%. Во многих странах он был куда выше, иногда доходя до 1000% в год и даже больше. Например, в Бразилии в 1990 г. темпы инфляции превышали 2500%.



За последние 25 лет многие центральные банки в разных странах мира внедрили стратегию инфляционного таргетирования. Они выбирают (и часто анонсируют) специфические цели по темпам инфляции, скажем 2%, а затем повышают или понижают процентные ставки таким образом, чтобы удерживать темпы инфляции на заданном уровне. Одно из многих преимуществ инфляционного таргетирования — возможность предотвратить сползание экономики по инфляционной спирали. Если центральный банк проявляет решимость и упорство в стремлении немедленно ликвидировать любое, даже самое маленькое превышение темпов инфляции относительно заданного уровня, значит, он никогда не столкнется с необходимостью бороться с галопирующей инфляцией, поскольку у нее не будет ни единого шанса возникнуть. Поэтому, пока политика инфляционного таргетирования остается надежным инструментом борьбы с инфляцией, инфляционные ожидания — а значит, и инфляция сама по себе — всегда остаются под контролем. По крайней мере так должно быть в теории.

До финансового кризиса 2007–2009 гг. многие программы инфляционного таргетирования показали свою высокую эффективность. Однако во время финансового кризиса чиновники из ФРС, казалось, несколько отошли от инфляционного таргетирования, поставив на первое место финансовую стабильность. Напротив, Европейский центральный банк по-прежнему жестко придерживается политики инфляционного таргетирования, по крайней мере на протяжении 2011 г. Различающиеся стратегии, проводимые ФРС и ЕЦБ, можно рассматривать как масштабный естественный эксперимент. О нем еще вспомнят экономисты будущего, выбирая наилучший подход к разработке монетарной политики, особенно на этапе кризиса.

Еще один стратегический вопрос, пока не исследованный в полной мере: как центральные банки, придерживающиеся стратегии инфляционного таргетирования, отреагируют на глобальные шоковые колебания вроде резкого сокращения предложения нефти в период нефтяного кризиса в 1970-х гг. Если в обществе начинают формироваться инфляционные ожидания, должны ли центральные банки ради их разрушения вводить меры, провоцирующие рост безработицы? Продолжат ли они борьбу с инфляцией или отступятся? Каким бы ни был ответ, не подлежит сомнению, что работа центральных банков была бы куда легче, если бы люди были абсолютно уверены, что банк будет твердо проводить свою линию. Иными словами, ожидания по-прежнему остаются ключевым фактором определения эффективности монетарной политики и в конечном счете динамики цен.

## Ожидания и объем производства

Конечно же, ожидания влияют и на объем производства. Французский экономист Жан-Батист Сэй еще в начале XIX в. заявил, что спрос рождает собственное предложение — постулат, получивший известность под названием закона Сэя\*.

---

\* Сам Сэй так сформулировал эту идею: «Продукт производится не раньше, чем он создает спрос на другие продукты на сумму, равную своей стоимости». См.: Трактат по политической экономии / Жан-Батист Сэй. Экономические софизмы; Экономические гармонии / Фредерик Бастиа; [Вступ. ст. и коммент. сост. М. К. Бункиной и А. М. Семенова]. — М.: Акад. нар. хоз-ва при Правительстве Рос. Федерации: Дело, 2000. Хотя эта идея высказывалась и другими экономистами (в том числе Джеймсом Миллем, Давидом Рикардо и Джоном Стюартом Миллем, но классическая фраза «предложение создает собственный спрос», теперь известная как закон Сэя, появилась

Поскольку производство рождает доход, равный стоимости произведенного и реализованного продукта, то общая сумма достаточна для приобретения всего произведенного продукта. К сожалению, негативные ожидания иногда вторгаются в благополучный цикл производства и потребления. Если граждане ожидают наступления тяжелых времен, то могут сократить расходы как потребительского, так и инвестиционного характера, тем самым создав разрыв между *потенциальным* ВВП (то есть максимально возможным предложением) и *реальным* (эффективным спросом).

В результате формируется классическая нисходящая спираль: по мере того как наиболее нервные потребители решают сберечь большую часть дохода и меньше тратить, компании сокращают сотрудников и урезают инвестиционные расходы, чтобы не производить напрасно продукты, раз их невозможно будет продать. Рост безработицы приводит к сокращению дохода, что, в свою очередь, сокращает платежеспособный спрос — в результате экономика начинает двигаться по нисходящей спирали. Хотя производственные мощности никуда не исчезают, но объем производства падает, а производственные ресурсы — как трудовые, так и материальные — остаются невостребованными в результате обрушения спроса. Кейнс назвал эту ситуацию «парадоксом нищеты посреди богатства»\*.

---

позднее. Вероятно, она получила известность в 1936 г., когда Джон Мейнард Кейнс ее раскритиковал. См.: Keynes, *The General Theory of Employment, Interest, and Money* (New York: Harcourt Brace Jovanovich, 1964 [1936]), 18, 25.

\* Keynes. *General Theory*. 30.

## Монетарная политика

Одна из возможных стратегий противодействия обрушению спроса — экспансионистская монетарная политика. Чтобы стимулировать потребление, а особенно инвестиционные расходы, центральный банк может принять решение о снижении процентных ставок (по всей видимости, за счет увеличения денежного предложения). Снижение процентной ставки стимулирует потребление, поскольку сбережения становятся относительно менее привлекательными в глазах потребителей (поскольку теперь они приносят меньше дохода). Аналогично, с точки зрения предпринимателя, сниженная процентная ставка стимулирует инвестиционные расходы, поскольку теперь сооружение производственных мощностей и закупка оборудования обходятся дешевле. С точки зрения чистой приведенной стоимости (net present value — NPV) снижение процентных ставок приводит к повышению NPV любого устойчивого потока платежей, что подталкивает топ-менеджеров к повторному рассмотрению инвестиционных проектов, признанных неэффективными при более высокой ставке процента.

Однако некоторые экономисты высказывают озабоченность по поводу того, что при экстремальных обстоятельствах даже агрессивная монетарная политика вряд ли в достаточной мере простимулирует депрессивную экономику. Кейнс рассудил: новые инвестиционные проекты могут не привлекать внимания инвесторов при любой реально возможной процентной ставке, если ожидания относительно будущего потребительского спроса резко негативны.

Кейнс также считал, что центральные банки не в состоянии снизить процентную ставку так сильно, как им хотелось бы, — иными словами, так, чтобы стимулировать инвестиционные расходы, — поскольку существует такое явление, как «ловушка ликвидности». В определенный момент, когда процентные ставки падают до очень низкого уровня, но все же превышают нулевое значение, население может решить: не что иное, как деньги, — оптимальная форма хранения активов по сравнению с любой другой. Доход от других видов активов больше не считается достаточным для покрытия дополнительного риска их недостаточной ликвидности. Чем больше денег центральный банк вливает в экономику, тем бóльшая их часть оседает в индивидуальных сбережениях. Поскольку *спрос на деньги* в какой-то момент начинает расти в унисон с их *предложением*, процентные ставки прекращают снижаться, какой бы объем денежной массы центральный банк ни вливал в экономику. По словам некоторых экономистов, в такой ситуации продолжать накачку денежной массы в экономику — все равно что носить воду в решете. Хотя концепция «ловушки ликвидности» остается весьма спорной, она тем не менее описывает один из возможных вариантов развития событий. Монетарная политика бессильна в условиях депрессии.

Еще одно потенциальное ограничение экспансионистской монетарной политики — угроза дефляции. В период глубокой рецессии или депрессии цены падают в результате снижения спроса. Снижение цен, в свою очередь, оказывает обратный эффект на цену заимствований. Даже если *номинальная* ставка процента каким-то образом упадет до нуля, то реальная ставка все равно останется позитивной, а потенциально и очень высокой — при высоких темпах инфляции.

Так происходит потому, что в период падения цен на один и тот же доллар завтра можно купить *больше* товаров, чем сегодня. Для заемщика это означает, что возвращать заем, даже если он предоставлен под номинальную нулевую ставку процента, достаточно обременительно, если измерять его в реальных товарах (табл. 3.1).

Таблица 3.1. Реальная ставка процента в условиях дефляции

Реальная ставка процента = Номинальная ставка процента – Ожидаемый темп инфляции

Поскольку дефляция – негативная инфляция, то

Реальная процентная ставка = Номинальная процентная ставка + Ожидаемый темп дефляции

Таким образом, в условиях дефляции (падения цен) реальная процентная ставка окажется положительной, даже если номинальная процентная ставка равна нулю

*Пример:* если номинальная ставка процента равна 0,5%, а ожидаемый темп дефляции равен 10%, то реальная процентная ставка составит (0,5% + 10%), или 10,5%.

Именно с такой ситуацией заемщики столкнулись в самом начале 1930-х гг. в США. К 1932 г. номинальная процентная ставка упала до невероятно низкого уровня. Например, средняя процентная ставка по трехмесячным государственным облигациям упала до 0,88%. Однако реальные ставки оставались очень высокими, поскольку темп дефляции составлял около 10% в год. Тем временем ФРС поддерживала учетную ставку на более высоком уровне, чем можно было ожидать (в диапазоне от 2,5 до 3,5% в 1932 г.), причем главная цель такой политики состояла в поддержании золотого стандарта. Номинальные процентные ставки для коммерческих заемщиков в начале 1930-х гг. оставались относительно высокими, возможно, отчасти по причине высокой учетной ставки, а отчасти — из-за необходимости компенсировать

дополнительные риски, связанные с Великой депрессией. По сути, процентные ставки, установленные банками для коммерческих заемщиков в различных городах США, в среднем составляли почти 5% в 1932 г. Значит, реальная процентная ставка для коммерческих заемщиков равнялась почти 15%, и это объясняет, почему кредиты компаний (и частные инвестиции) в тот период резко сократились\*.

В идеале монетарную политику следует проводить так, чтобы в первую очередь предотвратить слишком высокие темпы дефляции. Но многие макроэкономисты считают, что если уж дефляция достигла такого уровня, то особой надежды развернуть ситуацию при помощи методов монетарной политики уже нет.

## Налоговая политика

В распоряжении правительственных чиновников имеется еще один макроэкономический инструмент, зависящий от государственных расходов, налогообложения и бюджетного дефицита. Кейнс доказывал: если ситуация в экономике ухудшается из-за неутешительных ожиданий относительно будущего спроса, то правительство может дать позитивный сигнал экономике и стимулировать темпы экономического роста, увеличивая государственные расходы сверх суммы, полученной в виде налогов. Тогда ему придется столкнуться с большим бюджетным дефицитом. Когда население и бизнес видят, что правительство агрессивно стимулирует спрос (увеличивая государственные закупки товаров), то их

---

\* Bureau of the Census, US Department of Commerce, Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970, no. 1 (Washington, DC: GPO, 1975): 1001, 1002, 1021.

ожидания становятся более благоприятными, и они и сами начинают тратить больше. Так можно разорвать роковую спираль, тянущую экономику вниз, и восстановить высокий уровень занятости. Ключевая роль правительства, по мнению Кейнса и его последователей, — направлять ожидания благоприятным для компании курсом путем экспансионистской налоговой политики\*.

Кейнс называл этот механизм «мультипликатором доходов». Будучи уверенным, что бюджетный дефицит, вызванный слишком большими государственными расходами, станет стимулятором как потребительских, так и инвестиционных расходов, он сделал вывод: национальный доход или ВВП возрастет в большей степени, чем исходный рост государственных расходов.

Чтобы понять суть механизма, следует вернуться к определению ВВП через издержки, рассмотренному в начале главы 1. Приведем эту формулу еще раз.

$$\text{ВВП} = \text{П} + \text{Ин} + \text{Г} + \text{Э} - \text{И},$$

где П — потребление, Ин — инвестиции, Г — государственные расходы, Э — экспорт, И — импорт.

Очевидно, если государственные расходы растут и не провоцируют падения других переменных, входящих в формулу (Кейнс говорил об «автономном» росте государственных расходов), то ВВП также должен возрасти. Именно поэтому Кейнс говорил о *дефицитном* финансировании. Если правительство решит финансировать растущие

---

\* Я в глубоком долгу перед моим бывшим коллегой Хау Пиллом (который работает теперь в Европейском центральном банке) за то, что он показал, что Кейнс рассматривал экспансионистскую налоговую политику в основном как инструмент координации.



государственные расходы, вводя дополнительные налоги, то потребительские и инвестиционные расходы сократятся вследствие того, что у людей и компаний останется меньше денег. Но если государство финансирует дополнительные расходы через бюджетный дефицит — или, иными словами, если оно одолжило деньги, выпустив облигации, тогда остальные переменные в вышеприведенном уравнении снижаться не должны.

Естественно, если первоначальный эффект оставался бы единственным, то вряд ли можно было бы ожидать роста ВВП более чем на сумму автономного роста государственных расходов, а значит, мультипликатор доходов Кейнса равен 1 (то есть прирост ВВП равен приросту государственных расходов). Но кейнсианцы убеждены: по мере роста ВВП население и бизнес будут увеличивать объем потребления и инвестиций, что приведет к дальнейшему росту ВВП, а это, в свою очередь, позволит в еще большей мере нарастить объем потребления и инвестиций. И так до бесконечности.

Для удобства представим, что эффект достигается только за счет потребительских расходов. Далее представим, что домохозяйства направляют на потребление 80% каждого дополнительного доллара своих доходов, а остальные 20% сберегают. Тогда, если правительство волеет в экономику еще 100 долл. путем соответствующего увеличения дефицита государственного бюджета, то в первом цикле ВВП (национальный доход) также возрастет на эти самые 100 долл. Получив дополнительные 100 долл. дохода, домохозяйства 80%, или 80 долл., из них потратят, что увеличит ВВП

на очередные 80 долл. В свою очередь, 80 долл. представляют собой очередной прирост дохода домохозяйств. Из него 80%, или 64 долл., они опять пустят на потребление, что увеличит ВВП на такую же сумму. Таким образом, за три цикла ВВП возрастет на 244 долл. (100 долл. + 80 долл. + 64 долл.), что станет результатом первоначального роста дефицитного финансирования на 100 долл. Однако процесс не останавливается. Виртуальный цикл будет повторяться снова, снова и снова, а рост ВВП будет продолжаться, причем в каждом цикле его прирост будет равен 80% прироста в предыдущем цикле (то есть 100 долл. + 80 долл. + 64 долл. + 51,20 долл. + 40,96 долл. + 32,77 долл. + 26,21 долл. + ...). В итоге сумма прироста в очередном цикле станет настолько малой, что ею можно будет пренебречь; к этому моменту общий прирост ВВП составит около 500 долл. (рис. 3.1). Кейнс отмечал, что весь процесс можно описать следующей формулой:

$$\text{Прирост ВВП} = \text{Прирост государственных расходов} \times \\ \times \text{Мультипликатор доходов,}$$

где

$$\text{Мультипликатор доходов} = 1 / \text{процент изъятия доходов из цикла} \\ \text{доходы-расходы.}$$

В этом случае, поскольку процент изъятия доходов (то есть процент вновь полученных доходов, не направленных на потребление) равен 20 (или 0,2), мультипликатор доходов составит  $1 / 0,2 = 5$ . Таким образом,

$$\text{Прирост ВВП} = 100 \text{ долл.} \times 5 = 500 \text{ долл.}$$



первое, что сделают менеджеры, — задействуют их в производстве. Им придется снова нанимать сотрудников, проводить наладку оборудования и тем самым возродить свои предприятия. В результате объем производства (реальный ВВП) также возрастет, реализуя потенциал экономики.

Однако в конечном счете, если правительство продолжает дефицитное финансирование экономики даже после того, как все или большинство ранее неиспользуемых ресурсов будут задействованы, то предприниматели могут ответить на возросший спрос простым повышением цен. Так случается потому, что им сложно далее наращивать объем производства. Номинальный ВВП продолжает расти, но теперь его причина — главным образом рост уровня цен ( $C$ ), а не объема производства в натуральном выражении ( $O$ ). Экономисты наверняка скажут, что в последнем случае реальный ВВП (спрос) превышает потенциальный (предложение) и что экономика перегрета (срис. 3.2)\*.

---

\* Когда чиновники центрального банка приходят к выводу, что экономика перегрета (или на грани перегрева), поскольку реальный ВВП превышает (или приближается по величине) их оценки потенциального ВВП, они обычно прибегают к контролируемому повышению процентной ставки по краткосрочным кредитам путем ужесточения кредитно-денежной политики, чтобы предотвратить или обуздать инфляцию. В результате многое зависит от качества оценок потенциального ВВП и его прогнозируемой динамики. Например, если реальный ВВП растет на 4% в год, а центральный банк оценивает темп роста потенциального ВВП в 3% в год, то ужесточение кредитно-денежной политики становится куда более вероятным (то есть повышение краткосрочной процентной ставки), чем если центральный банк считает, что экономике еще есть куда расти без перегрева.

↑ Дефицит государственного бюджета → ↑ Спрос → ↑ Номинальный ВВП ( $C \times O$ ) с учетом мультипликатора дохода

**В периоды высокой занятости**

↑ Дефицит государственного бюджета → ↑ Спрос → ↑  $O$  (рост реального ВВП) (на этапе оживления)

**В периоды полной занятости**

↑ Дефицит государственного бюджета → ↑ Спрос → ↑  $C$  (инфляция) (перегрев экономики)

**В обычные времена (умеренная безработица)**

↑ Дефицит государственного бюджета → ↑ Спрос → ↑  $C$  & ↑  $O$  (одновременный рост реального ВВП и уровня цен)

Рис. 3.2. Налоговые стимулы по Кейнсу в период подъема и спада экономики

Таким образом, предложение Кейнса о стимулировании роста ВВП за счет увеличения бюджетного дефицита рассчитано на периоды экономического спада, когда реальный ВВП существенно сокращается. В более благополучные времена дефицитное финансирование может послужить толчком к развитию инфляционных процессов.

Хотя в первые дни после появления теории у нее нашлось немало критиков, идеи Кейнса получили блестящее подтверждение на примере опыта развития экономики США в период Второй мировой войны. Поскольку США в конце концов выбрались из затяжной депрессии военного времени и поскольку ведение войны потребовало чрезвычайных объемов дефицитного финансирования, то прогноз Кейнса относительно того, что этот инструмент поспособствует оживлению экономики, вполне оправдался. Кейнсианство быстро распространилось в академических кругах экономистов и наконец приобрело большое распространение в политических кругах. Говорят, что президент Ричард Никсон в начале 1972 г. даже заявил: «Мы теперь тут все кейнсианцы».

Дни максимальной популярности кейнсианского рецепта дефицитного финансирования пришли на 1960–1970-е гг., а впоследствии вера в него начала постепенно развеиваться. По сути, существует достаточно причин полагать, что дефицитное финансирование далеко не всегда обеспечивает столь замечательные результаты, как пишут в университетских учебниках по экономике. Одна из причин — дефицитное финансирование стимулирует инфляцию и приводит не столько к росту объема производства, сколько к росту уровня цен. Но есть и другие причины.

На приведенном выше рисунке мультипликатора доходов единственное направление изъятия средств — сбережения домохозяйств. Поскольку доля изъятия составляет 20%, то мультипликатор доходов равен пяти. В большинстве случаев, однако, реальный мультипликатор доходов отнюдь не достигает этого значения. Отчасти потому, что помимо сбережений домохозяйств есть и другие виды изъятия доходов. К ним относятся налоги и расходы на импорт, поскольку последний представляет собой затраты на продукты, произведенные в других странах и не включающиеся во внутренний валовой продукт.

Более того, некоторые экономисты называют еще один вид изъятия доходов — так называемые рациональные ожидания. В качестве обоснования они приводят следующие рассуждения: если население ведет себя абсолютно рационально, то нужно предвидеть, что дефицитное финансирование с течением времени потребует введения более высоких налогов для выплаты накопившихся бюджетных долгов. Если население хочет подготовиться к будущему повышению налогов, то должно сберегать *каждый* доллар из дополнительных доходов, полученных за счет дефицитного

финансирования, тем самым поднимая долю изъятия доходов до 100% и понижая мультипликатор доходов до 1. Поскольку лежащая в основе мультипликатора доходов идея принадлежит английскому экономисту XIX в. Давиду Рикардо, то она получила название «Рикардианская теорема эквивалентности».

Еще одна проблема: дефицитное финансирование приводит к повышению процентных ставок и сокращению частных инвестиций и потребления — феномен, известный под названием «эффект вытеснения». Когда правительство поддерживает бюджетный дефицит, расходуя больше средств, чем собирает в виде налогов, то ему приходится покрывать разницу за счет заимствований на открытом рынке. Оно выпускает государственные облигации и распродает их тем, кто предложит наибольшую цену. В процессе торгов правительство вступает в конкуренцию с частными заемщиками за денежные ресурсы. Естественно, конкуренция за инвестиционные ресурсы обостряется, а их цена растет, что приводит к росту процентной ставки. Когда это случается, некоторые потенциальные заемщики в частном секторе — включая население и компании — могут отказаться от заимствований под слишком высокую ставку и попросту отменить реализацию ранее запланированных проектов. Вспомним, что Кейнс хотел, чтобы рост государственных расходов был автономным, то есть не связанным с сокращением какого-либо другого вида расходов (такого, например, как потребительские или инвестиционные расходы). К несчастью, более высокие процентные ставки могут вызвать снижение и потребительских, и инвестиционных расходов, а значит, эффект вытеснения может уменьшить или в крайнем случае вообще нивелировать эффективность дефицитного финансирования.

С этим связана возможность центрального банка самостоятельно отреагировать на рост бюджетного дефицита повышением процентных ставок. В частности, если центральный банк ожидает, что рост бюджетного дефицита приведет к повышению темпов инфляции, то он может попытаться противодействовать (а следовательно, предотвратить) ожидавшейся инфляции путем более жесткой монетарной политики. Такая реакция со стороны центрального банка могла бы уменьшить или нивелировать инфляционный эффект дефицитного финансирования.

Несмотря на критику и возражения, большинство макроэкономистов по-прежнему считают, что мультипликатор доходов действует, хотя и в ограниченных масштабах. Когда национальная экономика вступает в полосу рецессии, большинство политиков не останавливаются перед ее финансированием за счет наращивания бюджетного дефицита в надежде преодолеть негативные тенденции (что и происходило в США и в ряде других стран во время финансового кризиса 2007–2009 гг. и последующего экономического спада). Иногда рост бюджетного дефицита происходит за счет увеличения объема бюджетных расходов, иногда — за счет снижения налогов, а иногда (в действительности наиболее часто) за счет того и другого одновременно. Как бы то ни было, ключевая цель состоит в стимулировании совокупного спроса путем пропаганды идеи скорой экономической стабилизации. Если общественность воспринимает бюджетный дефицит как признак слабости, а не силы экономики, то это сигнал, что экономическая ситуация может ухудшаться и дальше. Но если, как и надеялся Кейнс, общественность воспринимает рост бюджетных расходов как хороший признак, то в экономике вполне может начаться рост на почве формирования



позитивных ожиданий. В рыночной экономике ожидания могут буквально формировать реальность, и кейнсианская налоговая политика вся построена на ожиданиях.

## Ожидания и прочие макроэкономические переменные

Неудивительно, что ожидания влияют на другие макроэкономические переменные, включая процентные ставки и курс национальной валюты. Если, например, брокер по ценным бумагам ожидает роста процентных ставок, то он может решить продать ценные бумаги, чтобы избежать обесценения капитала (поскольку уже выпущенные ценные бумаги при росте процентных ставок, как правило, теряют часть своей стоимости). Если множество брокеров продадут ценные бумаги одновременно, то процентные ставки по долгосрочным ценным бумагам в результате возрастут. Массовая продажа облигаций приведет к падению курса, а их доходность (эффективная процентная ставка) возрастет\*. Поэтому рынок облигаций часто предупреждает действия центрального банка, повышая доходность облигаций (а значит, и процентную ставку), если ожидается ужесточение монетарной политики,

---

\* Хорошо известно, что курс облигаций и маржа по облигациям обычно изменяются в противоположных направлениях. Когда множество людей желает купить облигации, это, очевидно, приведет к росту их курса. Но одновременно их маржа упадет. Если курс облигации номинальной стоимостью 100 долл., подлежащей погашению в конце года по цене 110 долл. (то есть процентная ставка составляет 10%), равен 105 долл., тогда эффективная ставка процента снижается всего лишь до 4,8% (то есть  $(110 - 105) / 105$ ). Можно взглянуть на это иначе: чем больше людей хотят купить облигации, тем больший объем инвестиционных ресурсов становится доступен, что, в свою очередь, приводит к снижению их стоимости (то есть процентной ставки).

и, наоборот, понижая ее, если центральный банк собирается действовать более либерально.

Аналогично валютные трейдеры корректируют валютный курс в ту или другую сторону, основываясь на ожиданиях. Например, если они ожидают рост курса евро, то покупают эту валюту (или продают доллары). Если ожидают падения курса евро, то продают их (или покупают доллары). Как бы то ни было, их ожидания существенно влияют на результат. В некоторых случаях они основывают свои ожидания на макроэкономических данных. Резкий рост торгового дефицита США, например, может заставить валютных трейдеров продавать доллары, если они решат, что это обстоятельство увеличивает вероятность их обесценения. В другие времена на трейдеров могут повлиять политические события. Если валютные трейдеры ожидают от ФРС ужесточения монетарной политики, они, скорее всего, будут скупать доллары, исходя из предположения, что более высокие процентные ставки сделают доллар более привлекательным, а следовательно, вызовут рост его реального курса.

В заключение хотелось бы высказать некоторые предостережения. Хотя ожидания — весьма мощный экономический фактор, но на основании всего вышесказанного нельзя делать вывод, что все зависит только от них. Если ожидания полностью расходятся с реальностью, то они довольно быстро разрушаются. Когда в 1990-х гг. американские инвесторы ожидали беспрецедентных результатов деятельности от интернет-компаний, спрос на их акции превысил все разумные пределы, а курс взлетел до небес. Однако через некоторое время стало ясно, что первоначальные ожидания оказались необоснованными, и курс акций обрушился (лопнул «мыльный пузырь» доткомов). Многим

энтузиастам инвестирования в интернет-компании пришлось пережить столкновение с суровой реальностью. Примерно такой же, только еще более опустошительный бум и последующий крах случились в американской экономике лет через десять. Опрометчивое субстандартное ипотечное кредитование и секьюритизированные ценные бумаги, в значительной степени порожденные ожиданиями дальнейшего роста цен на недвижимость, привели к формированию колоссального «мыльного пузыря» в сфере недвижимости. Он и стал непосредственной причиной финансового кризиса 2007–2009 гг.

Таким образом, ожидания могут оказать влияние на экономику в целом. Позитивные ожидания способствуют выходу экономики из депрессии и реализации ее потенциала. Но, после того как экономика выходит на полную мощность, дальнейшая эйфория в обществе может привести только к инфляции и надуванию разнообразных «пузырей», но никак не к повышению темпов реального экономического роста. Ожидания значат многое, но не только они имеют значение. В итоге экономические ожидания не могут долгое время держаться без конкретных экономических обстоятельств, обусловленных техническим уровнем производства в тот или иной момент.

Часть II

# **Избранное**

Основы и принцип действия  
монетарной политики



## Глава 4

# Краткая история денег и монетарной политики в США

Попробуем связать теорию с практикой и привести краткую историю денег в США, начиная с создания американского доллара в конце XVIII в. и заканчивая принципами реализации современной монетарной политики в начале XXI в. Эта история иллюстрирует многие макроэкономические постулаты и взаимосвязи, рассмотренные в предыдущих главах (особенно в главе 2) в контексте развития национальной экономики. В идеальном случае вы сможете увидеть, как функционировала монетарная экономика на протяжении всего периода.

## Определение расчетной денежной единицы и цены денег

При возникновении новой страны одна из первых задач ее правительства — определить расчетную денежную единицу как стандартную меру для учетных целей и ведения хозяйственной деятельности. Доллар — денежная единица США. В первые дни американской государственности политики США оценивали стоимость доллара в драгоценных

металлах. Континентальный конгресс в 1785 г. единогласно постановил: «Денежная единица в США — один доллар»\*. В следующем году Министерство финансов объявило, что «...денежная единица, или доллар, содержит 375,64 грана чистого серебра»\*\*. Пару лет спустя после ратификации новой Конституции это положение претерпело некоторые изменения. Монетный акт 1792 г. постановил, что в долларе содержится «371,25 грана чистого серебра или 24,75 грана чистого золота»\*\*\*.

В те давние годы американское правительство само по себе чеканило не так уж много денег — по большей части только золотые и серебряные монеты. Коммерческие банки выпускали бумажные банкноты, выглядывшие вполне официально (во многом они походили на сегодняшнюю валюту, выпускаемую правительством) и свободно обменивавшиеся на монеты. Интересно, что выищенные частным образом банкноты функционировали как наиболее распространенная форма денег на протяжении первой половины XIX в. Впоследствии все большее значение приобретали чековые счета (которые экономисты называют депозитами до востребования). Частные лица и компании открывали счета в местных банках, размещая на них монеты и банкноты или полученные от банков кредиты. Затем они могли выписывать

---

\* Journals of the Continental Congress, 1774–1789, ed. Worthington C. Ford et al. (Washington, DC, 1904–37), 29: 499–500.

\*\* Journals of the Continental Congress 30 (1786): 162–163 Министерство финансов отметило, что «доллар, содержащий такое количество унций чистого серебра, будет стоить столько же, сколько новый испанский доллар». Так называемый новый испанский доллар, или песо, в тот период был иностранной монетой, имевшей широкое хождение в США.

\*\*\* Journal of the Senate 1 (January 12, 1792): 374.

чеки на счета в оплату за товары, приобретаемые у поставщиков, а также для снятия со счета наличных, опять-таки в форме монет или банкнот.

Просто удивительно, насколько ограниченной была роль правительства в денежной системе в те ранние годы по сравнению с нынешними временами. Федеральное правительство практически не вмешивалось в монетарную политику, если не считать определения стоимости доллара в драгоценных металлах, а также чеканки монет. На протяжении большей части XIX в. в США не существовало центрального банка. Как уже отмечалось, бумажные деньги выпускались преимущественно коммерческими банками.

Тем не менее, определив стоимость доллара, федеральное правительство предприняло очень важный шаг: тем самым был установлен фиксированный курс доллара к золоту и серебру. Это означало, что стоимость доллара будет оставаться постоянной по отношению к золоту и серебру, равно как и к другим валютам — например, британскому фунту, тоже имевшему фиксированный курс по отношению к ценным металлам. Национальный биметаллический стандарт (по отношению к золоту и серебру) в XIX в. постепенно эволюционировал в монометаллический золотой стандарт.

## Золотой стандарт: саморегулируемый механизм?

Хотя многие обозреватели в настоящее время считают фиксированный валютный курс одной из грубых форм вмешательства государства в экономику, сразу после внедрения его воспринимали совсем иначе. Действительно, фиксированный по отношению к золоту и серебру обменный курс



был наименее агрессивной формой государственного регулирования. Он не доводил до таких крайностей, как отказ от внедрения какой-либо общей единицы учета, или средства обмена, или чего-либо подобного.

Даже при отсутствии центрального банка предполагалось, что фиксированный обменный курс удержит экономику в равновесии — причем функционируя в автоматическом режиме. Если национальная экономика начинает «перегреваться» и в стране растут темпы инфляции (роста цен), это приводит к возрастанию импорта (поскольку цены на аналогичные товары за рубежом немедленно покажутся более привлекательными, чем внутри страны) и сокращению экспорта (по той же причине). По мере ухудшения торгового баланса драгоценные металлы будут вывозиться за пределы страны, поскольку зачастую считается, что импортеры платят за приобретаемые товары золотом и серебром. Поскольку внутреннее денежное предложение непосредственно связано с драгоценными металлами, то предполагалось, что оно сократится одновременно с сокращением внутренних резервов драгоценных металлов. В свою очередь, сокращающееся денежное предложение должно способствовать сдерживанию цен, тем самым препятствуя разворачиванию инфляционной спирали. И наоборот, если внутри страны снижается уровень цен и наблюдается дефляция, то и торговый баланс улучшается, золото поступает в страну, предложение денег растет, а цены опять снижаются до приемлемого уровня. По крайней мере считается, что механизм должен функционировать именно так.

Однако на практике система не всегда возвращается в состояние равновесия так быстро, как должна бы. Жесткая привязка доллара к золоту не гарантирует стабильности цен,

поскольку золотой запас — а следовательно, и его цена — сам по себе нестабилен. На протяжении большей части 1880-х и 1890-х гг., когда мировой запас золота возрастал очень медленно, общий уровень цен в США снижался. Поскольку цена золота росла (по причине его редкости), то выраженные в золоте цены практически всех остальных товаров падали. Будучи уверенным, что продолжающаяся дефляция душист экономику, кандидат в президенты Уильям Дженнингс Брайан в 1896 г. начал денежную реформу, заявив: «Вам не удастся распять человечество на золотом кресте». По иронии судьбы тогда человечество уже стояло на грани резкого скачка предложения золота. Уровень цен начал расти в следующем году, и тенденция сохранялась на протяжении более десяти лет\*.

К 1913 г. один из ведущих американских экономистов Ирвинг Фишер настолько обеспокоился нестабильностью цен, что предложил радикальную реформу, известную как «стабилизация доллара». По мере того как цена золота по отношению к другим товарам снижалась, золотое содержание доллара должно было пропорционально повышаться, в результате чего его курс по отношению к другим товарам оставался бы стабильным. И, наоборот, в соответствии с идеей Фишера, когда цена золота по отношению к другим товарам растет, то золотое содержание доллара следует пропорционально снизить, опять-таки для того, чтобы гарантировать

---

\* Хотя попытки прогнозировать динамику цен — путем мониторинга цен на большую корзину товаров — предпринимались начиная с 1806 г., первые серьезные попытки проанализировать обширную базу данных по ценам в США в виде индексов была сделана директором Монетного двора Горацио Бурчардом в 1881 г. Бюро переписи населения, относившееся к Министерству торговли США, *Historical Statistics of the United States, Colonial Times to 1970*, no. 1 (Washington, DC: GPO, 1975): 183.

стабильность обменного курса доллара по отношению к другим товарам.

Таким образом, курс доллара не будет подвержен колебаниям, а общий уровень цен (а значит, и стоимость жизни) стабилизируется. Сам Фишер так прокомментировал свою идею: «Надо превратить доллар в фиксированную меру стоимости покупательной способности»\*.

## Создание Федеральной резервной системы

Хотя правительство отказалось реализовать идею Фишера на практике, но она, безусловно, приблизила проведение глобальной монетарной реформы. Серьезная банковская паника в 1907 г. убедила экономистов и политиков, что необходимо создать какую-то новую структуру и наделить ее полномочиями по выпуску валюты по своему усмотрению. В 1914 г. была создана Федеральная резервная система (или ФРС, «Фед») — центральный банк США. Ее создатели надеялись, что она сумеет удовлетворить сезонный спрос на деньги, а также выступить в роли «кредитора последней инстанции» для коммерческих банков во времена финансовых потрясений.

В предшествующие годы процентные ставки зачастую скакали как сумасшедшие, реагируя на сезонные изменения спроса на деньги и периодически взлетая на невероятную высоту во времена банковской паники. Поскольку денежное предложение отличалось абсолютной негибкостью, ведь

---

\* Irving Fisher, "A Remedy for the Rising Cost of Living: Standardizing the Dollar," *American Economic Review* 3, no. 1 (Supplement, March 1913): 20.

оно было жестко привязано к количеству золота в стране, постольку колебания спроса на деньги (например, в период сбора урожая) могли привести к резким колебаниям в уровне процентных ставок.

Предполагалось, что создание ФРС решит проблемы, сделав денежное предложение более эластичным. В период резкого всплеска денежного спроса ФРС могла просто увеличить денежную массу в обороте и удовлетворить потребность в деньгах; когда же спрос снижался, то ФРС сокращала эмиссию денег. Первоначально для вбрасывания денежной массы (или, наоборот, ее изъятия) в экономику ФРС в основном использовала свое дисконтное окно, одновременно снижая ставку рефинансирования, если требовалось побудить коммерческие банки более активно кредитоваться и тем самым увеличивать денежное предложение в экономике. Если же требовалось заставить коммерческие банки сократить объем привлекаемых кредитов и тем самым замедлить темпы роста денежной массы или даже способствовать ее уменьшению, то ФРС повышала ставку рефинансирования. Многие считали, что тем самым ФРС сможет сгладить циклические колебания в экономике.

Хотя ФРС решает вопрос об объеме эмиссии по собственному усмотрению, но все же абсолютной свободы решения у нее нет. Законодательство требует, чтобы ФРС держала золотой запас, равный по меньшей мере 40% объема выпущенной в обращение денежной массы, а также обеспечивала свободный обмен национальной валюты на золото по долгосрочной ставке 20,67 долл. за унцию. Значит, если валютные трейдеры считают, что в обращение выпущено слишком много денег — тогда реальный обменный курс доллара на золото больше не соответствует установленному золотому

содержанию, — то они будут интенсивно обменивать доллары на золото в ФРС. Как только золотой резерв приближался к минимальной отметке 40% от объема эмиссии, у ФРС возникала необходимость поднимать ставку рефинансирования, чтобы связать денежную массу и сделать доллар более привлекательным. Таким образом, золотой стандарт по-прежнему рассматривался как обязательное условие финансовой дисциплины — средство контроля за избытком денежной массы в обращении и мощное оружие против инфляции.

К началу 1930-х гг., однако, многие аналитики пришли к выводу, что золотой стандарт — слишком сильный рецепт финансовой дисциплины. Даже когда экономика вступила в полосу Великой депрессии и уровень безработицы рос не по дням, а по часам, ФРС не предприняла мер по снижению ставки рефинансирования до адекватного уровня. Более того, в 1931 г. ФРС ее даже повысила — и все для того, чтобы не провоцировать атаку на золотой резерв. Если бы Уильям Дженнингс Брайан был жив, он наверняка бы повторил свое знаменитое изречение про Америку, распятую «на золотом кресте».

В 1933 г. президент Франклин Рузвельт резко сократил сферу действия золотого стандарта, обязав частных лиц сдать принадлежащее им золото (за исключением ювелирных изделий) в банки, прекратив тем самым практику обмена долларов на золото. Кроме того, были признаны недействительными условия всех контрактов, оговаривавшие проведение расчетов в золоте. Рузвельт также девальвировал доллар по отношению к золоту, подняв стоимость унции золота в долларах с 20,67 до 35 долл. Профессор Гарвардской школы бизнеса Артур Дьюинг был настолько разочарован политикой Рузвельта, что с самого начала отказался

сдавать свое золото в банк и, как говорят, чуть ли не пошел в тюрьму в знак протеста\*. Хотя международный золотой стандарт в несколько модифицированном виде был восстановлен после Второй мировой войны, но продолжал терять популярность и был окончательно отменен в начале 1970-х гг. И потом курс доллара на международных валютных рынках стал *плавающим*.

## Монетарная политика при плавающем валютном курсе

Поскольку доллар уже не привязывался к золоту или какой-либо другой валюте, то перед официальными лицами ФРС стоял один только вопрос: какой объем денежной массы следует эмитировать. Действительно, специалисты по монетарной политике постоянно пытались дать на него правильный ответ. Поскольку они постоянно предлагали новые идеи — или по крайней мере пытались реанимировать старые, — «первоочередные» правила денежной политики постоянно менялись. Некоторые экономисты вслед за Милтоном Фридманом считали, что следует добиться стабильного и контролируемого роста денежного агрегата M1, скажем, на 3–5% ежегодно. Это позволит стабилизировать общий уровень цен и обеспечить достаточные темпы роста реального ВВП\*\*. Другие экономисты полагали: следует

\* Интервью автора с Альбертом Гордоном 22 октября 2003 г., Нью-Йорк.

\*\* Сторонников этого подхода, разделяющих лежащие в его основе допущения, называют монетаристами. Любимое равенство монетаристов выглядит следующим образом:  $M \times V = P \times Q$ , где  $M$  — денежное предложение,  $V$  — скорость обращения денег (иными словами, скорость циркуляции денег в экономике),  $P$  — общий уровень цен или дефлятор,  $Q$  — объем производства в натуральном выражении

выпустить в обращение достаточный объем денежной массы, чтобы стабилизировать процентные ставки на низком уровне и обеспечить неинфляционный экономический рост. Наконец, третья группа экономистов считает основной целью экономической политики достижение низкого уровня безработицы, а значит, центральному банку следует эмитировать объем денежной массы, способный снизить процентные ставки и стимулировать экономический рост всякий раз, когда имеет место рост безработицы.

Хотя ФРС никогда не придерживалась какой-либо одной из рекомендаций, но, судя по всему, тестировала некоторые из них на практике. Однако по большей части они в конечном счете были дискредитированы, поскольку в 1970-х гг. отмечались высокие темпы инфляции, а в начале 1980-х гг. — финансовые потрясения. К 1990-м гг., хотя ФРС отказалась от следования какой-либо рекомендации, между специалистами по денежному обращению наметился определенный консенсус на основе признания преимуществ «инфляционного таргетирования». Основная идея в том, что центральным банкам следует стремиться поддерживать низкие и стабильные темпы инфляции, скажем, на 2% увеличивая денежное предложение каждый раз, когда темп инфляции обещал упасть ниже целевого уровня, и сокращая денежную массу в обращении в случае, если темп инфляции превышал его.

---

(реальный ВВП). Предположив, что значение  $V$  достаточно стабильно (хотя предположение весьма спорно), монетаристы приходят к выводу: лучший способ добиться очень низкого уровня инфляции и достаточного (а главное, стабильного) темпа роста реального ВВП — придать денежному предложению устойчивую тенденцию к росту, и при этом темпом, равным прогнозируемому темпу роста реального ВВП, например 4% в год.

По сути, анализируя возможности поддержания целевого уровня инфляции, большинство экономистов обращают внимание на процентную ставку по краткосрочным кредитам, чем на само по себе денежное предложение. Хотя так называемая ставка рефинансирования (то есть процентная ставка, под которую ФРС кредитует коммерческие банки) на долгое время утратила свои функции денежного регулятора, официальные лица ФРС приобрели большой опыт в деле контроля весьма специфичной процентной ставки по краткосрочным кредитам при помощи операций с ценными бумагами на открытом рынке (включавших покупку и продажу государственных ценных бумаг на открытом рынке). Особо важное значение имеет так называемая процентная ставка по федеральным фондам — по ней коммерческие банки предоставляют кредиты друг другу овернайт. ФРС может менять ставку по федеральным фондам практически как угодно, но обычно очень аккуратно, просто увеличивая или уменьшая денежное предложение путем операций с ценными бумагами на открытом рынке.

Естественно, экономисты, отстаивавшие преимущества инфляционного таргетирования, считали, что ФРС поднимет ставку по федеральным фондам, если темп инфляции превысит заданное значение, и соответственно снизит ее в случае снижения показателя ниже заданного значения. Хотя ФРС никогда не заявляла об этом публично, но многие аналитики считают, что с 1980-х гг. она неявно проводит стратегию инфляционного таргетирования. Тем временем Европейский центральный банк (ЕЦБ) внедрил более явно выраженную стратегию инфляционного таргетирования



в качестве руководства для своей монетарной политики\*. Хотя некоторые критики утверждали, что монетарная политика оказывалась слишком либеральной для одного рынка и слишком жесткой для другого, но зато по крайней мере, по состоянию на 2013 г., инфляцию удавалось надежно контролировать как в США, так и в Европейском союзе на протяжении почти двух десятилетий.

Однако инфляционное таргетирование тестировалось в условиях финансового кризиса 2007–2009 гг. и последующего кризиса государственного долга в странах Европы. ФРС резко либерализовала монетарную политику по мере ужесточения финансового кризиса, даже в условиях темпа инфляции, превышающего 4% в конце 2007 г. и на протяжении большей части 2008 г. Но чиновники из ЕЦБ реагировали на повышение темпов инфляции гораздо более активно и в соответствии с полученным мандатом на проведение политики инфляционного таргетирования. По сути, лишь в июле 2008 г. ЕЦБ повысил процентную ставку по краткосрочным кредитам с 4 до 4,25%, тем самым отреагировав на несколько недавних скачков ежемесячных темпов инфляции. К этому времени в США ФРС — глубоко обеспокоенная непрекращающимися финансовыми проблемами в экономике — уже снизила целевой показатель темпа инфляции до 2%, а к середине декабря 2008 г. и вообще свела его к нулю. Хотя ЕЦБ в октябре снизил процентную ставку по краткосрочным кредитам, но тем не менее она снижалась

---

\* ЕЦБ можно было бы обвинить во внедрении несовершенной методики «инфляционного таргетирования», основанной на установлении «диапазона допустимых уровней инфляции», а не одного жесткого показателя. Развитые страны внедряли более совершенные методики инфляционного таргетирования; к ним относятся Швеция, Англия и Новая Зеландия.

далеко не так быстро и не так значительно, как ставка ФРС; затем в апреле 2011 г. ЕЦБ опять начал постепенно повышать целевую ставку (реагируя на небольшое повышение темпов инфляции в марте), хотя в Европе уже разворачивался серьезный кризис государственной задолженности. Даже сейчас все еще преждевременно делать выводы, какая из вышеперечисленных стратегий оказалась более эффективной в ретроспективе. Однако есть некоторые признаки, что стратегия ФРС оказалась оправданной, поскольку к концу 2013 г. США имели одновременно низкие темпы инфляции и посткризисный экономический рост. Несмотря на весьма скромные в абсолютном выражении темпы, он все же существенно превышал соответствующий показатель в Европе.

## Трансформация американской кредитно-денежной политики

С того момента как в XVIII в. Конгресс объявил доллар расчетной денежной единицей в США, на правительство возлагалась обязанность управлять денежным обращением так, чтобы оправдывать это заявление — иными словами, правительство обязано сделать доллар реальной мерой стоимости в хозяйственной деятельности и бухгалтерском учете. Сначала политики попытались привязать доллар к драгоценным металлам по фиксированной цене. Установив *цену* доллара, правительство согласилось определять *количество* долларов в обращении на основе рыночного спроса и предложения.

Один из подходов к анализу изменений в кредитно-денежной и денежной политике США в XX в., по крайней мере в начале 1980-х гг., состоит в том, чтобы рассматривать ее в контексте смены ключевой парадигмы. Если раньше

правительство устанавливало цену доллара, а рынок в зависимости от нее определял объем денежной массы в обращении, то теперь правительство устанавливает количество денежной массы и допускает колебания его цены. Таким образом, сформулированное во второй половине XX в. предложение Милтона Фридмана, чтобы ФРС попросту наращивало денежную массу в обращении заданными стабильными темпами, примерно равными темпам роста реального ВВП, можно считать диаметрально противоположным первоначальному варианту золотого стандарта.

Еще один, и куда более углубленный, подход к анализу изменений кредитно-денежной политики в течение XX в. исходит из того, что правительство постепенно перешло от установления одного вида цены денег (валютный курс) к другому ее виду (общий уровень цен). Цель — сделать доллар надежной мерой стоимости, способной хорошо «смазывать колеса коммерции», не вызывая ни инфляции, ни дефляции. Но представления экономистов о надежной мере стоимости и о том, как лучше смазывать колеса коммерции, с течением времени существенно изменялись.

Изначально золотой стандарт считался лучшим способом создать надежную денежную единицу, поскольку он гарантировал, что цена доллара, выраженная в золоте, останется неизменной. Однако золотой стандарт не гарантировал, что останется неизменной цена доллара, выраженная в других товарах. В результате общий уровень цен (средневзвешенная стоимость всех товаров) весьма существенно колебался по мере того, как сама по себе цена золота поднималась и падала в зависимости от, казалось бы, случайных колебаний мирового предложения золота. Даже сторонники золотого стандарта признавали существование указанной проблемы.

Профессор Э. У. Кеммерер из Принстонского университета в 1927 г. заявил:

Наверное, сегодня самый серьезный порок мировой экономики — то обстоятельство, что мы используем в качестве меры стоимости не вещь с фиксированной стоимостью, но фиксированное количество золота, а его цена существенно колеблется. Чуть менее чем за полвека здесь, в США, мы видели, как наш эталон меры стоимости, а именно золотой доллар, испытывал существенные колебания, а именно: с 1879 по 1896 г. его стоимость выросла (и, следовательно, общий уровень цен упал) на 27%. В 1896–1920 гг. его стоимость снизилась (и, следовательно, общий уровень цен вырос) на 70%. С 1920 по сентябрь 1927 г. она росла (а общий уровень цен соответственно падал) на 56%. Если, фигурально выражаясь, мы заявим, что наш эталон стоимости имел 36 дюймов в длину в 1879 г... тогда в 1896 г. в нем было уже 46 дюймов, 13,5 дюйма в 1920 г. и 21 дюйм — в настоящее время\*.

После того как экономисты пришли к выводу, что стабилизировать следует покупательную способность доллара по отношению к товарам (объему производства в целом), а вовсе не по отношению конкретно к золоту, кредитно-денежная политика, конечно же, должна была измениться.

До начала кризиса 2007–2009 гг. некоторое время казалось, что ФРС проводит неявную стратегию инфляционного таргетирования, стремясь обеспечить постепенное снижение стоимости (или цены) доллара, выраженной в стоимости корзины товаров (то есть рост общего уровня цен),

---

\* Цитируется по статье: Eldar Shafir, Peter Diamond, and Amos Tversky, "Money Illusion," *Quarterly Journal of Economics* 112, no. 2 (May 1997): 341–342.

стабильными темпами примерно 2% в год\*. Чтобы добиться цели, ФРС регулировало объем денежной массы путем операций на открытом рынке, устанавливая единую цену денег, то есть процентную ставку по краткосрочным кредитам. Затем процентную ставку можно было слегка повышать или понижать в зависимости от конкретной ситуации, чтобы добиться желаемой динамики другого показателя цены денег, а именно общего уровня цен. Могло показаться, что в период кризиса чиновники ФРС несколько отошли от стратегии инфляционного таргетирования, очевидно, решив, что высшим приоритетом в деле оздоровления экономики должна стать *финансовая* стабильность. Однако с течением времени центральный банк, по всей видимости, уже возвратился — или возвратится в скором времени — к неявной политике инфляционного таргетирования, поскольку решил, что худшие времена уже позади. Если эта политика будет успешной, то инфляцию удастся удержать на относительно низком и предсказуемом уровне, а доллар останется надежной мерой стоимости — не в смысле его стоимости, выраженной в золоте, но в смысле того, какой объем продуктов на него можно купить.

Потому-то даже в контексте монетарной и кредитно-денежной политики объем производства остается ключевым показателем — концептуальной основой современной макроэкономической мысли и практики.

---

\* Считалось, что бывший председатель Совета управляющих ФРС Бен Бернанке, избранный на эту должность в 2006 г., отдает предпочтение явному инфляционному таргетированию. В противоположность этому его предшественник Алан Гринспен никогда не объявлял об установлении целевых значений очевидной инфляции.

## Глава 5

# Основы учета ВВП

Поскольку объем производства — ключевой макроэкономический показатель, то вопрос о наилучших методах его оценки привлекает большое внимание. Недаром специалисты по макроэкономике специально разработали целую учетную систему. Цель системы национальных счетов, или системы учета ВВП, — измерение стоимости всего объема производства для национальной экономики за определенный период, обычно за год. В этой главе мы рассмотрим небольшой пример методики учета ВВП, а также существенные проблемы, достоинства и недостатки различных подходов к измерению оценки национального объема производства\*.

## Три метода измерения объема производства

Как отмечалось в главе 1, экономисты разработали три основных метода измерения общего объема производства. Они основаны на расчете показателей добавленной стоимости, доходов и расходов соответственно.

---

\* Эта глава с некоторыми изменениями взята из книги: David Moss and Sarah Brennan, “National Economic Accounting: Past, Present, and Future,” Case 703-026 (Boston: Harvard Business School, 2002).

*Добавленная стоимость\**. Первый метод таков: экономисты рассчитывают объем производства, суммируя добавленную стоимость на каждом этапе производства. Тогда «добавленная стоимость» определяется как объем продаж за вычетом материальных и приравненных к ним затрат (то есть затрат на приобретение ресурсов у других компаний). Сумма всей добавленной стоимости по каждому продукту, произведенной в национальной экономике, равна национальному объему производства, или ВВП.

*Доходы\*\**. Поскольку добавленная на каждом этапе производства стоимость в конечном счете распределяется между членами общества в виде доходов, то второй метод расчета общего объема производства — суммировать полученные доходы. В частности, доход от факторов производства в экономике, то есть труда и капитала, можно рассчитать как сумму заработной платы и прочих трудовых доходов, процентов, дивидендов, ренты и роялти. После нескольких корректировок (включая добавление амортизации и не прямых налогов на бизнес) общая сумма полученных доходов будет в точности равна общему объему производства, или ВВП.

*Расходы\*\*\**. Третий метод расчета состоит в измерении стоимости общего объема производства путем суммирования всех расходов, произведенных в экономике, на конечные продукты. Продукты считаются конечными, если они не предназначены для текущего производства других продуктов. Например, если некто закупает кофейные зерна, чтобы смолоть их дома и приготовить кофе, то они рассматриваются как конечный продукт, и его стоимость включает

---

\* Производственный метод. *Прим. ред.*

\*\* Метод распределения. *Прим. ред.*

\*\*\* Метод конечного использования. *Прим. ред.*

ся в ВВП. А если те же зерна кофе закупает, то они считаются промежуточным продуктом, и их стоимость не включается в ВВП. Если включить в ВВП и стоимость кофейных зерен, и стоимость приготовленного для продажи посетителям кофе, то мы получим двойной счет, поскольку стоимость зерен входит в стоимость кофе.

Какой бы метод мы ни выбрали — добавленной стоимости, доходов или расходов, — цель измерения ВВП состоит в оценке общего объема производства или продукта. Как следствие, операции, не связанные с производством новых товаров, — например, такие как государственные социальные выплаты, доходы от прироста капитала и капитальные убытки, исключаются\*.

## Достоинства и недостатки метода расходов

Хотя все три метода расчета ВВП вполне корректны (и в итоге дают одинаковый результат), метод расходов с особым вниманием к конечным продуктам, а не к доходам или добавленной стоимости, на данный момент наиболее распространен

---

\* Хотя бывшие в употреблении товары не включаются в состав ВВП, но их продажа обычно воспринимается как предоставление новой услуги, которая уже входит в ВВП. Бывшие в употреблении товары, продающиеся, например, через eBay, не включаются в ВВП. Однако комиссионные, уплачиваемые eBay за проведение онлайн-аукционов, считаются новой услугой и включаются в ВВП. Кроме того, стоит отметить, что компоненты ВВП включают чистую сумму трансфертов бывших в употреблении товаров между секторами экономики. Например, потребление включает покупку подержанных автомобилей домохозяйствами (Bureau of Economic Analysis, *A Guide to the NIPAs*, updated August 31, 2001, <http://www.bea.gov/nea/an/nipaguid.htm>, M.8, M.9).



из всех трех. Он получил признание благодаря широкому использованию в макроэкономическом прогнозировании и разработке политических решений. В результате наиболее распространенное определение ВВП гласит: это рыночная стоимость всех конечных продуктов, произведенных на территории страны в течение определенного периода (чаще всего года).

Как мы уже видели, метод расходов предполагает распределение расходов по четырем основным категориям. Их сумма в точности равна ВВП. Четыре категории — потребительские расходы домохозяйств, инвестиции, государственные расходы и чистый экспорт (табл. 5.1).

Таблица 5.1. Метод расходов для расчета ВВП на примере США (2012 г.)

Категории ВВП (виды расходов)		Млрд долл.	Доля ВВП, %
<b>Потребительские расходы домохозяйств</b>	<b>П</b>	<b>11 150</b>	<b>68,6</b>
Товаров		7380	45,4
Услуг		3770	23,2
<b>Валовые частные внутренние инвестиции</b>	<b>И</b>	<b>2475</b>	<b>15,2</b>
Инвестиции в основной капитал		2409	14,8
Инвестиции в промышленное строительство		1970	12,1
Инвестиции в сооружения		437	2,7
Инвестиции в оборудование		908	5,6
Объекты интеллектуальной собственности		625	3,8
Инвестиции в жилищное строительство		439	2,7
Изменения в запасах		66	0,4
<b>Государственные закупки и валовые инвестиции</b>	<b>Г</b>	<b>3167</b>	<b>19,5</b>

Государственное потребление	ГП	2548	15,7
Федеральное правительство		1012	6,2
Штаты и местные органы власти		1536	9,5
Валовые государственные инвестиции	ГИ	619	3,8
Федеральное правительство		284	1,7
Штаты и местные органы власти		335	2,1
<b>Экспорт</b>	<b>Э</b>	<b>2196</b>	<b>13,5</b>
Товаров		1536	9,5
Услуг		660	4,1
<b>Импорт</b>	<b>ИМ</b>	<b>2743</b>	<b>16,9</b>
Товаров		2295	14,1
Услуг		448	2,8
<b>Валовый внутренний продукт = П + И + Г + (Э - И)</b>	<b>ВВП</b>	<b>16 245</b>	<b>100,0</b>

Источник: данные взяты из материалов Бюро экономического анализа США.

Таким образом,

$$\text{ВВП} = \text{Потребление (П)} + \text{Инвестиции (И)} + \text{Государственные расходы (Г)} + \text{ЧЭ (Э - И)},$$

где...

- *Потребление* включает все расходы домохозяйств на вновь приобретенные товары для текущего потребления.
- *Инвестиции* включают затраты на увеличение объема производства конечных товаров в будущем. К ним относятся инвестиции в основной капитал, то есть здания, сооружения, оборудование, объекты интеллектуальной собственности (например, программное обеспечение,

исследования и разработки) и запасы, а также стоимость вновь приобретенной жилой недвижимости\*. Многие страны включают сюда государственные инвестиции (например, затраты на строительство новых дорог и мостов), но так поступают далеко не все (например, США этого не делают).

- *Государственные расходы* включают закупку товаров на всех уровнях власти (федеральном, штата и местном). Они включают (или не включают) государственные расходы на инвестиции в основной капитал в зависимости от того, каким образом они классифицируются (то есть как государственное потребление или инвестиции). Однако в любом случае государственные расходы не включают трансфертные выплаты, такие как социальные пособия и выплаты по социальному страхованию, поскольку трансферты не связаны с производством продукта.
- *Чистый экспорт* представляет собой разницу между объемом экспорта и импорта. Стоимость экспорта прибавляется к внутренним расходам, поскольку продукты произведены внутри страны, хотя их и купили иностранцы. Напротив, стоимость импорта вычитается из внутренних расходов: поскольку товары произведены за рубежом, они не составляют часть внутреннего объема производства.

---

\* Инвестиции также включают заработную плату сотрудников, участвующих в реализации инвестиционного проекта. Например, если кафе устанавливает высокотехнологичный специализированный кофейный аппарат, то заработная плата программиста, занимающегося его наладкой, включается в состав инвестиций.

В большинстве случаев каждый конкретный продукт можно отнести к разным категориям в зависимости от того, кто его закупает и с какой целью. Например, возьмем в качестве примера кофеварку. Если она куплена для домашнего пользования, то включается в потребительские расходы домохозяйств; но если такая же кофеварка закупается для эксплуатации в кафе, то включается в состав инвестиций. Если кафе в Италии покупает кофеварку, произведенную в Сиэтле, то это считается экспортом продуктов из США и включается во внутренние расходы при расчете объема ВВП США. Теперь представим обратную ситуацию: кафе в Сиэтле покупает кофеварку, произведенную в Италии. Потраченная сумма считается внутренней инвестицией и одновременно включается в объем импорта, вычитающегося из внутренних расходов. Поскольку при расчете ВВП прирост инвестиций (с плюсом) компенсируется приростом импорта (с минусом), то импортированная кофеварка в конечном счете не повлияет на ВВП США, что и понятно, поскольку она не имеет отношения к внутреннему продукту.

## Амортизация

Важно помнить, что валовый внутренний продукт уменьшается на сумму амортизации. Иногда амортизацию называют «потреблением основного капитала» и формально определяют как «сумму физического и морального износа, случайной порчи и устаревания» (возвращаясь к примеру с кофеваркой, заметим: кофеварка, приобретенная для кафе, каждый год амортизируется на некоторую сумму, поскольку изнашивается в процессе варки кофе. Износ можно считать затратами на производство продукта точно так же, как стоимость зерен

кофе, нужных для изготовления напитка). Официальная методика расчета амортизации, изданная Министерством торговли США, включает также убыль основного капитала, происходящую в результате стихийных бедствий, как, например, ураганов и наводнений\*.

Если амортизация капитала в целом по экономике очень велика, то даже значительного объема валовых инвестиций может оказаться недостаточно для того, чтобы поддерживать ее рост в течение длительного времени. Именно поэтому студенты, изучающие проблемы экономического роста, зачастую уделяют большое внимание показателю чистого внутреннего продукта (ЧВП), равного ВВП минус амортизация. По сути, ЧВП показывает, какой объем произведенного продукта может быть потреблен без ущерба для основного капитала.

На практике показатель ВВП используется гораздо чаще, чем ЧВП. Как объяснило Министерство торговли США еще в 1947 г., чистый продукт «теоретически более предпочтителен... Однако с его расчетом есть серьезные трудности, поскольку до сих пор не существует удовлетворительного определения того, что такое “потребленный основной капитал”\*\*. Признавая, что довольно сложно точно рассчитать амортизацию основного капитала, Министерство торговли решило выдвинуть на первый план показатель валового, а не чистого продукта и до сих пор придерживается этой тактики (как и большинство остальных стран).

---

\* Shelby B. Herman, “Fixed Assets and Consumer Durable Goods,” Survey of Current Business (April 2000): 18.

\*\* Министерство торговли США: National Income, Supplement to the Survey of Current Business, July 1947 (Washington, DC: GPO, 1947), 11.

## ВВП и ВВП

Валовый внутренний продукт (ВВП) представляет собой рыночную стоимость конечных продуктов, произведенных в стране в течение года. Меж тем валовый национальный продукт (ВНП) — объем производства, созданный гражданами данной страны вне зависимости от того, где именно он был произведен.

Если Toyota производит автомобили на заводе, расположенном в США, то ее объем производства включается в ВВП США точно таким же образом, как объем производства General Motors, созданный на ее заводах в Детройте. Однако, рассчитывая ВНП США, мы исключаем из общей суммы прибыль от автомашин, произведенных Toyota внутри страны. Аналогично объем производства Toyota на заводах в США не включается в ВВП Японии, однако прибыль, полученная компанией в США, включается в ВНП Японии.

В техническом смысле ВВП не включает перечисления за счет чистой прибыли из-за рубежа (иногда называемые чистыми международными доходами на факторы производства), в то время как они входят в состав ВНП. В результате «чистый экспорт» (Э – И) рассчитывается по-разному для ВВП и ВНП\*.

Многие аналитики считают ВВП показателем, более полезным для выработки политики в краткосрочной перспективе, поскольку он более тесно связан с занятостью, продуктивностью труда, промышленным объемом производства

\* В соответствии с определением ВВП «чистый экспорт» представляет собой сальдо счета товаров и услуг в составе торгового баланса. В противоположность этому в соответствии с определением ЧНП «чистый экспорт» представляет собой сальдо счета товаров и услуг плюс чистые доходы (опять же из состава торгового баланса).

и инвестициями в основной капитал, чем ВВП. Однако следует отметить, что ВВП может быть более информативным для анализа источников поступления и направлений расходования дохода. В последние годы многие агентства, предоставляющие статистическую информацию, начали использовать термин «валовый национальный доход» (ВНД) вместо ВВП.

В некоторых случаях ВВП страны может оказаться значительно ниже, чем ее ВВП (если доходы на факторы производства, то есть на иностранный капитал или труд нерезидентов, составляют существенную величину). В 2011 г. к странам с особенно низким соотношением ВВП к ВВП принадлежали Люксембург (ВВП составлял 72% от ВВП) и Ирландия (82%). В экономику обеих стран поступали большие объемы иностранных инвестиций, а следовательно, они переводили значительные выплаты за рубеж, сокращая тем самым ВВП. Конечно, ВВП страны может оказаться и выше ее ВВП (благодаря поступлению значительных доходов на факторы производства из-за рубежа). К странам с нетипично высоким соотношением ВВП / ВВП в 2011 г. относились Лесото (ВВП составлял 121% от ВВП), Бангладеш (109%) и Молдова (108%). У большинства стран, однако, ВВП примерно равен ВВП. В США, перешедших с ведения учета ВВП к учету ВВП в 1941 г., оба показателя валового объема производства были практически одинаковыми\*.

---

\* World Development Indicators database, <http://databankworldbank.org/data/home.aspx> (accessed June 2013). Примечание: оценки ВВП обозначены как ВНИ.

## **Ретроспективный и сравнительный анализ показателей объема производства**

Поскольку ВВП обычно рассчитывается в текущих ценах, выраженных в национальной валюте, то для его анализа в ретроспективе, а также на основе межгосударственных сопоставлений требуются некоторые корректировки.

### **Корректировки на уровень инфляции**

Начнем с того, что они необходимы для контроля колебаний совокупного уровня цен (инфляции) в сравнении с рыночной стоимостью объема производства за длительные промежутки. Например, предположим, что реальный объем производства страны (то есть количество произведенных автомобилей, тонны собранного урожая яблок) остаются неизменными два года подряд, но средние цены на каждый продукт удваиваются в следующем году по сравнению с предыдущим. Тогда номинальный ВВП (то есть рыночная стоимость конечного выпуска) также удвоится, несмотря на то что реальное количество продуктов, доступных для потребления, — а следовательно, и уровень жизни в стране — останется неизменным. Чтобы решить проблему, экономисты применяют различные способы, позволяющие контролировать изменения в уровне цен, а следовательно, оценивать реальный (скорректированный на уровень инфляции) объем производства. Министерство торговли США впервые начало публиковать официальные показатели ВВП в 1951 г.

В течение долгого времени чиновники Министерства торговли использовали метод фиксированных цен для получения показателя реального ВВП (а впоследствии реального



ВВП). Они выбирали базовый год (например, 1950-й), а потом рассчитывали стоимость конечных продуктов, произведенных в последующие годы, исходя из цен, действовавших в базовом году. В этом случае реальный ВВП не подвержен изменениям в результате инфляции, поскольку в качестве базы для расчета выбраны постоянные цены (разделив номинальный ВВП на реальный ВВП, экономисты могут рассчитать так называемый косвенный дефлятор цен — показатель совокупного уровня цен, позволяющий отслеживать темпы инфляции или дефляции из года в год)\*.

Однако метод фиксированных цен имеет свои недостатки. Один из первых сотрудников Министерства торговли после его учреждения Артур Бернс, принимавший активное участие в создании системы национальных счетов США (впоследствии председатель совета управляющих Федеральной резервной системы) еще в 1930 г. заметил, что использование цен базового года не позволяет учитывать появление новых товаров, исчезновение устаревших товаров и повышение качества уже существующих товаров. С этим связана еще одна проблема: фиксированные цены базового года рано или поздно приводят к искажению показателя роста реального ВВП, поскольку модели потребления с течением времени меняются, так как потребители покупают все возрастающее количество товаров, чьи относительные цены постепенно снижаются\*\*. Чем дальше во времени отстоит базовый год, тем более серьезной становится проблема, известная под

---

\* В США темп роста дефлятора ВВП часто (но не всегда) оказывался примерно равным темпам роста Индекса потребительских цен (ИПЦ), построенного на данных о динамике цен реализации группы товаров, включенных в потребительскую корзину.

\*\* Arthur F. Burns, "The Measurement of the Physical Volume of Production," *Quarterly Journal of Economics* 44, no. 2 (February 1930): 242–262.

названием «эффекта замещения». Как заметил один аналитик, «возьмем в качестве примера 1998 г. Темп роста средневзвешенного реального ВВП в фиксированных ценах составлял 4,5%, если принять в качестве базового 1995 г.; если принять в качестве базового 1990 г., показатель составит уже 6,5%, а если 1970-й г. — то потрясающие воображение 37,4%»\*.

Министерство торговли пыталось решить проблему, часто меняя базовый год, а также, особенно в 1980-х гг., предлагая целый ряд дополнительных корректировок, связанных с ростом качества продуктов, например все возрастающее быстрое действие компьютеров\*\*. Несомненно, самая крупная реформа произошла в 1996 г., когда чиновники Министерства торговли внедрили метод цепных индексов вместо традиционного метода фиксированных цен для расчета реального ВВП\*\*\*. Если применять метод цепных индексов, то каждый год становится базовым, но только для расчетов за годы, непосредственно примыкающие к базовому. Таким образом, чиновники могут рассчитать темпы роста реального ВВП в 1996 г. по сравнению с 1995-м, в 1997 г. — по сравнению с 1996-м, в 1998 г. — по сравнению с 1997-м и так далее. Затем можно объединить все индексы в одну цепочку. Поскольку базовый год ежегодно обновляется, то метод цепных индексов намного лучше соответствует потребностям

---

\* Karl Whelan, "A Guide to the Use of Chain Aggregated NIPA Data," Federal Reserve Board, Division of Research and Statistics, June 2000, 4–5, <http://www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2000/200035/200035pap.pdf>.

\*\* J. Steven Landefeld and Bruce T. Grimm, "A Note on the Impact of Hedonics and Computers on Real GDP," Survey of Current Business (December 2000): 17–22.

\*\*\* J. Steven Landefeld and Robert P. Parker, "BEA's Chain Index, Time Series, and Measures of Long-Term Economic Growth," Survey of Current Business (May 1997): 58–68.

учета изменений в наборе продуктов, реализуемых на рынке. Однако и этот метод имеет нежелательные последствия: после корректировки компонентов реального ВВП методом цепных индексов цен их сумма не обязательно равнялась исходному показателю реального ВВП.

## **Контроль отличий в покупательной способности**

Сопоставление показателей ВВП отдельных стран также требует некоторых корректировок. Поскольку ВВП каждой страны изначально рассчитывается в ее национальной валюте, то национальные оценки следует сначала перевести в единую валюту (например, в доллары США) и только потом сравнивать их друг с другом. Рыночные курсы валют представляют собой удобный инструмент для такого перевода, но иногда они могут вводить в заблуждение, поскольку отражают цены лишь на товары, циркулирующие на международных рынках. В частности, в развивающихся странах продукты, не поставляющиеся на международные рынки (например, парикмахерские или медицинские услуги), составляют довольно большую часть ВВП. В условиях рыночных курсов валют стоимость одной и той же модной стрижки составит 5 долл. в Индии и 50 долл. во Франции. Тогда при пересчете ВВП из национальной валюты в доллары приведет к недооценке стоимости объема производства и Индии по сравнению с аналогичным показателем Франции.

Стандартное решение проблемы — внедрить *индекс паритета покупательной способности* (ИППС). Суть в том, чтобы рассчитывать стоимость товаров в каждой стране в ценах базовой страны, например США. Если продолжить пример со стоимостью стрижки, то таковая в Индии и Франции

должна оцениваться по стоимости аналогичной стрижки в США (например, 40 долл.). С конца 1960-х гг. консорциум международных агентств в сотрудничестве с университетом Пенсильвании проводят оценку ВВП на основе индекса ППС для постоянно растущего числа стран (табл. 5.2)\*.

Таблица 5.2. ВВП на душу населения, рассчитанный на основе валютного курса и на основе индекса ППС (отдельные страны 2012 г.)

	ВВП на душу населения US (рыночный валютный курс), долл.	ВВП на душу населения ППС (паритет покупательной способности), долл.	Отношение показателя ВВП на душу населения, рассчитанного по валютному курсу к рассчитанному на основе индекса ППС
Аргентина	11 560	18 020	1,6
Бразилия	11 570	12 100	1,0
Бурунди	281	627	2,2
Камбоджа	993	2530	2,5
Канада	52 152	42 580	0,8
Китай	6290	9460	1,5
Египет	3020	6420	2,1
Эфиопия	434	1190	2,7
Франция	41 060	36 720	0,9
Германия	41 620	40 640	1,0
Индия	1538	3920	2,5
Индонезия	3540	4900	1,4

\* World Bank, "International Comparison Program," [http://siteresources.worldbank.org/ICPEXT/Resources/ICP\\_2011.html](http://siteresources.worldbank.org/ICPEXT/Resources/ICP_2011.html); "The International Comparison of Prices Program (ICP)," <https://pwt.sas.upenn.edu/icp.html>.

Ирак	6190	5060	0,8
Ирландия	45 920	42 520	0,9
Израиль	30 497	31 430	1,0
Япония	47 300	36 230	0,8
Малайзия	10 387	17 050	1,6
Мексика	10 238	17908	1,7
Нигерия	1640	1920	1,2
Норвегия	99 760	64 790	0,6
Филиппины	2410	4090	1,7
Россия	14 212	17 610	1,2
Саудовская Аравия	25 160	31 380	1,2
Сингапур	51 400	47 520	0,9
Южная Африка	7880	11 930	1,5
Турция	10 560	15 010	1,4
США	49 959	49 959	1,0

*Источник:* данные по странам от Economist Intelligence Unit (EIU), включая EIU оценки.

## **Инвестиции, сбережения и зарубежные заимствования**

Учет ВВП полезен, поскольку позволяет рассчитать стоимость текущего объема производства и оценить его динамику за тот или иной промежуток времени. Многие экономисты также считают, что это дает полезную информацию о неочевидных источниках экономического роста, а также об устойчивости темпов его роста в будущем.

Естественно, инвестиции представляют собой критично важное звено цепи, связывающей объем производства

ныне и в будущем. Учет ВВП позволяет не только судить о величине текущих инвестиций, но и определить, за счет каких источников они финансировались. Как мы уже видели,

$$\begin{aligned} \text{Валовый продукт} &= \text{Потребление} + \text{Инвестиции} + \\ &+ \text{Государственные расходы} + (\text{Экспорт} - \text{Импорт}). \end{aligned}$$

Интересно, что валовый продукт равен также валовым доходам. Они же — после корректировки на сумму трансфертных платежей (Т) — также неизбежно распадаются на потребление (П), частные сбережения (С) и налоги (Т), поскольку все доходы так или иначе направляются на одну из этих целей. В результате мы можем утверждать, что:

$$\begin{aligned} \text{Валовый продукт} &= \text{Потребление} + \text{Инвестиции} + \\ &+ \text{Государственные расходы} + (\text{Экспорт} - \text{Импорт}) = \text{Потребление} + \\ &+ \text{Частные сбережения} + \text{Налоги} - \text{Трансферты}. \end{aligned}$$

Проведем небольшое математическое преобразование формулы относительно показателя инвестиций:

$$\begin{aligned} \text{Инвестиции} &= \text{Сбережения} + (\text{Налоги} - \text{Государственные расходы} - \\ &- \text{Трансферты}) + (\text{Импорт} - \text{Экспорт}), \end{aligned}$$

где выражение

$$\begin{aligned} \text{Налоги} - \text{Государственные расходы} - \text{Трансферты} & \text{(профицит} \\ & \text{государственного бюджета)} \end{aligned}$$

отражает государственные сбережения, а выражение

$$\text{Импорт} - \text{Экспорт} \text{ (чистый импорт)}$$

отражает сумму чистых заимствований из-за рубежа.

Из формулы можно сделать вывод, что инвестиции финансируются из трех вышеперечисленных источников: частные сбережения (личные сбережения плюс нераспределенная прибыль компаний), правительственные сбережения (профицит государственного бюджета) и заимствования из-за рубежа (чистый импорт). Если страна желает увеличить инвестиции, то ей следует либо сократить частное потребление (чтобы увеличить частные сбережения), либо сократить государственные расходы и поднять налоги (чтобы увеличить государственные сбережения), либо увеличить заимствования из-за рубежа, либо, наконец, предпринять некоторую комбинацию мер (табл. 5.3).

Таблица 5.3. Инвестиции, сбережения и заимствования из-за рубежа (США, 2012 г.)

	Млрд долл.	% от ВВП
Частные инвестиции (И) [= Частные сбережения + Государственные сбережения + + Чистые заимствования из-за рубежа]	2475,2	15,2
Частные сбережения, всего (С)	3540,9	21,8
Личные сбережения	687,4	4,2
Нераспределенная прибыль компаний (с учетом коррек- тировок стоимости запасов и амортизации основного капитала)	804,3	5,0
Частное потребление основного капитала (амортизация)	2049,3	12,6
Государственные сбережения (ГС) [= Государственные поступления + Государственные расхо- ды = Профицит государственного бюджета]	-1487,7	-9,2
Государственные поступления (налоги) в бюджеты всех уровней, всего <sup>1</sup> (Н)	4259,2	26,2
Государственные расходы из бюджетов всех уровней, включая трансферты доходов <sup>2</sup> (Г + Тр)	5746,9	35,4

Чистые иностранные заимствования (И – Э) [=Чистый импорт = Импорт – Экспорт] <sup>3</sup>	439	2,7
Статистическая погрешность	-17	-0,1

<sup>1</sup> За вычетом поступлений от перемещения капитала.

Источник: данные получены из материалов Бюро экономического анализа США.

<sup>2</sup> За вычетом платежей, связанных с перемещением капитала, и чистых закупок произведенных активов.

<sup>3</sup> За вычетом чистых поступлений доходов, поступлений трансфертов, чистых поступлений по счетам капитала.

Хотя в описании системы национальных счетов не говорится, какой из трех источников финансирования лучше или хуже других, но некоторые ученые, изучающие проблемы экономического роста, считают, что такой источник, как иностранные заимствования, может оказаться менее стабильным, чем внутренние сбережения, а следовательно, и не столь надежным. Более того, когда иностранные заимствования становятся слишком большими, то раздаются критические замечания: страна-де живет не по средствам, поскольку иностранные заимствования (то есть  $I - Э > 0$ ) означают, что ее внутренние расходы ( $\Pi + И + \Gamma$ ) превышают общий объем производства (ВВП). Именно поэтому аналитики иногда считают экономический рост неустойчивым, если страна имеет большой и постоянный дефицит текущего счета платежного баланса — а следовательно, высокую степень зависимости от иностранных заимствований\*.

Например, в начале 1990-х гг. в Мексике реальный ВВП постепенно рос, однако рост подпитывался, по крайней мере

---

\* Отметим, что чистый импорт (то есть Импорт – Экспорт) на счетах ВВП примерно равен дефициту счета текущих операций (исключая чистые доходы и трансферты) торгового баланса.



отчасти, за счет активных и постоянно возрастающих заимствований за рубежом. Многие аналитики рассматривали более чем 5%-ный дефицит текущего счета платежного баланса как своего рода красный предупредительный сигнал. В случае с Мексикой показатель подскочил с 3% от ВВП в 1990 г. до 7% в 1994-м. Этот скачок особенно заметен в системе национальных счетов, где чистый импорт (И – Э) возрос с 1,1 до 4,8% от ВВП за тот же самый период. Иными словами, иностранный капитал, как и товары из-за рубежа, потоком шел в страну.

Некоторые иностранные инвесторы и многие официальные лица Мексики заявляли, что огромный приток капитала отражает высокую степень уверенности инвесторов в прекрасных перспективах мексиканской экономики. Однако общая сумма внутренних инвестиций снижалась (в долях ВВП), а потребление возрастало. По всей видимости, Мексика жила не по средствам, импортируя зарубежные товары (за счет иностранных заимствований) и направляя рост объема производства на дополнительное потребление вместо инвестиций. Хотя эксперты не могут прийти к согласию относительно причин, но в 1994–1995 гг. Мексика вошла в полосу жесточайшего валютного кризиса, и уровень потребления резко упал одновременно с курсом национальной валюты песо; в результате почти все экономические достижения предыдущих лет были потеряны. Тщательное изучение состояния национальных счетов страны незадолго до коллапса могло бы дать некоторое представление о масштабах надвигающихся проблем.

## Глава 6

# Чтение отчета о состоянии платежного баланса

Счет платежного баланса весьма напоминает систему национальных счетов в области макроэкономики. По сути, оба они полезные инструменты в руках опытного специалиста по макроэкономике. В то время как счет ВВП содержит данные о национальном объеме производства и его компонентов, платежный баланс отражает информацию о трансграничных операциях данной страны. Как и на счете ВВП, все показатели платежного баланса показывают движение стоимости экспорта и импорта, поступающих доходов или платежей, новых полученных или предоставленных иностранных кредитов, имевших место в течение определенного периода, обычно года. В этой главе мы рассмотрим основы отражения операций в платежном балансе и лучшие способы его читать и интерпретировать.

## Стандартный отчет о состоянии платежного баланса

Отчет о состоянии платежного баланса обычно включает по крайней мере следующие статьи (в приведенном далее или несколько модифицированном виде)\*.

### *Счет текущих операций или текущий счет*

- Торговый баланс товаров
  - Торговый баланс товаров
  - Торговый баланс услуг
- Чистый доход (чистые факторные доходы)
- Частные односторонние переводы

### *Счет операций с капиталом и финансовыми инструментами*

- Чистый капитал
- Финансовый счет
  - Чистые прямые иностранные инвестиции
  - Чистые портфельные инвестиции
  - Прочие чистые капитальные потоки
  - Изменения в официальных резервах
- Ошибки и пропуски (статистическая погрешность)

---

\* Международный валютный фонд (МВФ) использует для этих же категорий другую систему терминов, которую собираются также внедрить некоторые страны. Однако базовые понятия платежного баланса остаются прежними (более детально этот вопрос рассмотрен в подглавке «Представляем платежный баланс: различные подходы» в конце данной главы).

Некоторые статьи требуют пояснений. На счете текущих операций отражаются материальные, осязаемые товары — от сырья до продуктов промышленного производства. Услуги — нематериальный продукт; к ним, в частности, относятся транспортные услуги, инвестиционный банкинг и консультационные услуги. Доходы от иностранных инвестиций включают в себя финансовые доходы (такие, как проценты, дивиденды, перечисленная или реинвестированная прибыль) от инвестированного за рубежом капитала, а также оплату труда граждан, работающих за рубежом. Частные односторонние переводы (иногда называемые «чистыми текущими трансфертами») представляют собой односторонние переводы, такие как иностранная помощь или международные благотворительные перечисления (например, проводимые через организации Красного Креста).

Если говорить о счете операций с капиталом и финансовыми инструментами, то первое, что требует пояснений, — название счета. До 1990 г. большинство стран учитывали межгосударственные финансовые транзакции (то есть изменения в активах и обязательствах) на счете под названием «счет операций с капиталом». Однако начиная с 1993 г. чиновники МВФ заменили это название на «счет финансовых операций» и добавок дали новое, гораздо более узкое определение термину «счет операций с капиталом», как будто мало путаницы и без того. В соответствии с новым определением, ныне широко признанным во всем мире, «счет операций с капиталом» включает только односторонние переводы капитала, например списание долгов правительства одной страны перед другой страной. В большинстве случаев счет операций с капиталом в его новой версии — обычно очень небольшая (практически незаметная) часть платежного баланса.

Новый финансовый счет играет гораздо более важную роль, поскольку на нем отражаются все остальные финансовые транзакции, например межгосударственная торговля облигациями и акциями. Хотя аналитики до сих пор иногда употребляют термин «счет капитальных операций» в старом, расширительном значении (например, рассуждая о либерализации счета капитальных операций), но большинство национальных правительств в настоящее время используют предложенные МВФ определения счетов финансовых и капитальных операций для подготовки отчета о платежном балансе своих стран.

Что касается статей, приведенных в составе счета финансовых операций, то прямые инвестиции (иногда называемые прямыми зарубежными инвестициями, или FDI — *foreign direct investments*) включают приобретение прав собственности на иностранные компании (причем достаточно большой их доли (обычно более 10%), чтобы предоставить новому собственнику право управления компанией). Когда Daimler-Benz купила Chrysler в 1998 г., это означало прямые иностранные инвестиции Германии в США. Портфельные инвестиции, напротив, предполагают приобретение акций, облигаций или других финансовых инструментов (но не в таком количестве, чтобы обеспечить прямое управление их собственника). Портфельные инвестиции иногда связываются с понятием «горячие деньги», поскольку портфельные инвесторы способны ликвидировать активы и выйти из страны практически в мгновение ока. «Изменения в официальных резервах» отражают рост или уменьшение государственного запаса монетарного золота и иностранной валюты (валюты и драгоценных металлов). Наконец, «ошибки и пропуски» — балансирующая статья, отражающая статистические погрешности и пробелы в сборе данных для составления платежного баланса.

## Операции по дебету и кредиту платежного баланса

Изучая отчет о платежном балансе (пример такового для США приведен в конце главы), важно понимать, что каждая международная транзакция отражается в платежном балансе двумя записями — по дебету (+) и по кредиту (-). Значит, все многочисленные позитивные и негативные сальдо на счетах платежного баланса в сумме дают ноль\*.

Несомненно, понимание различий между дебетом и кредитом счетов очень важно. Достижению такого понимания весьма поможет осознание того факта, что любые источники средств отражаются по кредиту, а любое использование средств отражается по дебету.

На счете текущих операций экспорт товаров, поступление доходов (процентов, дивидендов или доходов работников, полученных за рубежом), а также односторонние трансферты из-за рубежа отражаются по кредиту, поскольку представляют собой *источники поступления* валюты и драгоценных металлов. Напротив, импорт товаров, выплата доходов иностранцам и односторонние трансферты в пользу иностранцев отражаются по дебету, поскольку все это направления использования валюты и драгоценных металлов.

Это же базовое правило можно применить к счету финансовых операций. Продажа за границу внутренних финансовых активов генерирует приток капиталов (заимствования

---

\* Альтернативный подход к составлению платежного баланса отстаивает МВФ. В предыдущей ссылке мы упоминали о нем; он изложен в очерке «Представляя платежный баланс: различные подходы» в конце этой главы. Описанный в нем подход к формированию платежного баланса означает, что счет финансовых операций трактуется несколько иначе, хотя его структура в общем и целом остается той же самой.

за рубежом) и отражается по кредиту счета, поскольку обеспечивает стране источник валюты и драгоценных металлов\*. Приобретение зарубежных финансовых активов резидентами генерирует отток капиталов из страны (предоставление займов иностранцам) и отражается по дебету, поскольку это не что иное, как направления использования валюты и драгоценных металлов (рис. 6.1).

Наиболее надежный способ отличить дебетовые операции от кредитовых на счете финансовых операций — оценить, какое именно влияние каждая из них оказывает на состояние активов и пассивов. Под активами следует понимать внутренние требования к иностранным агентам, а под обязательствами — требования иностранных агентов к внутренним резидентам и учреждениям. Таким образом, депозит, размещенный национальным резидентом в иностранном банке, представляет собой актив, а депозит иностранного резидента во внутреннем банке — обязательство. *С точки зрения бухгалтерского учета любое увеличение обязательств или уменьшение активов отражается по кредиту счета финансовых операций, в то время как любое увеличение активов и уменьшение обязательств отражается по дебету этого же счета.* Когда иностранный резидент покупает акции или облигации национальных компаний, открывает счет в национальном банке (три основные формы притока капитала), операция отражается по кредиту счета финансовых операций, поскольку возрастают обязательства страны перед иностранным резидентом. Когда национальный резидент покупает акции, облигации зарубежных компаний

---

\* На практике, поскольку правительственные учреждения не контролируют каждую международную операцию, категория «ошибок и пропусков» необходима, чтобы общая сумма различных статей платежного баланса действительно равнялась нулю.

или открывает счет в зарубежном банке (три формы оттока капитала), то операция отражается по дебету счета финансовых операций, поскольку приводит к увеличению активов (требований к иностранным резидентам).

Дебетовые обороты (-)	Кредитовые обороты (+)
<p>Примеры</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Импорт</b></li> <li>• <b>Выплата доходов</b> (таких, как проценты и дивиденды иностранным резидентам)</li> <li>• <b>Односторонние трансферты иностранным резидентам</b> (например, государственная или благотворительная помощь зарубежным странам и иностранным резидентам)</li> <li>• <b>Отток капитала</b> (например, рост депозитов резидентов в зарубежных банках или приобретение резидентами акций и облигаций иностранных компаний)</li> <li>• <b>Рост официальных резервов</b> (государственного запаса драгоценных металлов или иностранной валюты)</li> </ul>	<p>Примеры</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Экспорт</b></li> <li>• <b>Поступление доходов</b> (например, проценты или дивиденды на зарубежные инвестиции резидентов)</li> <li>• <b>Односторонние трансферты, поступающие из-за рубежа</b> (например, государственная или благотворительная помощь от зарубежных стран и иностранных резидентов)</li> <li>• <b>Приток капитала</b> (например, прирост депозитов иностранных инвесторов в местных банках или приобретение иностранными резидентами акций и облигаций национальных компаний)</li> <li>• <b>Сокращение официальных резервов</b> (государственного запаса драгоценных металлов или иностранной валюты)</li> <li>• <b>Сокращение официальных резервов</b> (государственного запаса драгоценных металлов или иностранной валюты)</li> </ul>
<p>Правила отражения операций по дебету платежного баланса</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Направления использования государственных резервов</b></li> <li>• <b>Рост активов</b> (то есть рост требований резидентов на зарубежные активы)</li> <li>• <b>Сокращение обязательств</b> (то есть внутренних обязательств перед нерезидентами)</li> </ul>	<p>Правила отражения операций по кредиту платежного баланса</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• <b>Источники государственных резервов</b></li> <li>• <b>Рост обязательств</b> (то есть рост обязательств резидентов перед нерезидентами)</li> <li>• <b>Сокращение активов</b> (то есть сокращение объема требований резидентов на активы за рубежом)</li> </ul>

Рис. 6.1. Структура дебета и кредита платежного баланса

Чтобы посмотреть, как это работает на примере конкретной операции, представим, что американская компания



покупает тысячу мобильных телефонов у компании из Китая и оплачивает их чеком, выпущенным американским банком\*.

Мы видим увеличение дебета (-) счета текущих операций США, отражающее *импорт* партии мобильных телефонов из Китая; одновременно мы видим увеличение кредита (+) счета финансовых операций, отражающее оплату в адрес китайской компании чеком, выпущенным американском банком. Когда чек попадает в Китай, он становится финансовым требованием к США, а значит, *увеличивает внутренние обязательства США перед иностранным резидентом*. До тех пор пока китайская компания не погасит требование, закупив какую-нибудь продукцию американского производства, ее намерение держать у себя чек (или любой другой финансовый инструмент, в который можно его конвертировать) представляет собой заем, предоставленный Китаем Соединенным Штатам Америки, — и в будущем Китай может потребовать погасить его в любой момент по своему усмотрению.

В некоторых случаях одна часть транзакции может быть отражена неправильно или вообще не отражена по вине правительственных чиновников. Статья «Ошибки и пропуски» отражает чистую стоимость всех подобных погрешностей.

Ее значение рассчитывается простым сложением всех остальных статей платежного баланса с учетом знака и сменной его на противоположный у полученного значения. Тогда сумма всех статей с учетом и статьи «Ошибки и пропуски» будет равна нулю. Зачастую ошибки и пропуски настолько незначительны по величине, что ими можно пренебречь. Однако бывают и случаи, когда большое дебетовое или

---

\* Этот пример создан на основе задания для аудиторной работы, разработанного моим коллегой Луисом Уэллсом.

кредитовое значение обусловлено значительными входящими и исходящими потоками капитала, преднамеренно скрываемыми от правительственных чиновников; например, импорт или экспорт запрещенных лекарств или нелегальное перемещение большого объема наличной валюты США через границу. Когда богатая семья из развивающейся страны незаметно провозит в США миллионы долларов в ручной клади, тайный трансферт капитала проявится в виде дебетового остатка по статье «Ошибки и пропуски» в платежном балансе развивающейся страны и кредиту этой же статьи в платежном балансе США. Зачастую в момент, когда страна переживает острейший финансовый кризис, внезапно можно обнаружить необычно большое отрицательное значение статьи в отчете о платежном балансе в месяцы, непосредственно предшествующие кризису. Логично предположить, что «те, кто владеет необходимой информацией», тайно вывозят свои капиталы из страны (то есть провоцируют «бегство капиталов») еще до драматического финала.

## Сильные и слабые стороны отражения операций в платежном балансе

Очевидно, что платежный баланс страны может быть в высшей степени информативным. Однако неудивительно, что далеко не все страны составляют свои платежные балансы по одинаковой методике. В качестве примера рассмотрим структуру платежного баланса США, приведенную в табл. 6.1. Она несколько отличается от образца, приведенного в начале главы. В частности, счет текущих операций в американском

отчете о состоянии платежного баланса сначала разбивается на разделы «экспорт» и «импорт», а счет финансовых операций — на «активы» и «обязательства». Кроме того, статья «Ошибки и пропуски», отражающая всевозможные статистические погрешности, не включена в счет операций движения капитала и финансовых инструментов.

Таблица 6.1. Платежный баланс США в 1970–2010 гг. (млрд долл.)

	1970	1980	1990	2000	2005	2010
<b>(1) Счет текущих операций</b>	2,3	2,3	-79,0	-416,3	-739,8	-449,5
<b>(2) Экспорт</b>	56,6	271,8	535,2	1072,8	1288,3	1844,5
(3) Товаров	42,5	224,3	387,4	784,8	911,7	1288,8
(4) Услуг	14,2	47,6	147,8	288,0	376,6	555,7
<b>(5) Импорт</b>	-54,4	-291,2	-616,1	-1450,1	-1996,2	-2343,8
(6) Товаров	-39,9	-249,8	-498,4	-1231,7	-1695,8	-1939,0
(7) Услуг	-14,5	-41,5	-117,7	-218,4	-300,4	-404,9
<b>(8) Доходы, поступления</b>	117	726	1717	3525	5373	6781
<b>(9) Доходы, выплаты</b>	-5,5	-42,5	-143,2	-333,3	-469,7	-500,4
<b>(10) Односторонние трансферты, чистые</b>	-6,2	-8,3	-26,7	-58,2	-99,5	-127,8
<b>(11) Счет движения капиталов и финансовых операций</b>	-2,1	-24,9	50,9	477,7	713,8	437,9
<b>(12) Счет операций с капиталом, чистых</b>	0,0	0,0	-7,2	0,0	13,1	-0,2
<b>(13) Чистые активы (за исключением финансовых деривативов)</b>	-9,3	-87,0	-81,2	-560,5	-546,6	-910,0

ГЛАВА 6. ЧТЕНИЕ ОТЧЕТА О СОСТОЯНИИ ПЛАТЕЖНОГО БАЛАНСА

(14) Официальные резервы США, чистые	2,5	-8,2	-2,2	-0,3	14,1	-1,8
(15) Государственные активы США (помимо резервов), чистые	-1,6	-5,2	2,3	-0,9	5,5	7,5
(16) Частные активы США, чистые	-10,2	-73,7	-81,4	-559,3	-566,3	-915,7
из них:						
(17) прямые инвестиции	-7,6	-19,2	-37,2	-159,2	-36,2	-301,1
(18) иностранные ценные бумаги	-1,1	-3,6	-28,8	-127,9	-251,2	-139,1
(19) Обязательства, чистые (кроме финансовых деривативов)	7,2	62,0	139,4	1038,2	1247,3	1333,9
(20) Зарубежным государственным агентствам	7,8	16,6	33,9	42,8	259,3	398,3
(21) Государственные ценные бумаги США	9,4	11,9	30,2	35,7	213,3	353,3
(22) Прочие обязательства, чистые	-0,6	45,4	105,4	995,5	988,1	935,6
Из которых						
(23) прямые инвестиции	1,5	16,9	48,5	321,3	112,6	205,9
(24) казначейские облигации США	0,1	2,6	-2,5	-70,0	132,3	298,3
(25) прочие ценные бумаги	2,2	5,5	1,6	459,9	450,4	140,9
(26) Финансовые деривативы, чистые	-	-	-	-	-	14,1
(27) Статистическая погрешность	-0,2	22,6	28,1	-61,4	26,0	11,6

Источник: составлено на основе данных Бюро экономического анализа США.

Отметим, что в платежном балансе термины «активы» и «обязательства» всегда означают отнюдь не общую стоимость активов и обязательств, а их изменения в данном году или квартале. Судя по отчету о состоянии платежного баланса США, приведенному в табл. 6.1, например, можно сказать, что сумма зарубежных активов в собственности американских резидентов в 2010 г. возросла на 910 млрд долл. (вспомним, что рост активов отражается по дебету в учетной системе), а американские обязательства иностранным резидентам возросли на 1333,9 млрд долл. (рост обязательств отображается по кредиту). Хотя общая сумма зарубежных активов в собственности американских резидентов и общая сумма американских активов в собственности нерезидентов на самом деле намного превышает данные показатели, тем не менее в платежном балансе отображается именно сумма их изменений.

Тем не менее если вы понимаете основы учета операций в платежном балансе, то такие мелкие изменения не составят слишком серьезного препятствия к пониманию платежного баланса той или иной конкретной страны. Действительно, анализ платежного баланса стоит затраченных на него усилий, поскольку дает возможность ознакомиться с уникальной информацией о международных транзакциях страны и, в более широком смысле, взаимосвязях страны с глобальной экономикой.

## **Представляем платежный баланс: история возникновения**

Иногда разные организации используют разные подходы к составлению отчета о состоянии платежного баланса. Например, платежный баланс США, представленный Международным валютным фондом, отличается от варианта, представленного Бюро экономического анализа США. К счастью, усвоив базовые правила составления платежного

баланса, не так трудно разобраться в его вариантах, подготовленных на основе различных подходов. Не так давно МВФ начал внедрять новый формат платежного баланса. Он подробно рассматривается в Руководстве по составлению платежного баланса (ВРМ6). В последующие годы Бюро экономического анализа и многие другие государственные учреждения внедряли различные варианты изложенной в Руководстве методики в своих рекомендациях (см. табл. 6.2, где приведен вариант ВРМ6, рекомендуемый к использованию Бюро экономического анализа). Новая методика разработана таким образом, чтобы лучше отражать реальные операции из жизни, и, возможно, кое-кто сочтет, что ее легче воспринимать на интуитивном уровне, чем предыдущую.

Показатели, приведенные в верхней строке, — чистое сальдо счета текущих операций, счет движения капитала, счет финансовых операций, а также ошибки и пропуски — в ВРМ6 не изменились по сравнению с предыдущими рекомендациями\*. Статьи счета текущих операций также не слишком изменились и по-прежнему включают экспорт и импорт товаров. Однако в соответствии с новой системой и экспорт, и импорт отражаются как положительные числа. Таким образом, сальдо торгового баланса равно сумме экспорта за вычетом суммы импорта, а не сумме экспорта и импорта\*\*. Кроме того, изменились наименования некоторых статей: «доходы» теперь называются «первичными доходами», а «трансферты» — «вторичными доходами».

---

\* Заголовок таблицы образца 2010 г. (см. табл. 6.2) отличается от такого в табл. 6.1 только потому, что Бюро экономического анализа разработало свой вариант с использованием предварительных данных, опубликованных в июне 2011 г., в то время как табл. 6.1 создана на основе более новых данных, обновленных в июне 2013 г.

\*\* Где сумма импорта учитывается с минусом. *Прим. пер.*

Таблица 6.2. Образец предполагаемого формата платежного баланса США, составленного в соответствии с новым подходом (приведены данные за 2006–2010 гг., млрд долл.)

	2006	2007	2008	2009	2010
<b>Баланс счета текущих операций</b>	<b>-800,6</b>	<b>-710,3</b>	<b>-677,1</b>	<b>-376,5</b>	<b>-470,9</b>
<b>Баланс товарных операций</b>	<b>-832,9</b>	<b>-814,6</b>	<b>-825</b>	<b>-502,5</b>	<b>-642,2</b>
Экспорт	1042,2	1168,2	1312,7	1072,9	1292,4
Импорт	1875,1	1982,8	2137,6	1575,4	1934,6
<b>Баланс услуг</b>	<b>79,6</b>	<b>118</b>	<b>126,6</b>	<b>121,3</b>	<b>142,2</b>
Экспорт	418,5	488,2	532,5	504,8	546,8
Импорт	338,9	370,2	405,9	383,6	404,7
<b>Баланс первичных доходов</b>	<b>44,2</b>	<b>101,5</b>	<b>147,1</b>	<b>128</b>	<b>165,2</b>
Доходы к получению	693	843,9	823,5	607,2	670,7
Доходы к выплате	648,9	742,4	676,4	479,2	505,5
<b>Баланс вторичных доходов (трансфертов)</b>	<b>-91,5</b>	<b>-115,1</b>	<b>-125,9</b>	<b>-123,3</b>	<b>-136,1</b>
Доходы к получению	67,9	70,3	83,5	84,7	83,7
Доходы к выплате	159,5	185,4	209,3	208	219,8
<b>Сальдо счета операций с капиталом</b>	<b>-1,8</b>	<b>0,4</b>	<b>6</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,2</b>
<b>Сальдо счета финансовых операций</b>	<b>-809,1</b>	<b>-617,3</b>	<b>-730,6</b>	<b>-245,9</b>	<b>-254,2</b>
<b>Сальдо счета финансовых деривативов</b>	<b>-29,7</b>	<b>-6,2</b>	<b>32,9</b>	<b>-49,5</b>	<b>-13,7</b>
<b>Сальдо прямых инвестиций</b>	<b>1,8</b>	<b>192,9</b>	<b>19</b>	<b>145</b>	<b>115,1</b>
Активы	296,1	532,9	351,7	303,6	393,7
Обязательства	294,3	340,1	332,7	158,6	278,6
<b>Сальдо портфельных инвестиций</b>	<b>-633</b>	<b>-776,9</b>	<b>-809,4</b>	<b>9,9</b>	<b>-520,8</b>
Активы	493,7	379,7	-285,7	369,8	186,1
Обязательства	1126,7	1156,6	523,7	359,9	706,9

<b>Сальдо прочих инвестиций</b>	<b>-145,8</b>	<b>-27,1</b>	<b>22</b>	<b>-403,6</b>	<b>163,3</b>
Активы	549,5	659,8	-380,3	-586,3	465,9
Обязательства	695,3	686,9	-402,4	-182,7	302,6
<b>Резервные активы</b>	<b>-2,4</b>	<b>0,1</b>	<b>4,8</b>	<b>52,3</b>	<b>1,8</b>
<b>Сальдо ошибок и пропусков</b>	<b>-6,7</b>	<b>92,7</b>	<b>-59,5</b>	<b>130,8</b>	<b>216,8</b>

Источник: подготовлено на основе данных Бюро экономического анализа, опубликованных в июне 2011 г.: «Таблица А. Международные операции США (образец)». <http://www.bea.gov/international/modern.htm>.

Кроме того, в новом формате платежного баланса переклассифицированы некоторые виды транзакций. Рассмотрим простой пример. Допустим, что американская компания закупает партию смартфонов у китайского производителя, а затем продает их потребителям во Франции. Ранее считалось, что, выполняя первую половину транзакции (закупка смартфонов), американская компания предоставляет промышленные услуги. Добавленная ею стоимость (выручка минус издержки) на втором этапе транзакции (продажа смартфонов французским потребителям) учитывалась по статье экспорта услуг. В соответствии с новой системой учета считается, что США импортируют смартфоны, а затем реэкспортируют их во Францию. Таким образом, обе части операции проходят в платежном балансе как операции с товарами — в одном случае их импорт, а во втором экспорт, — а не услугами.

К настоящему моменту наиболее существенные изменения в связи с внедрением новой методики коснулись счета финансовых операций. Теперь чистые инвестиции любого вида (прямые, портфельные или прочие) рассчитываются как стоимость созданных активов за вычетом возникших обязательств. И прирост активов, и прирост обязательств отражаются на счете положительными цифрами, а уменьшение как активов, так и обязательств — отрицательными.



Например, если американец покупает облигации или акции мексиканской компании, оплачивая чеком, эмитированным американским банком, то по новой методике отражается прирост американских активов (акции или облигации зарубежных эмитентов) с плюсом, в то время как по старой методике это было бы отрицательное число. Новая методика предусматривает также отражение обязательства, возникшего по операции (чек, выписанный на имя иностранного резидента), как положительного числа. Однако на следующем этапе изменение в активах уменьшается на изменение в обязательствах, чтобы рассчитать итог каждого вида финансовых операций (прямые инвестиции, портфельные инвестиции и прочие инвестиции) и общий баланс по счету финансовых операций. *И наконец, самое главное: чистое кредитование иностранных резидентов по новой методике отражается как положительное сальдо, а чистые заимствования за рубежом — как отрицательное сальдо счета финансовых операций; это полностью противоречит традиционной методике.*

Еще одно последствие внедрения новой методики — теперь сумма сальдо основных счетов платежного баланса (счета текущих операций, счета движения капитала, счета финансовых операций, ошибок и пропусков) не обязательно равняется нулю. Вместо этого нулю теперь равна сумма сальдо счета текущих операций, счета движения капитала, ошибок и пропусков за вычетом сальдо счета финансовых операций.

Чтобы посмотреть, как все это выглядит на практике, разберем порядок отражения на счетах платежного баланса еще одной операции. Предположим, что американская компания поставляет в Италию запчасти для оборудования. Их итальянская компания оплачивает чеком, эмитированным итальянским банком. Операция будет отражена как рост экспорта американских товаров, то есть как положительное число на счете текущих операций, и одновременно как

рост американских активов (чек от иностранной компании), то есть как положительное число на счете финансовых операций. Прирост экспорта минус прирост финансовых активов в результате равен нулю.

К счастью, существенные новации в методике проведения финансовых транзакций согласно новым инструкциям МВФ не так уж трудно понять, если, конечно, знать новые правила.

## Глава 7

# Валютный курс

Для любого, кто сталкивался с ведением экспортно-импортных операций, умение справляться с колебаниями курсов валют — жизненная необходимость. Хотя никто не может с уверенностью предсказать, будет ли расти или падать курс валюты в тот или иной период, а тем более угадать насколько, зато можно определить ключевые факторы, влияющие на колебания как в краткосрочной, так и в долгосрочной перспективе. В этой главе мы приведем описание факторов, определяющих динамику курса валюты, объясним, почему важно их знать и как они взаимодействуют между собой.

## Баланс счета текущих операций

Торговый баланс страны — или, точнее, баланс счета текущих операций — один из факторов, определяющих динамику курса валюты. Например, если национальные потребители слишком активно стремятся закупать иностранные товары, то состояние счета текущих операций будет ухудшаться, а курс национальной валюты — падать. Обесценение национальной валюты происходит в результате того, что возросший спрос потребителей на импортные товары одновременно увеличивает спрос на валюту тех стран, откуда они импортированы.

Однако выясняется, что растущий спрос на товары как на внутренних, так и на зарубежных рынках — отнюдь не единственная причина дефицита счета текущих операций. Если, к примеру, среди иностранцев возникает необычайно большой спрос на национальные *финансовые* активы, то состояние счета текущих операций также должно ухудшиться (что станет неизбежным следствием улучшения состояния счета финансовых операций), однако курс валюты, скорее всего, повысится. Это станет результатом роста спроса со стороны нерезидентов на внутренние финансовые активы и одновременно на ту валюту, в которой они деноминированы. Тогда дефицит счета текущих операций будет связан скорее с ростом, чем с падением курса национальной валюты.

По сути дела, основная проблема не в том, сведен ли счет текущих операций страны с дефицитом или профицитом. Важнее, за счет конкретно какого фактора это произошло — спроса на товары или спроса на капитал. Возросший спрос на товары данной страны за рубежом, скорее всего, улучшит состояние счета текущих операций и поспособствует росту курса ее валюты. В то же время рост спроса за рубежом на национальные финансовые активы скорее вызовет повышение курса валюты страны, даже если ее счет текущих операций сведен с дефицитом.

Именно потому, что на практике очень трудно отделить эти факторы один от другого, эксперты зачастую расходятся во мнениях относительно того, в какой степени дефицит или профицит счета текущих операций конкретной страны способен повлиять на курс ее валюты. Однако в целом можно сделать вывод, что устойчивый дефицит счета текущих операций обычно ассоциируется с понижением, а не повышением курса валюты в долгосрочной перспективе (в случае профицита на счете ситуация будет обратной).

## Инфляция и паритет покупательной способности

Еще один фактор, влияющий на динамику валютного курса, — инфляция. В общем и целом если темпы инфляции в одной стране постоянно более высокие, чем в другой, то экономисты ожидают, что курс валюты первой страны по отношению к валюте второй будет снижаться.

Один из способов разобраться — изучить торговый баланс или сальдо счета текущих операций, особенно внутреннего спроса на продукты зарубежного производства. Повышение уровня цен (то есть инфляция) в стране X сделает импорт товаров из страны Y все более привлекательным в глазах потребителей страны X (при условии, что уровень цен в стране Y растет не так быстро). В результате страна X вскоре обнаружит, что состояние ее торгового баланса со страной Y ухудшается, а курс валюты снижается (по мере того как растет внутренний спрос на продукты, произведенные в стране Y, а следовательно, и на ее национальную валюту).

Экономисты обычно рассматривают взаимосвязь между валютным курсом и инфляцией на основе модели *паритета покупательной способности*, предназначенной для расчета обменного курса валюты. Ключевая идея, положенная в основу модели, позаимствована из так называемого закона единой цены: единица валюты (например, доллар) должна иметь одинаковую покупательную способность в любой стране при условии, что транспортные издержки и налоги отсутствуют. Однако инфляция грозит подорвать паритет. Если, например, темп инфляции в США выше, чем в Великобритании, то американцы вскоре обнаружат, что на доллар можно купить больше товаров в Великобритании, чем

в их собственной стране (поскольку цены у них теперь выше в результате инфляции). Чтобы восстановить паритет покупательной способности, доллар должен потерять часть своей стоимости, выраженной в фунте стерлингов, то есть девальвироваться по отношению к последнему. Процесс будет продолжаться до тех пор, пока на доллар можно будет опять купить одинаковое количество (идентичных) товаров в США и Великобритании. Таким образом, страна с более высокими темпами инфляции, скорее всего, столкнется с девальвацией своей национальной валюты.

## Процентная ставка

Процентная ставка — следующий очень важный фактор, способный повлиять на динамику валютного курса. По сути дела, многие финансовые эксперты и валютные трейдеры считают процентную ставку главным и единственным фактором, определяющим валютный курс, особенно в краткосрочной перспективе.

С практической точки зрения курс национальной валюты будет расти, если процентная ставка в стране растет по сравнению со значениями показателя в других странах (и, соответственно, снижаться, если процентная ставка падает). Логика такова: растущая процентная ставка привлекает в страну инвесторов, поскольку обещает им более высокую доходность инвестированных средств. В результате возрастает приток капитала в страну, повышая тем самым курс национальной валюты, ведь инвесторы конкурируют за право оперировать на финансовом рынке страны.

Однако одна из наиболее популярных моделей формирования валютного курса, когда-либо разработанных

экономистами, судя по всему, дает совершенно другой результат. В соответствии с *моделью непокрытого паритета процентных ставок*, если процентная ставка в стране А превышает процентную ставку в стране Б (без дополнительного инвестиционного риска), то следует ожидать, что курс валюты страны А в краткосрочной перспективе возрастет, но затем *снизится*. Причины динамики также коренятся в законе единой цены. Для данного уровня риска можно было бы ожидать, что доллар (или евро, или иена) инвестиций будет иметь одну и ту же доходность независимо от того, где именно они произведены. Таким образом, если в одной стране на инвестиции выплачивается более высокая процентная ставка, чем в другой, то инвесторам следует ожидать, что курс национальной валюты рано или поздно упадет — причем упадет в достаточной степени для того, чтобы нивелировать избыточно высокую по сравнению с соседними странами доходность инвестиций.

Хотя модель паритета процентных ставок с теоретической точки зрения неуязвима, на практике она работает далеко не так безукоризненно. Большинство исследователей полагают, что, как бы там ни было, курс национальной валюты склонен расти при повышении процентной ставки и падать при ее снижении, а не наоборот.

## Смысл курса валют

Итак, что же делать? Возможно, самый важный урок из всего вышеизложенного в том, что валютные рынки попросту непредсказуемы. Вывод совершенно не зависит от уровня экономической подготовки человека (см. подглавку «Доллар США: вызов экспертам»). По меткому замечанию колумниста

Financial Times, «всегда сложно объяснить, почему рынок Форекс движется согласованно... Спросите десятерых трейдеров, и вы получите десять разных объяснений»\*.

Тем не менее, хотя валютный курс весьма волатилен и с трудом поддается прогнозированию, все равно имеет смысл предположить, что рыночные спрос и предложение оказывают на него сильное давление. Поскольку валютный курс — всего лишь стоимость одной валюты, выраженная в другой валюте, любые факторы, способствующие росту спроса на валюту (или сокращающие спрос на валюты других стран), будут давить на него в сторону повышения. Любые факторы, снижающие спрос на валюту (или повышающие спрос на валюту других стран), будут давить на валютный курс в сторону снижения.

### **Доллар США: вызов экспертам**

В 2005–2006 гг. американский доллар умудрился опровергнуть прогнозы многих выдающихся бизнесменов, включая инвестора-миллиардера Уоррена Баффета и бывшего министра финансов США Роберта Рубина. Оба они считали, что колоссальный дефицит счета текущих операций США (5,1% от ВВП в 2004 г. и 5,6% ВВП в 2005 г.) в конечном счете приведет к девальвации доллара. Хотя в долгосрочной перспективе их прогнозы можно считать сбывшимися: Рубин говорил, что считает свой прогноз правильным в вероятностном смысле — но в краткосрочной перспективе они оба понесли значительные финансовые потери, когда доллар отказался обрушиваться по их команде. Говорят, что инвестиционный фонд Баффета Berkshire

---

\* Jennifer Hughes, “Online Effect Rebalances the FX Equation,” Financial Times, July 30–31, 2005.



Hathaway потерял около миллиарда долларов, а Рубин — около миллиона собственных средств\*.

Отсюда можно сделать вывод: никто, даже самые авторитетные специалисты в мире, не может знать наверняка, как в будущем изменится курс валюты. Прогнозирование, исходящее из теоретических предпосылок, в том числе анализа описанных факторов, повысит шансы на достоверность, но ни в коем случае не гарантирует правильности каждого отдельного предсказания. Как утверждает Роберт Рубин, если речь идет о прогнозе динамики валютного курса, в лучшем случае можно рассчитывать на то, чтобы оказаться «правым в вероятностном смысле».

Внезапный всплеск спроса в США на товары зарубежного производства и иностранные финансовые активы, к примеру, приведет к ослаблению доллара (при одновременном укреплении прочих валют). Резкий рост инфляции в странах Европейского союза вызовет ослабление евро и укрепление доллара в одно и то же время. Неожиданный рост процентных ставок в Великобритании между тем укрепит фунт стерлингов, по крайней мере в краткосрочной перспективе, хотя вполне возможно, что в соответствии с законом единой цены в долгосрочной перспективе тот же фунт стерлингов подвергнется девальвации.

По сути, причина огромных трудностей с точным прогнозом динамики валютного курса — одновременное влияние тысяч и тысяч разнообразных факторов: колебаний совокупного спроса, валютных интервенций правительства, динамики процентной ставки, инфляции в одной стране и дефляции в другой, финансовой паники, политических

---

\* David Leonhardt, "A Gamble Bound to Win, Eventually," New York Times, November 1, 2006.

потрясений, нефтяных кризисов, появления новых технологий, резких изменений в ожиданиях и так далее и тому подобное. В общем и целом надежнее всего судить об изменениях валютного курса по таким признакам:

- процентные ставки в краткосрочной перспективе (с ростом и падением процентной ставки обычно связывают быстрый рост и падение курса валюты соответственно);
- инфляция в среднесрочной перспективе (при относительно высоких темпах инфляции курс валюты обычно падает, а при стабильном уровне цен — растет);
- дисбаланс счета текущих операций в долгосрочной перспективе (дефицит ассоциируется с падением курса, а профицит — с его ростом, но лишь за достаточно длительный промежуток времени).

Хотя стопроцентно надежных признаков колебаний курса не существует, но изучение простых взаимосвязей порождает более или менее обоснованные и проверенные правила действий менеджера (или иностранного инвестора, или путешественника), стремящегося как минимум не прогореть на колебаниях валютных курсов в постоянно усложняющемся и динамичном мире глобальной экономики.

# Эпилог

Финансовый кризис 2007–2009 гг. застал врасплох почти всех, включая и подавляющее большинство экономистов. По сути дела, в годы, предшествовавшие катаклизму, многие экономисты любили повторять термин «Великое успокоение» для характеристики двух предыдущих десятилетий, считавшихся образцом исключительной макроэкономической стабильности. Хотя Бен Бернанке — не автор термина, именно он сделал его популярным, употребив в широко известной речи, произнесенной за два года до назначения на должность председателя Совета управляющих ФРС. Обратив внимание слушателей на «существенное снижение макроэкономической волатильности» с середины 1980 г., Бернанке заявил, что сглаживание экономического цикла — заслуга именно центральных банков и специалистов по кредитно-денежной политике. По его словам, «совершенствование кредитно-денежной политики сыграло важную роль в приходе Великого успокоения, хотя и не стало единственной причиной»\*. Мысль, что финансовый и экономический кризис невероятной силы уже стоит на пороге, казалась в тот момент просто кощунственной. Правда, кучка диссидентов от экономики

---

\* Ben S. Bernanke, “The Great Moderation” (remarks at the meetings of the Eastern Economic Association, Washington, DC, February 20, 2004), <http://www.federalreserve.gov/BOARDDOCS/SPEECHES2004/20040220/default.htm>.

считала начавшийся резкий рост цен на активы не чем иным, как надуванием мыльного пузыря\*.

В ретроспективе мем «Великое успокоение» указывает на некоторую близорукость. Бесспорно, этому способствовал факт роста ВВП стабильными, как никогда, темпами, а инфляцию удавалось жестко контролировать. Однако многие другие экономические тенденции в предшествовавший кризису период, в том числе необычайно низкие процентные ставки, резкий взлет цен на недвижимость, увеличение объемов субстандартного ипотечного кредитования и общий рост задолженности в финансовой системе были крайне тревожными и в итоге привели к катастрофе. Действительно, сложно полностью игнорировать мнение тех, кто рассматривает кризис 2007–2009 гг. как вызов современной экономике или по крайней мере как свидетельство существования определенных ограничений\*\*.

В то же время реакция властей на кризис, в частности и в США, продемонстрировала существенный прогресс по сравнению с началом 1930-х гг., когда неудовлетворительная макроэкономическая политика почти наверняка способствовала нарастанию экономических проблем в стране и стала одной из основных причин сползания экономики в затяжную депрессию. Американские политики в начале 1930-х гг. в основном проводили жесткую налоговую и кредитно-денежную политику, причем законодатели от обеих

---

\* См., например: Dirk J. Bezemer, “‘No One Saw This Coming’: Understanding Financial Crisis through Accounting Models,” working paper, June 16, 2009, table 1, p. 9, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/15892/>.

\*\* См.: David Colander et al., “The Financial Crisis and the Systemic Failure of Academic Economics” (University of Copenhagen Department of Economics Discussion Paper No. 09–03, March 9, 2009): <http://ssrn.com/abstract=1355882> или <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1355882>.

ведущих политических партий рассматривали сбалансированный государственный бюджет как средство противодействия экономическому спаду. В то же время чиновники ФРС отдавали предпочтение политике «ликвидаторства» по отношению к финансово неустойчивым банкам и жесткому следованию требованиям золотого стандарта вплоть до резкого повышения процентной ставки в октябре 1931 г. для того, чтобы прекратить отток золота за пределы страны.

Напротив, реагируя на кризис 2007–2009 гг., ключевые американские политики от обеих партий проводили экспансионистскую денежную политику, включавшую снижение уровня налогов и увеличение государственных расходов. Чиновники ФРС кардинально смягчили кредитно-денежную политику, предоставляя огромные займы на беспрецедентные сроки попавшим в сложное положение финансовым организациям ради того, чтобы снизить процентные ставки (см. табл. Э1). Хотя среди макроэкономистов продолжаются дебаты, но факт, что кризис 2007–2009 гг. так и не перерос во вторую Великую депрессию, все же свидетельствует: правительство кое-чему научилось с 1930-х гг. В частности, тому, какую экономическую политику следует проводить в преддверии глобального финансового кризиса.

Таблица Э1. Финансовый кризис: принятые меры и реакция экономики в США, 2006–2013 гг.

Профицит (+) или дефицит (-) государственного бюджета, % от ВВП	Процентная ставка по фе- деральным фондам, %	Общая сумма активов ФРС, млрд долл.	Общая сумма депозитов обанк- ротировавшихся или рефинансируемых банков, млрд долл.	Темп прироста реального ВВП, % в год	Уровень без- работицы, %	Темп прироста инфляции	Индекс S&P500
2006	-3,2	871	0	2,7	4,4	3,2	1418,30
2007	-2,4	891	2	1,8	5,0	2,8	1468,36
2008	-4,4	2240	515	-0,3	7,3	3,8	903,25
2009	-10,8	2234	1227	-2,8	9,9	-0,4	1115,10
2010	-9,3	2421	80	2,5	9,4	1,6	1257,64
2011	-8,9	2926	31	1,8	8,5	3,2	1257,60
2012	-7,1	2926	11	2,8	7,9	2,1	1426,19
2013	-4,3	4033	5	1,9	6,7	1,5	1848,36

Источники: Федеральный дефицит: Historical Budget Data, February 2014, Бюджетное управление Конгресса, <http://www.cbo.gov/publication/45067>; процентная ставка по федеральным фондам: "Selected Interest Rates (Daily)", Статистика ФРС, выпуск H.15, <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>; общая сумма активов ФРС: "Factors Affecting Reserve Balances" Статистика ФРС, выпуск H.4.1, <http://www.federalreserve.gov/releases/h41/default.htm>; общая сумма депозитов обанкротившихся или рефинансируемых банков: "Federal Deposit Insurance Corporation Failures and Assistance Transactions United States and Other Areas," Table BF01, FDIC website, <http://www2.fdic.gov/hsob>; темп прироста реального ВВП: National Income and Product Account Tables: Percent Change From Preceding Period in Real Gross Domestic Product (Table 1.1.1), Бюро экономического анализа, [http://www.bea.gov/itable/index\\_nipa.cfm](http://www.bea.gov/itable/index_nipa.cfm); unemployment rate: "Labor Force Statistics from the Current Population Survey: уровень безработицы," Bureau of Labor Statistics, <http://data.bls.gov/timeseries/LNS14000000>; темп прироста инфляции: Consumer Price Index, All Urban Consumers (CPI-U), Avg-Avg, Percent Change, Бюро статистики труда, <http://ftp.bls.gov/pub/special.requests/cpi/cpiiai.txt>; S&P500 индекс S&P500 Historical Prices, Yahoo Finance, <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5CSP500+Historical+Prices>.

А. На конец года.

В. За полный календарный год.

Несомненно, Бернанке еще долгое время останется для экономистов противоречивой фигурой. В бытность председателем Совета управляющих ФРС именно он принимал решения об оказании финансовой помощи ведущим финансовым организациям страны ради их спасения, снижении учетной ставки по централизованным кредитным средствам ФРС практически до нуля, участии в крупномасштабных операциях по приобретению активов (известных под названием количественного смягчения). В результате за 2007–2013 гг. масштабы деятельности ФРС увеличились более чем в четыре раза; считалось, что эти меры резко расширили инструментарий кредитно-денежной политики. Их разработка стала возможной в результате десятилетий научных исследований, особенно в области экономической истории. В результате было доказано, что кредитно-финансовая политика в преддверии кризиса 1930-х гг. оказалась крайне неэффективной. В частности, золотой стандарт, по всей видимости, стал настоящими оковами для экономики в начале 1930-х гг., заставляя центральный банк ужесточить кредитно-денежную политику как раз в тот момент, когда рынки отчаянно нуждались в дополнительной ликвидности. Да и сам Бернанке внес существенный вклад в пополнение багажа аналогичных научных трудов — как профессор экономики в Принстонском университете, — поэтому тем более удивительным стал факт проведения им крайне агрессивной политики на должности председателя Совета управляющих ФРС в период кризиса 2007–2009 гг. Поскольку в свое время он изучал и экономическую историю, и макроэкономику, то считал, что сверхжесткая политика ФРС в начале 1930-х гг. стала крупнейшим провалом. Поэтому он решил не повторять прошлых ошибок.

Еще не настало время решать, как история оценит подход Бернанке к преодолению финансового кризиса. Критики заявляют, что ультранизкие процентные ставки и политика количественного смягчения, разработанная при его участии, в итоге способствовали стимулированию инфляции. Операции по спасению компаний, по их мнению, провоцировали у менеджеров финансовое безрассудство в будущем (как результат ослабления моральных тормозов). Критики также утверждали, что экономика вышла бы из кризиса — возможно, даже более быстро — и без таких радикальных мер. Сторонники же Бернанке считали, что его решительные действия помогли предотвратить куда более серьезный кризис, а может быть, даже вторую Великую депрессию.

Не менее ожесточенные споры кипели вокруг налоговой политики. Сторонники налоговой политики Бернанке утверждали, что налоговая экспансия в форме все растущего бюджетного дефицита предотвратила сползание экономики в опустошительную нисходящую спираль, а также дала толчок ее развитию после выхода из кризиса. Противники наращивания дефицита считали, что такие меры подрывают уверенность бизнеса в своих силах и возлагают ненужное бремя на будущие поколения налогоплательщиков.

Историкам экономики, возможно, потребуется не одно десятилетие, чтобы решить, кто прав, а кто нет. На момент подготовки этой книги к печати появились первые признаки, что агрессивная кредитно-денежная и налоговая политика все же сыграла положительную роль, и весьма значительную. Разнообразие предлагаемых мер экономической политики в ответ на финансовый кризис в США и Европе даст возможность судить, какие наиболее эффективны.



Как в США, так и в Европе центральные банки снижают процентные ставки и вливают большой объем денежной массы в экономику по мере того, как усугубляется финансовый кризис. Политики по обе стороны Атлантики разработали разнообразные комплексы мер, предусматривавшие преднамеренное увеличение бюджетного дефицита для стимулирования деловой активности по мере того, как наблюдалось падение совокупного спроса в преддверии кризиса. Однако чиновники в США проводили эту политику гораздо более агрессивно, ФРС снижала процентные ставки быстрее и до более низкого уровня, чем Европейский центральный банк. Существенно и то, что ЕЦБ более последовательно придерживался политики инфляционного таргетирования, приводившей к более медленному снижению процентных ставок, а в отдельные периоды (например, в июле 2008 г.) — даже к их незначительному повышению, невзирая на то что финансовый шторм только набирал силу. Ведь инфляция все равно превышала целевое значение в 2%. Аналогично в области налогообложения чиновники, занимающиеся бюджетным планированием в США, проводили экспансионистскую политику (то есть наращивали бюджетный дефицит) в больших масштабах и в течение более длительных периодов, чем их коллеги в Европе. В итоге европейцы внедрили программы бюджетной экономии куда быстрее, чем американцы.

Хотя все еще слишком рано делать окончательные выводы, но складывается впечатление, что чем энергичнее правительство в США проводит экспансионистскую политику, тем более активно восстанавливается экономика — наблюдаются более высокие темпы экономического роста при незначительных темпах инфляции. В еврозоне ситуация несколько

иная. Конечно, восстановление американской экономики до конца 2013 г. протекало довольно вяло, и годовые темпы роста реального ВВП не превышали 3%. Но в еврозоне темпы роста ВВП были еще более скромными, а в 2012–2013 гг. — вообще отрицательными. (Параметры макрополитики и ее результаты в США и еврозоне приведены в табл. Э2.)

Примечательно, что к началу 2014 г. макроэкономическая политика Великобритании представляла собой нечто среднее между политикой США и еврозоны. Банк Англии снижал процентную ставку быстрее и до более низкого уровня, чем ЕЦБ, но не так быстро и не так радикально, как ФРС. Британская налоговая политика оказалась более агрессивной, чем в еврозоне на первых этапах кризиса, однако правительство страны быстрее и более решительно, чем в США, переключилось на режим строгой экономии. Возможно, отчасти поэтому и результаты экономической политики оказались где-то посередине: реальный ВВП рос медленнее, чем в США, но быстрее, чем в еврозоне в 2012–2013 гг. (см. табл. Э2).

Таблица 32. Макроэкономическая политика и ее результаты в США, Великобритании и еврозоне, 2006–2013 гг.

Годы	Общий дефицит (-) или профицит (+) государственного бюджета		Центральный банк: базовая процентная ставка на конец года, %		Темпы роста реального ВВП (годовой прирост, %)		Темпы роста цен на потребительские товары (годовой прирост, %)		Уровень безработицы (среднегодовой прирост, %)						
	США*	Евро-британия зона	Банк ФРС <sup>в</sup>	Банк ЕЦБ Англии	США	Евро-британия зона	США	Евро-британия зона	США	Евро-британия зона					
2006	-3,1	-2,9	-1,4	5,17	5,00	3,50	2,7	2,8	3,4	3,2	2,3	2,2	4,6	5,5	8,3
2007	-3,7	-3,0	-0,7	3,06	5,50	4,00	1,8	3,4	3,0	2,9	2,3	2,1	4,6	5,4	7,5
2008	-7,2	-5,1	-2,1	0,14	2,00	2,50	-0,3	-0,8	0,2	3,8	3,6	3,3	5,8	5,7	7,5
2009	-12,8	-11,2	-6,4	0,05	0,50	1,00	-2,8	-5,2	-4,4	-0,3	2,2	0,3	9,3	7,6	9,5
2010	-12,2	-10,0	-6,2	0,13	0,50	1,00	2,5	1,7	1,9	1,6	3,3	1,6	9,6	7,9	10,0
2011	-10,7	-7,9	-4,1	0,04	0,50	1,00	1,8	1,1	1,6	3,1	4,5	2,7	8,9	8,1	10,1
2012	-9,3	-6,2	-3,7	0,09	0,50	0,75	2,8	0,1	-0,6	2,1	2,8	2,5	8,1	7,9	11,3
2013	-6,5	-6,9	-2,9	0,07	0,50	0,25	1,7	1,4	-0,4	1,5	2,6	1,4	7,5	7,8	12,0

Источники: OECD Economic Outlook 94 Database, Annex Table 27 (General government financial balances), Annex Table 1 (Real GDP), Annex Table 18 (Consumer price indices), Annex Table 13 (Unemployment rates: commonly used definitions), <http://www.oecd.org/eco/outlook/economicoutlookannexables.htm>; "Selected Interest Rates (Daily)," Federal Reserve Statistics Release H.15, <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>; Key ECB Interest Rates, European Central Bank <http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>; Monetary Policy Committee Decisions, Bank of England, <http://www.bankofengland.co.uk/monetarypolicy/Pages/decisions.aspx>.

А. Показатели отличаются от табл. 31, поскольку данные в таблице отражают дефицит бюджетов всех уровней (штатов и федерального), в то время как в табл. 31 приведен дефицит только федерального бюджета.

В. Приведено фактическое, а не целевое значение базовой процентной ставки.

Общие примечания. Показатели по США, приведенные в таблице, могут отличаться от показателей в табл. 31, поскольку большинство данных взяты из разных источников (ОЭСР) для простоты сравнения с аналогичными показателями Великобритании и еврозоны. Кроме того, данные, приведенные в соответствии со статистикой ОЭСР, включают частные оценки на 2013 г.

Нет никакой гарантии, что эти тенденции будут сохраняться в последующие годы. Например, американская экономика вполне может вступить в полосу нестабильного развития, в то время как экономики Великобритании и еврозоны по темпам роста вырвутся вперед. Критики экспансионистской политики заявляют, что американская экономика попала в очень опасную зависимость от кредитно-денежного и налогового стимулирования, а ультранизкие процентные ставки привели к возникновению «мыльного пузыря» на фондовом рынке и что инфляция на потребительском рынке скоро поднимет свою уродливую голову в США. Как бы там ни было, очень похоже, что специалисты по истории экономики долго еще будут оглядываться на период после 2007 г., считая его колоссальным экспериментом в естественных условиях, проведенным с целью оценить эффективность альтернативных подходов к предотвращению финансового кризиса. Существуют определенные основания утверждать, что более активная политика купирования финансового кризиса доказала свою куда более высокую эффективность по сравнению с консервативной политикой начала 1930-х гг., в частности и в США. Более активная позиция США (в вопросах как налоговой, так и кредитно-денежной политики) дала им преимущество перед Европой в последние годы. Но, конечно, окончательные выводы делать еще рано.

Финансовый кризис 2007–2009 гг. оставил нам для рассмотрения множество вопросов относительно того, какая макроэкономическая политика наиболее эффективна, и одновременно относительно того, каковы вообще пределы возможностей макроэкономической политики и самой по себе макроэкономики. Независимо от эффективности или неэффективности радикальные и нестандартные меры,

проведенные ФРС во время и после кризиса, — начиная от прямого вливания бюджетных средств и заканчивая количественным смягчением — уже вызвали все более активное обсуждение сути банковской независимости, пределов действенности технократических решений и необходимой подотчетности правительства демократической общественности. В речи, произнесенной в 2013 г. и посвященной проблемам независимости центрального банка, бывший вице-президент Совета управляющих ФРС Дональд Кон отметил: «Мы проходим через уникальный период экономических циклов и становления централизованной банковской системы. Слишком спокойный и полный уверенности в будущем период Великого успокоения был прерван наиболее разрушительным кризисом за последние восемьдесят лет. ФРС — настоящий центральный банк всего промышленного мира — предпринял экстраординарные меры, чтобы предотвратить повторение таких же последствий кризиса, как в 1930-х гг. И в настоящее время он продолжает проводить политику, еще совсем недавно немыслимую.

Вполне понятно, естественно и нормально, что подобные обстоятельства резко повысили внимание к деятельности центральных банков и поставили вопросы об их функциях, управляемости, подотчетности... Риски и угрозы для их независимости существенно возросли»\*.

Беспрецедентные меры реагирования ФРС на финансовый кризис, иными словами, заставят нас искать новые подходы не только к экономическим результатам

---

\* Donald Kohn, "Federal Reserve Independence in the Aftermath of the Financial Crisis: Should We Be Worried?," Brookings, January 14, 2014 (based on a speech, January 13, 2013), <http://www.brookings.edu/~media/research/files/papers/2014/01/16-federal-reserve-independence-financial-crisis-kohn/16-federal-reserve-independence-financial-crisis-kohn.pdf>.

кредитно-денежной политики, но и к чисто политическим проблемам — возможно, даже *политическим* ограничениям — кредитно-денежной политики.

В итоге кризис напоминает нам, что авторам макроэкономических прогнозов следует быть скромнее. Как я писал в заключительных строках первого издания этой книги, тот факт, что кризис разразился совершенно неожиданно и спровоцировал в среде экспертов столь ожесточенные дебаты, как лучше всего с ним бороться, доказывает, что *макроэкономическая наука очень неточна*. Хотя макроэкономисты могут многому научить нас, но хрустального шара у них нет. Мы должны проявлять осторожность и не позволить увлечь себя строгой логикой упрощенных моделей; ведь в реальном мире по-прежнему очень много хаоса. Хорошее знание основ макроэкономики поможет системно и более эффективно разбираться в экономических проблемах, но не поможет исключить из экономической жизни неопределенность или бесчисленные мини-кризисы и потрясения. Я надеюсь, что читатели сумеют осознать как могущество, так и пределы возможностей макроэкономического мышления — особенно сейчас, когда еще свежи воспоминания о финансовом кризисе 2007–2009 гг.

# Заключение

## Подведение итогов

Мы, несомненно, проделали большую работу. Чтобы упорядочить изученный материал, имеет смысл еще раз вернуться к трем базовым категориям макроэкономики, рассмотренным в главе 1: объему производства, деньгам и ожиданиям. Они, а также некоторые ключевые взаимосвязи между ними представлены на рис. 3.1 в графическом виде.

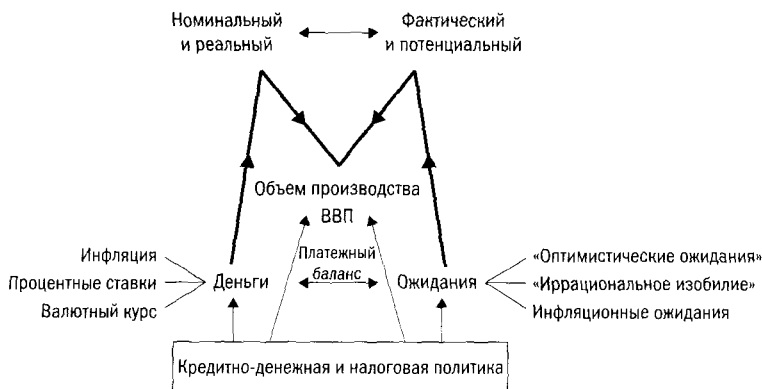


Рис. 3.1. Основные категории макроэкономики

## Объем производства

Объем производства, ключевое понятие макроэкономики, представляет собой всю совокупность произведенных товаров. Объем производства страны (или, точнее, объем производства на душу населения) определяет уровень ее благосостояния. Наиболее типичный показатель национального объема производства — валовый внутренний продукт, или ВВП. Номинальный ВВП отражает общую валовую стоимость — по текущим рыночным ценам — всех конечных продуктов, произведенных в стране в течение данного года. Хотя страна может в течение какого-то времени потреблять больше, чем она производит, но ей необходимо импортировать больше товаров, чем она экспортирует, а также производить заимствования за рубежом, чтобы покрыть разницу между потреблением и производством. Все международные транзакции учитываются в платежном балансе страны.

## Деньги

Деньги играют ключевую роль в обеспечении обмена товаров в экономике. Они также влияют на целый ряд других важных экономических показателей, включая процентные ставки, валютный курс и совокупный уровень цен (инфляцию). В целом считается, что рост денежного предложения способствует снижению процентных ставок, падению курса валюты и повышению совокупного уровня цен.

Когда уровень цен растет, то номинальные экономические показатели растут, хотя их реальные значения остаются на прежнем уровне. Номинальные показатели (такие, как номинальный ВВП или номинальная заработная плата)



измеряются в *текущих рыночных* ценах, в то время как реальные показатели (такие, как реальный ВВП или реальная заработная плата) измеряются в *постоянных* ценах, а значит, отражают реальное количество товаров с учетом корректировок на уровень инфляции. Например, рост *реального* ВВП на 5% означает, что объем производства — то есть показатель, наиболее важный в глазах экономистов, — увеличился на 5% независимо от темпов инфляции. Хотя инфляция сама по себе зависит от множества разнообразных факторов, но самый важный из них, безусловно, денежная масса.

По сути, именно потому, что деньги играют такую важную роль в экономике, правительства во всем мире считаются непосредственно ответственными за контроль объема денежного предложения, и обычно они делегируют ответственность независимым центральным банкам. Хотя последние не в силах полностью контролировать денежное предложение (значительная его часть создается частными коммерческими банками путем открытия текущих счетов), но их влияние на этот параметр очень велико — например, через определение объема необходимой денежной эмиссии. Центральные банки влияют на денежное предложение посредством таких основных инструментов, как учетная ставка, норма обязательного резервирования и операции с ценными бумагами на открытом рынке. В США почти вся кредитно-денежная политика осуществляется за счет операций на открытом рынке. Они включают покупку и продажу государственных казначейских облигаций на вторичном рынке. Проводя операции с ценными бумагами на открытом рынке (соответственно увеличивающие или сокращающие объем денежного предложения), центральный банк может эффективно влиять на процентную ставку по краткосрочным кредитам. Она долгое время считалась

основным инструментом современной кредитно-денежной политики. В годы после финансового кризиса 2007–2009 гг. ФРС стремилась влиять также и на долгосрочную процентную ставку, закупаая ряд долгосрочных финансовых инструментов (например, ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами) и проводя политику, известную под названием «количественного смягчения». Эта нетрадиционная политика по-прежнему остается весьма дискуссионной, и даже специалисты по денежно-кредитной политике не могут прийти к согласию по вопросу, была она успешной или провальной.

Реализуя свою кредитно-денежную политику, центральные банки обычно преследуют одновременно несколько целей. Они стремятся поддержать максимально возможные темпы устойчивого экономического роста; они надеются удержать безработицу на минимально возможном уровне; они рассчитывают поддерживать стабильный валютный курс; они хотят сохранять обоснованный уровень процентных ставок (то есть такой, чтобы не препятствовать инвестициям), а также низкий уровень инфляции. Хотя в идеале центральный банк хотел бы достичь всех целей одновременно, но сейчас достигнут общий консенсус по вопросу, что первостепенная цель — стабилизация общего уровня цен. Для ее достижения существует несколько стратегий, и одна из них — это инфляционное таргетирование, требующее от центрального банка подъема процентных ставок (путем постепенного сокращения денежного предложения), если темпы инфляции превышают заданный уровень, например 2%, или их снижения (путем наращивания денежного предложения), если инфляция снижается ниже заданного уровня.

Хотя, с точки зрения большинства специалистов по кредитно-денежной политике, инфляционное таргетирование

остается предпочтительной стратегией, финансовый кризис 2007–2009 гг. напомнил им, что не меньшего внимания требует и поддержание финансовой стабильности. Действительно, когда обе цели — стабильность уровня цен и финансовая стабильность — во время кризиса быстро вошли в противоречие друг с другом, то ФРС со всей очевидностью заявила, что финансовая стабильность имеет приоритет. В дополнение ко всему прочему медленный рост рабочих мест в послекризисный период заставил ФРС в конце 2012 г. включить в список своих приоритетов поддержание безработицы на низком уровне (в частности, было установлено, что верхний предел уровня безработицы составляет 6,5%). Важно отметить, что ФРС также заявила, что достижение цели возможно только при условии сохранения инфляции на уровне не выше 2%.

## Ожидания

Наконец, во всех аспектах макроэкономики большую роль играют ожидания, причем эта роль может быть как положительной, так и отрицательной. Как мы уже убедились, ожидания в буквальном смысле могут править реальностью, особенно в краткосрочной перспективе. Если население и бизнес ожидают ускорения темпов инфляции, они могут подтолкнуть ее, превентивно требуя повышения заработной платы и повышая цены. Если валютные трейдеры массово продают доллары, ожидая падения их курса, то такое поведение в большинстве случаев приведет к немедленной реализации их ожиданий. То же самое справедливо и для процентных ставок. Если брокеры ожидают, что процентная ставка будет расти, то будут невольно способствовать

ее действительному повышению в долгосрочном аспекте, продавая облигации в надежде уменьшить свои потери.

Негативные ожидания могут оказаться особенно эффективными, если охватывают экономику в целом. Если менеджеры как социальная группа внезапно проникаются пессимизмом по поводу спроса на продукты их компаний в будущем, то их мрачные прогнозы могут стать самоисполняющимися. Возможно, они решат подготовиться к грядущим тяжелым временам, закрывая инвестиционные проекты и увольняя сотрудников, что само по себе приводит к сокращению спроса. С этой точки зрения, мультипликатор доходов Кейнса может сработать в обратную сторону, поскольку, столкнувшись с падением спроса, потребители и менеджеры еще более сокращают свое потребление и инвестиции, создавая для экономики потенциальную возможность сорваться в катастрофическую нисходящую спираль. Если это случается, то *реальный* ВВП снижается даже ниже уровня *потенциального* ВВП, поскольку многие производственные ресурсы (включая трудовые ресурсы и основные средства) изымаются из производственного процесса. Реальный ВВП падает, безработица растет, а цены снижаются. (И наоборот, если люди испытывают чрезмерный оптимизм касательно своего экономического будущего, то ожидания могут разогнать спрос далеко за пределы реальных производственных возможностей, экономика перегреется, и темпы инфляции резко ускорятся — и все из-за иррационально завышенных ожиданий\*.)

---

\* Председателю Совета управляющих ФРС Алану Гринспену часто приписывают авторство термина «иррациональное изобилие», впервые появившегося в его речи под названием «Проблемы центрального банка в демократическом обществе», произнесенной в Американском институте предпринимательства 5 декабря 1996 г., Вашингтон. См. также: Robert Shiller, *Irrational Exuberance* (Princeton, NJ: Princeton University Press, 2000).

## **Ключевые понятия, разнообразные применения: от владельцев молочных ферм до наций-должников**

Безусловно, читатели заметили, что многие примеры в книге — как, например, в главе 2, когда фермер Билл одалживает 10 коров фермеру Тому, — искусственно сконструированы. Но поскольку они отражают реальные глубинные проблемы и вопросы экономики, то могут все равно оказаться полезными читателям, поскольку тем более важно разобраться в экономических явлениях реального мира.

В нашем примере с молочной фермой Билл одолжил Тому 10 коров в начале года, а Том обещал вернуть долг деньгами и вдобавок выплатить 10% годовых. Поскольку первоначально цена коров составляла 1000 долл. за каждую, Том согласился выплатить в конце года 11 000 долл. (то есть первоначальную стоимость 10 коров плюс стоимость еще одной в качестве процентов). Проблема возникла, когда стоимость коров возросла на 10%; это означало, что Билл теперь на возвращенную сумму мог купить только 10, а не 11 коров. Хотя пример был полезен для иллюстрации различий между реальной и номинальной процентной ставкой, но читатели могли, пожалуй, счесть его совершенно нереальным. В конце концов, разве займы выдаются и возвращаются не в денежной форме? Когда вам в последний раз доводилось слышать о займе, выданном товарами, а вернувшемся в долларах?

Но, как оказалось, пример вовсе не такой нереалистичный, каким может показаться. По сути дела, дефицит торгового баланса США спровоцирован именно таким видом займа. Например, рассмотрим дефицит торгового баланса США в отношениях с Китаем. Каждый год Китай экспортирует в США больше продуктов (скажем, электроники и одежды), чем ввозит обратно. Разница, в натуральном виде

состоящая из реальных продуктов (реального объема производства), по сути дела, одалживается США. В обмен Китай получает финансовые активы США и обещает в будущем оплатить их в долларах. Как и первоначальный владелец молочной фермы из нашего примера, Китай одалживает реальный объем производства в обмен на обещание вернуть соответствующую сумму в долларах. В идеальном случае, поскольку полученные Китаем финансовые активы генерируют хотя бы какие-то проценты и дивиденды (опять-таки в долларах), то возвращенные доллары в будущем предоставят Китаю контроль за еще большим объемом производства в будущем. Точно так же владелец молочной фермы из нашего примера собирался купить на возвращенные деньги 11 коров — на одну больше, чем он одалживал. Однако у Китая могут появиться проблемы, если в период между получением и возвратом займа цены в США могут возрасти (то есть в США наберет темпы инфляция). Тогда в конечном счете Китай будет контролировать даже меньше товаров, чем ожидал (иными словами, после того как цены на коров повысятся, владелец молочной фермы весьма удивился, что может теперь купить только 10, а не 11 коров на возвращенную сумму займа и процентов)\*. Конечно, риски ценовой инфляции испытывают не одни только владельцы молочных ферм. Они очень важны для должников и работодателей, включая ситуации, когда в роли должников выступают государства в разных уголках мира.

Это всего лишь один пример, но можно привести бесчисленное множество других, весьма похожих. Если относиться к принципам макроэкономики внимательно, то они помогут глубже разобраться в экономических и предпринимательских проблемах, как национальных, так и глобальных.

---

\* Аналогично девальвация американского доллара по отношению к юаню оставит под контролем китайских инвесторов меньший объем китайских товаров, чем те думали первоначально, в момент предоставления займа.

В определенном смысле одна из основных задач макроэкономической политики состоит в управлении ожиданиями. Во времена Великой депрессии, когда реальный ВВП резко упал, а безработица приняла угрожающие масштабы, английский экономист Джон Мейнард Кейнс рекомендовал резко увеличить расходы государственного бюджета (экспансионистская налоговая политика), чтобы переломить неблагоприятные тенденции. С его точки зрения, большой дефицит государственного бюджета создает новый спрос на товары, а это, в свою очередь, заставит население изменить свои ожидания на более позитивные. По мере того как обычные граждане и менеджеры проникаются уверенностью в будущем, они увеличивают собственные расходы и тем самым заставляют экономику двигаться по виртуальной восходящей спирали, постепенно возвращаясь к жизни. (Вообще говоря, политики из правительства могли бы охлаждать чрезмерно «перегретые» ожидания на этапе бума, сводя государственный бюджет с профицитом, а значит, сокращая спрос. Однако на практике стратегическое манипулирование бюджетным профицитом встречается весьма редко.)

Ожидания занимают центральное место не только в налоговой, но и в кредитно-финансовой политике. Демонстрируя неуклонную решимость побороть инфляцию, как только ее темпы поднимаются выше заданного значения, центральные банки могут бороться с *инфляционными ожиданиями*, уменьшая тем самым вероятность того, что в будущем придется применить свое антиинфляционное оружие на практике. Естественно, то же можно сказать и о контроле дефляции. Если чиновники центрального банка максимально твердо заявят, что готовы эффективно реагировать даже на небольшое падение общего уровня цен, то вряд ли у населения

сформируются дефляционные ожидания, а значит, вряд ли в экономике начнутся дефляционные процессы.

## Что может и чего не может макрэкономика

Не подлежит сомнению тот факт, что макроэкономисты могли бы многое рассказать об окружающем нас мире. В то же время очень важно помнить, что макроэкономика — не точная наука. Слишком свято уверовать в то, что кто-то лучше всех понимает, как работают макроэкономические механизмы, не менее опасно, чем проникнуться избыточной уверенностью в чьих-то персональных экономических перспективах или экономических перспективах государства в целом. Экономические взаимозависимости, безупречные с теоретической точки зрения, далеко не всегда столь же безупречно работают на практике. Приведем лишь два примера: процентные ставки не всегда падают в случае сокращения объема денежного предложения; стагнирующая экономика не всегда демонстрирует тенденцию к росту при росте государственных расходов и увеличении дефицита государственного бюджета.

Но если так, то зачем вообще изучать макроэкономическую теорию? Если сформулировать коротко, то ответ будет примерно следующим: макроэкономическая теория дает нам критерий для сравнения и оценки того, что происходит в действительности, а в более широком смысле — ключ к пониманию экономических событий. Когда общепризнанные экономические взаимосвязи на практике не действуют (скажем, процентные ставки растут, невзирая на рост денежной массы в обращении), то знание основ макроэкономики поможет



поставить правильные вопросы, а возможно, определить, какой именно фактор или факторы вызывают такое отклонение от правил.

К сожалению, некоторые изучающие макроэкономику студенты так свято уверены в справедливости утверждений, почерпнутых из учебников, что отказываются признавать существование отклонений от них в реальной жизни. Ведь куда проще считать, что изложенные в учебниках правила святы и нерушимы. Такого рода самоуверенность (или узость мышления) становится настоящим несчастьем для общества, когда распространяется и на сферу принятия политиками макроэкономических решений. Политик, уверенный, что он точно знает, как экономика отреагирует на те или иные стимулы, действительно очень опасен для своей же страны.

Но есть и хорошая новость: если подойти к принципам макроэкономики рационально — что включает анализ взаимосвязей между объемом производства, деньгами и ожиданиями, — то они окажутся весьма полезными. Конечно, фигурально выражаясь, в небольшой книге мы сумели только поскрести по поверхности макроэкономических знаний. Но если вы проявите любознательность, то заметите, что базовые принципы и взаимосвязи, проанализированные в книге, проливают свет на удивительно широкий круг экономических явлений. Многие из них формируют деловую среду и — более конкретно — влияют на риски и преимущества решений, ежедневно принимаемых каждым из нас, включая и управленцев.

# Термины

**Амортизация (depreciation)** — утрата части стоимости фиксированного капитала (основных средств) в результате износа, повреждения или разрушения, устаревания. Термин «амортизация» используется также применительно к национальной валюте или другим финансовым активам для обозначения утраты части их стоимости в результате изменения рыночных условий,

**Баланс товаров (balance on goods and services)** — общая сумма экспортированных товаров минус общая сумма импортированных товаров, где термин «товар» означает материальные продукты, предназначенные для продажи, а термин «услуги» — нематериальные продукты (такие, как транспортные услуги, инвестиционный банкинг или консалтинговые услуги).

**Валовый внутренний продукт (gross domestic product GDP)** — наиболее широко используемый показатель общего объема производства страны; часто определяется как рыночная стоимость всех конечных товаров, произведенных внутри страны в течение года. См. также *валовый национальный продукт (gross national product), амортизация (depreciation)*.

**Валовый национальный продукт (gross national product GNP)** — рыночная стоимость всех конечных товаров, произведенных резидентами данной страны в течение года независимо от того, где они произведены (то есть внутри

страны или за рубежом). С технической точки зрения ВВП включает чистые поступления доходов из-за рубежа (иногда называемые чистыми международными факторными доходами), в то время как ВВП не включает их. См. также *валовый внутренний продукт* (gross domestic product).

**Валюта (currency)** — наиболее ликвидная форма денег. Включает бумажные деньги и монеты, выпускаемые правительством. Если валюта находится вне банковского хранилища, то говорят, что она находится в «обращении». Термин «валюта» используется также для обозначения национальной денежной единицы, например американского доллара или мексиканского песо.

**Валютный курс (exchange rate)** — цена денежной единицы одной страны, выраженная в денежных единицах другой страны (например, количество японских иен, необходимое для покупки одного доллара США).

**Великая депрессия (Great Depression)** — длительный период экономического спада и стагнации, охвативший многие страны в 1930-х гг.

**«Горячие деньги» (hot money)** — см. *портфельные инвестиции* (portfolio investment).

**Государственные расходы (government expenditure)** — составляющая ВВП. В нее входят все государственные расходы на товары на всех уровнях власти (штата, федеральном, местном), но не включаются трансфертные платежи (такие, как пособия и выплаты по социальному страхованию). Определение может включать или не включать государственные расходы на капитальные инвестиции в зависимости от того, как конкретная страна классифицирует государственные инвестиции (как государственные расходы или как инвестиции). См. также *инвестиции* (investment).

**Денежная база (monetary base)** — общая сумма обязательств центрального банка; включает всю выиущенную в обращение валюту и депозиты коммерческих банков в центральном банке (известные как резервы).

**Денежная иллюзия (money illusion)** — феномен смешения номинальных и реальных показателей — то есть ошибочное восприятие изменений в номинальной заработной плате без соответствующей корректировки на изменение совокупного уровня цен (инфляции или дефляции) как точное отражение изменений в их реальной покупательной способности.

**Денежное предложение (или денежная масса в обращении) (money supply or money stock)** — количество денег в обращении в каждый отдельный момент. Экономисты выделяют ряд так называемых денежных агрегатов — M1, M2, M3 и так далее, соответствующих все расширяющемуся списку форм денег. Например, если M1 включает валюту в обращении и депозиты до востребования, то M2 включает валюту в обращении, депозиты до востребования, срочные депозиты (или сберегательные счета).

**Денежный мультипликатор (money multiplier)** — отношение общего денежного предложения к денежной базе. Если денежный мультипликатор равен двум и центральный банк увеличивает денежную базу (то есть свои обязательства) на 100 долл., то можно ожидать увеличения общего денежного предложения на 200 долл. См. также *денежное предложение (money supply)*, *денежная база (monetary base)*.

**Деньги (money)** — средство обмена, широко принимающееся в оплату за товары, а также для финансовых транзакций; высоколиквидная форма богатства, готовое средство платежа или конвертируемое в таковое.

**Депрессия (depression)** — продолжительный период экономической стагнации или сокращения масштабов экономики. Как правило, для этого периода характерен очень низкий или отрицательный прирост реального ВВП, высокий уровень безработицы и низкий коэффициент использования производственных мощностей. См. также *рецессия* (recession).

**Дефицитное финансирование (deficit spending)** — покрытие государственных расходов за счет заемных средств, а не налоговых поступлений.

**Дефлятор цен, или индекс цен (price deflator or price index)** — показатель уровня цен. Дефлятор цен ВВП ( $P$ ) равен отношению номинального ВВП к реальному ВВП. См. также *уровень цен* (price level).

**Добавленная стоимость (value added)** — стоимость объема реализованной продукции в продажных ценах за вычетом стоимости материальных и приравненных к ним ресурсов, использованных для его производства.

**Доход (income)** — выплаты на факторы труда и капитала в соответствии с вкладом в общий объем производства, выступающие в форме заработной платы, прибыли, процентов, ренты и роялти.

**Естественный уровень безработицы (natural rate of unemployment)** — также известен под названием уровня безработицы при стабильных темпах инфляции: если уровень безработицы падает ниже этого значения, то можно ожидать роста темпов инфляции.

**Заемствования из-за рубежа (foreign borrowing)** — приток капитала из-за рубежа. Этот приток (или заимствования) может осуществляться в разных формах, включая депозиты иностранных резидентов в национальных банках,

приобретение ими внутренних ценных бумаг (в том числе акций и облигаций), прямые иностранные инвестиции (включая приобретение внутренних компаний зарубежными инвесторами) и т. п. Страна имеет чистые зарубежные заимствования, когда ее счет текущих операций сводится с дефицитом, что в широком смысле слова свидетельствует, что ее расходы превышают объем производства.

**Использование производственных мощностей (capacity utilization)** — характеризует степень использования основного капитала (средств производства) страны, отрасли или фирмы в производстве национального продукта. Коэффициент использования мощности — отношение реального объема производства к производственной мощности, где производственная мощность определена как максимально возможный объем производства с учетом имеющегося оборудования, зданий и сооружений, а также потенциально возможного фонда рабочего времени.

**Конечные товары (final goods and services)** — объем производства, предполагаемый к потреблению в текущем году, не предназначенный для перепродажи.

**Метод расходов (expenditure method)** — метод расчета ВВП, основанный на подсчете расходов на конечные товары. В соответствии с этим методом ВВП страны равен сумме потребительских расходов, инвестиционных расходов, государственных расходов и чистого экспорта (разница между экспортом и импортом).

**«Мыльный пузырь», или спекулятивная лихорадка (bubble or speculative mania)** — резкий рост цен на активы, не оправдываемый общим состоянием экономики; неустойчивый рост цен на активы. Затем может последовать не менее резкое и внезапное падение (то есть обрушение).

**Налоговая политика (fiscal policy)** — воздействие на макроэкономические показатели страны (темпы роста ВВП, уровень безработицы, темп инфляции) через систему налогообложения или государственных расходов.

**Заработная плата на единицу продукта (unit labor costs, UIC)** — компенсация работникам в расчете на единицу произведенного продукта. Зарплата на единицу продукта растет, когда расходы на оплату труда растут быстрее, чем его производительность, и падает, если расходы на оплату труда растут медленнее, чем производительность труда.

**Золотой стандарт (gold standard)** — разновидность фиксированного валютного курса. Курс валюты устанавливается официально (или фиксируется) в золоте. Например, в 1946–1971 гг. правительство США установило курс на уровне 35 долл. за унцию золота (хотя только зарубежные центральные банки — не физические лица или фирмы — имели право обменивать доллары на золото по курсу). См. также *фиксированный валютный курс (fixed exchange rate)*.

**Импорт (imports)** — внутренние закупки произведенных за рубежом товаров.

**Инвестиции (investment)** — составляющая ВВП, включающая все расходы, производимые для увеличения будущего объема производства конечных продуктов. Инвестиционные расходы обычно включают закупки коммерческими организациями капитальных продуктов, в том числе оборудования, программного обеспечения, запасов, а также стоимость новой жилой недвижимости, принадлежащей владельцам. Многие страны включают сюда же государственные инвестиции, такие как расходы на новые дороги и мосты, но другие страны (США, например) этого не делают.

**Инфляционное таргетирование (inflation targeting)** — кредитно-денежная стратегия; центральный банк стремится поддерживать темп инфляции на заданном уровне (например, 2%), обычно повышая или снижая процентную ставку по краткосрочным кредитам по мере необходимости.

**Инфляционные ожидания (inflationary expectations)** — предположения (прогнозы) о будущей динамике совокупного уровня цен (то есть темпа инфляции).

**Инфляция (inflation)** — рост среднего совокупного уровня цен в экономике в целом. Иногда термин используется в качестве синонима для «инфляции потребительских цен», обозначающей рост среднего совокупного уровня потребительских цен (что выражается, например, в росте стоимости репрезентативной потребительской корзины).

**Количественное смягчение (quantitative easing)** — нетрадиционные меры кредитно-денежной политики, включающие долговременные операции по закупке финансовых активов центральным банком на открытом рынке даже после того, как процентная ставка по краткосрочным кредитам была эффективно снижена почти до нуля. Традиционная кредитно-денежная политика обычно предполагает использование операций на открытом рынке для того, чтобы установить уровень процентной ставки по краткосрочным кредитам (носящей в США название процентной ставки по централизованным федеральным фондам). На финансовый кризис 2007–2009 гг. ФРС отреагировала снижением ставки по централизованным кредитным средствам ФРС почти до нуля к концу 2008 г., хотя при этом продолжала широкомасштабные приобретения финансовых активов (включая разнообразные долгосрочные инструменты — от ценных бумаг, обеспеченных ипотечными кредитами,



до корпоративных долгов и государственных облигаций). Эта политика получила название «количественное смягчение». Многие наблюдатели заявляли, что ФРС проводила ее с целью снизить процентные ставки по долгосрочным кредитам. Термин «количественное смягчение» впервые был использован для описания нетрадиционных кредитно-финансовых мероприятий, проводившихся Банком Японии начиная с 2001 г.

**Контроль над заработной платой и ценами (wage and price controls)** — законодательные ограничения допустимого повышения или понижения заработной платы, цен или обоих показателей одновременно в экономике.

**Кредитно-денежная политика (monetary policy)** — усилия центрального банка по воздействию на экономическую деятельность (например, с целью поддержания заданного значения темпов инфляции) путем манипулирования денежным предложением и краткосрочными процентными ставками.

**Кредитор последней надежды (lender of last resort)** — учреждение, зачастую государственное, как, например, центральный банк, обладающее возможностями и готовое предоставлять займы финансовым учреждениям (в частности, банкам) в период кризиса ликвидности, когда прочие потенциальные кредиторы в коммерческом секторе либо не хотят, либо не могут этого делать.

**Кривая Лаффера (Laffer curve)** — графическое представление взаимосвязи между налоговыми ставками и налоговыми поступлениями (изначально предложено экономистом Артуром Лаффером), где налоговые поступления равны нулю при налоговых ставках 0 и 100%. Часто используется для иллюстрации той идеи, что налоговые поступления

должны расти, если налоговые ставки снижаются с достаточно высокого уровня.

**Кривая Филлипса (Phillips curve)** — наглядное графическое представление взаимосвязи между уровнем безработицы и темпом инфляции, основанное на теоретической идее, впервые сформулированной экономистом У. Филлипсом.

**Ловушка ликвидности (liquidity trap)** — сценарий, описанный английским экономистом Джоном Мейнардом Кейнсом: кредитно-денежная политика может оказаться неэффективной, особенно в условиях финансового кризиса. Если при и без того низких процентных ставках центральный банк считает невозможным их дальнейшее снижение путем проведения операций с ценными бумагами на открытом рынке (то есть закупки государственных облигаций в обмен на вновь выпущенные деньги), то кредитно-денежная политика больше не будет эффективным инструментом стимулирования дополнительного потребления и инвестиций. По мнению некоторых экономистов, вливать дополнительную денежную массу в экономику после достижения этой точки — все равно что «толкать веревку».

**Мультипликатор доходов (income multiplier)** — коэффициент ожидаемого прироста ВВП к приросту расходов, понесенных для его получения. Например, если возрастание государственного дефицитного финансирования на 100 долл. приводит к росту ВВП на 200 долл., то мультипликатор доходов будет равен  $200 \text{ долл.} / 100 \text{ долл.} = 2$ .

**Негибкость заработной платы (sticky wages)** — говорят, что заработная плата отличается негибкостью, если она не изменяется немедленно вслед за изменением рыночных условий, приводя в соответствие спрос и предложение. Говорят, что заработная плата негибкая в сторону снижения,

если она растет быстрее, чем падает, даже если рыночные условия оказывают на нее обратное воздействие. См. также *негибкость цен* (price rigidity).

**Негибкость цен (price rigidity)** — говорят, что цены отличаются негибкостью (или жесткостью), если они не могут сразу же адаптироваться и сбалансировать спрос и предложение в условиях изменения ситуации на рынке.

**Номинальный (nominal)** — показатель, выраженный в текущих рыночных ценах и поэтому неоткорректированный на уровень инфляции, например номинальный ВВП, номинальная заработная плата, номинальная процентная ставка, номинальный валютный курс и т. п. См. также *реальный* (real).

**Норма обязательного резервирования (reserve requirement)** — процент от общей суммы депозитов, который банк обязан в соответствии с законодательством резервировать (и потому не выдавать в качестве кредитов). Резервы обычно сберегаются на депозитах в центральном банке.

**Общая продуктивность всех факторов производства (total factor productivity)** — показатель эффективности использования факторов труда и капитала в производстве национального продукта. Рост объема производства, не связанный с дополнительным привлечением труда или капитала, по определению приписывается росту совокупной производительности факторов.

**Объем производства (output)** — товары, производимые в национальной экономике.

**Операции на открытом рынке (open market operations)** — покупка или продажа центральным банком ценных бумаг на открытом рынке с целью увеличения или сокращения денежной базы (и тем самым снижения или повышения процентной ставки по краткосрочным кредитам).

**Официальные резервы (official reserves)** — статья счета финансовых операций в платежном балансе, отражающая рост или сокращение государственного запаса иностранных валют и монетарного золота.

**Ошибки и пропуски (errors and omissions)** — балансирующая статья, отражающая статистические погрешности и пробелы при сборе данных для составления платежного баланса.

**Паритет покупательной способности (purchasing power parity, PPP)** — модель валютного курса на основе паритета покупательной способности (ППП) создана на основе закона единой цены. Последний гласит, что единица валюты должна иметь одинаковую покупательную способность в любой стране, если не учитывать в стоимости товаров налоги и транспортные издержки. Если между двумя странами существует паритет покупательной способности валют и в стране А темпы инфляции выше, чем в стране Б, то на основе модели ППП можно прогнозировать девальвацию валюты страны А по отношению к валюте страны Б до тех пор, пока не восстановится паритет. Однако один из недостатков модели ППП — то, что закон единой цены не распространяется на товары, не продающиеся на международных рынках. Чтобы решить эту проблему, экономисты разработали индексы ППП, оценивающие покупательную способность распространенных валют — чаще всего доллара — с учетом корзины товаров, как торгуемых (автомобили), так и не торгуемых (услуги парикмахерских) на международных рынках. Если валюта страны Х имеет индекс ППП, равный 1,5 по отношению к американскому доллару, то на сумму валюты страны Х, эквивалентную 1 долл. по рыночному обменному курсу, на местном рынке можно купить такое же количество

товаров, какое в США можно купить на 1,5 долл. В результате корректировка ВВП на душу населения на основании валютного курса позволит провести более адекватное сравнение жизненных стандартов в разных странах.

**Перегретая (экономика) (overheating)** — быстрый и неустойчивый рост ВВП: при нем ВВП может превышать потенциальный; обычно ассоциируется с ростом инфляции.

**Плавающий валютный курс (floating exchange rate or flexible exchange rate)** — валютный курс, свободно колеблющийся (вверх и вниз) в зависимости от соотношения спроса и предложения на глобальном рынке. При полностью плавающем валютном курсе правительство никогда не использует свои валютные резервы для стабилизации (или, иными словами, корректировки) валютного курса. См. также *фиксированный валютный курс (fixed exchange rate)*.

**«Ползущая привязка» (crawling peg)** — см. *фиксированный валютный курс (pegged exchange rate)*.

**Портфельные инвестиции, или портфельные потоки (portfolio investment or portfolio flows)** — приобретение акций, облигаций и прочих финансовых инструментов зарубежных компаний, но в недостаточном количестве для вмешательства в управление компанией. Портфельные инвестиции иногда называют «горячими деньгами», поскольку портфельные инвесторы могут быстро ликвидировать свои инвестиции и выйти из страны.

**Потенциальный объем производства (potential output)** — объем производства, обеспечиваемый экономикой с учетом существующего уровня технологии и при условии, что все ее ресурсы (труд и капитал) задействованы в производстве с обоснованным коэффициентом использования. Если фактический объем производства намного ниже потенциального,

говорят, что экономика в рецессии; если фактический объем производства меньше потенциального, говорят, что экономика перегрета.

**Потребление (consumption)** — составляющая часть ВВП, включающая все расходы домохозяйств на новые товары для текущего потребления.

**Продуктивность (productivity)** — объем производства на единицу затрат. Термин часто употребляется как сокращенное обозначение для «производительность труда». Рассчитывается как объем производства на одного работника или на единицу рабочего времени. См. также *общая продуктивность факторов производства (total factor productivity)*.

**Продуктивность труда (labor productivity)** — см. *продуктивность (productivity)*.

**Прямые иностранные инвестиции (foreign direct investment FDI)** — покупка достаточно большой (обычно более 10%) доли собственности в зарубежной компании с целью обеспечения иностранному инвестору участия в управлении компанией. Когда в 1998 г. Daimler-Benz купила компанию Chrysler, операция представляла собой прямые иностранные инвестиции Германии в США. См. также *портфельные инвестиции (portfolio investment)*.

**Рациональные ожидания (rational expectations)** — ожидания (или прогнозы), основанные на всей имеющейся информации, благодаря чему они свободны от систематических погрешностей.

**Реальный (real)** — показатель, рассчитываемый на основе постоянных цен, а значит, откорректированный на темп инфляции (то есть реальный ВВП, реальная заработная плата, реальная процентная ставка, реальный валютный курс). См. также *номинальный (nominal)*.

**Реальный валютный курс (real exchange rate)** — показатель, полученный в результате корректировки номинального курса валюты одной страны в валюте другой страны на разницу в темпах инфляции между этими двумя странами. Если номинальный валютный курс валюты А, выраженной в валюте Б, стабилен, но темп инфляции в стране А намного выше, чем в стране Б, тогда реальный курс валюты А будет выше номинального.

**Рецессия (recession)** — период общего экономического спада, обычно характеризуемый отрицательными темпами роста реального ВВП, более высоким по сравнению с нормой уровнем безработицы и более низким коэффициентом использования производственных мощностей.

**Рикардианское равенство (Ricardian equivalence)** — предположение, что население отреагирует на бюджетный дефицит увеличением текущих сбережений за счет сокращения потребления, основано на рациональных ожиданиях относительно того, что рост бюджетного дефицита сегодня потребует повышения налогов в будущем. Если это справедливо, то такая реакция со стороны населения ограничит или вообще сведет к нулю эффект экспансионистской налоговой политики.

**Система национальных счетов (national economic accounts)** — еще одно название счетов ВВП. В типовом случае они включают показатели ВВП и его основные составляющие (потребление, инвестиции, государственные расходы, экспорт и импорт).

**Скорость обращения денег (velocity of money)** — отношение номинального ВВП ( $P \times Q$ ) к количеству денег в экономике ( $M$ ); иногда в широком смысле понимается как скорость циркуляции денег в экономике.

**Совокупный уровень цен (aggregate price level)** — см. *уровень цен* (price level).

**Ставка по централизованным кредитным средствам ФРС (federal funds rate)** — ключевая процентная ставка по краткосрочным кредитам в США. Ее устанавливает ФРС при разработке кредитно-финансовой политики. В частности, процентная ставка, взимаемая коммерческими банками, предоставляющими друг другу кредиты овернайт.

**Столетний цикл (secular trend)** — долгосрочный тренд или траектория экономического показателя. См. также *циклические колебания* (cyclical fluctuations).

**Счет операций с капиталом (capital account)** — статья платежного баланса, отражающая односторонние переводы капитала (например, списание долгов страны-заемщика правительством страны-кредитора). До 1990-х гг. счет операций с капиталом в платежном балансе отражал все трансграничные операции по перемещению капитала (финансовые потоки), но впоследствии из него был выделен счет финансовых операций. См. также *счет финансовых операций* (financial account).

**Счет платежного баланса (balance of payments (BoP) accounts)** — итоговый перечень всех международных транзакций страны, обычно за какой-либо год. См. также *счет текущих операций* (current account), *счет финансовых операций* (financial account).

**Счет текущих операций (current account)** — главная статья платежного баланса, отражающая международные текущие операции страны, включающие чистый экспорт товаров, чистые доходы и чистые трансферты. (Отметим, что в представленной МВФ презентации новой версии платежного баланса (ВРМ6) чистые доходы и чистые трансферты переименованы в «первичные доходы» и «вторичные доходы»



соответственно.) Счет текущих операций отражает также объем чистых заимствований иностранным резидентам (или, в случае дефицита счета текущих операций, чистых заимствований у иностранных резидентов).

**Счет финансовых операций (financial account)** — основная статья платежного баланса, отражающая международные финансовые транзакции страны, в том числе чистое поступление прямых иностранных инвестиций и портфельных инвестиций.

**Торговый баланс (trade balance)** — экспорт минус импорт. Эта формула действительна как для баланса товаров, так и для баланса товаров.

**Трансфертные платежи (transfer payments)** — выплаты, обычно осуществляемые правительством в виде пенсий и социальных пособий, не связанные непосредственно с производством продуктов и оказанием услуг. Трансфертные платежи не включаются в государственные расходы ( $G$ ) при расчете ВВП.

**Уравнение обмена (или уравнение Фишера) (money identity)** —  $M \times V = P \times Q$ , где  $M$  — денежное предложение,  $V$  — скорость обращения денег (иными словами, скорость циркуляции денег в экономике),  $P$  — общий уровень цен, или дефлятор,  $Q$  — объем производства в натуральном выражении (реальный ВВП). См. также *денежное предложение (money supply)*, *скорость обращения денег (velocity of money)*, *общий уровень цен (price level)*, *реальный ВВП (real GDP)*.

**Уровень безработицы (unemployment rate)** — процент трудоспособного населения, в данный момент не работающего, но активно ищущего работу.

**Уровень цен (price level)** — по сути, это средний уровень всех цен (или их выборки) на данный момент. Процент

изменения уровня цен в последующем году к предыдущему году называется годовым темпом роста инфляции.

**Учетная ставка (discount rate)** — процентная ставка. Ее центральный банк взимает за кредиты, предоставляемые коммерческим банкам. Традиционно центральные банки предоставляют кредиты путем выкупа (учета) у коммерческих банков активов с небольшой скидкой — отсюда термин «учетная ставка».

**Фактический объем производства (actual output)** — см. *потенциальный объем производства (potential output)*.

**Фиксированный валютный курс (fixed exchange rate)** — валютный курс, официально установленный национальным правительством или центральным банком обычно под обещание покупки и продажи национальной валюты за счет резервов иностранной валюты по первому требованию. См. также *плавающий валютный курс (floating exchange rate)*, *золотой стандарт (gold standard)*.

**Фиксированный валютный курс (pegged exchange rate)** — синоним термина *fixed exchange rate* (на русский язык оба термина переводятся одинаково). Однако в условиях «ползущей привязки» официальный валютный курс может меняться постепенно с течением времени (то есть ежемесячно на небольшой процент), а в некоторых случаях может изменяться в определенных пределах, которые сами по себе могут меняться с течением времени.

**Центральный банк (central bank)** — с исторической точки зрения, банк, предоставляющий банковские услуги другим банкам, а зачастую и правительству; в настоящее время центральный банк — учреждение, несущее ответственность за реализацию государственной кредитно-денежной

политики. Центральный банк в США — Федеральная резервная система (ФРС).

**Циклические колебания (cyclical fluctuations)** — периодические отклонения от долгосрочного (столетнего) тренда экономических показателей. См. также *столетний тренд (secular trend)*.

**Чистая приведенная стоимость (net present value NPV)** — стоимость, равная дисконтированному потоку выручки от проекта за вычетом дисконтированных затрат на его осуществление. Применяется для оценки ожидаемой рентабельности проекта.

**Чистые односторонние трансферты, или чистые трансферты (net unilateral transfers or net transfers)** — статья счета текущих операций в платежном балансе, отражающая односторонние транзакции, например иностранную помощь или благотворительные перечисления из-за рубежа (например, по линии Красного Креста, прибыль на прямые иностранные инвестиции в национальную экономику). В Рекомендациях МВФ по составлению платежного баланса (BPM6) чистые трансферты называются «вторичным доходом».

**Чистые факторные доходы (net factor receipts)** — см. *чистый доход (net income)*.

**Чистый внутренний продукт (ЧВП) (net domestic product NDP)** — валовый внутренний продукт (ВВП) за вычетом амортизации основного капитала. См. также *валовый внутренний продукт (gross domestic product)*.

**Чистый доход, или чистые факторные поступления (net income or net factor receipts)** — поступления доходов за вычетом их выплат за рубеж, отражаемые на счете текущих операций платежного баланса. Поступления доходов из-за рубежа включают зарплату, выплаченную нерезидентами резидентам

за работу, выполненную за пределами страны, а также проценты и дивиденды, выплаченные из-за рубежа на внутренние активы, находящиеся в собственности иностранцев, реинвестированная прибыль на прямые иностранные инвестиции за рубеж. Выплаты доходов за рубеж включают оплату труда нерезидентов внутренними компаниями; проценты и дивиденды, выплачиваемые иностранцам на внутренние активы, находящиеся в их собственности; реинвестированную прибыль на прямые иностранные инвестиции в национальную экономику. В Рекомендациях МВФ по составлению платежного баланса (ВРМ6) рассчитанный таким образом чистый доход называется «первичным доходом».

**Чистый экспорт (net exports)** — экспорт страны минус ее импорт. См. также *экспорт* (exports), *импорт* (imports).

**Экономический цикл (business cycle)** — периодические колебания общей экономической активности; периодические отклонения вверх и вниз долгосрочной тенденции роста экономики.

**Экспорт (exports)** — закупки произведенных внутри страны товаров иностранными резидентами.

«**Эффект вытеснения**» (crowding out) — сокращение объема частных инвестиций может последовать в случае, если правительство поддерживает дефицит государственного бюджета. Заметим, что дефицит бюджета (то есть новые государственные заимствования) стимулирует рост государственного спроса на инвестиционные ресурсы, а он способен вытеснить частные инвестиции путем повышения процентной ставки для частных инвесторов.

# Благодарности

Эта книга начиналась как заметки по макроэкономике для моих студентов, и я в долгу перед ними и перед коллегами по кафедре экономики коммерческого, государственного сектора и международной экономики в Гарвардской школе бизнеса за то, что они вдохновили меня написать на основе этих заметок книгу. Особенно глубокую признательность хотелось бы выразить Хулио Ротембергу, Дику Виктору и Луи Уэллсу за то, что они взяли на себя труд прочитать рукопись и дать свои отзывы, а также Алексу Дайку, Уолтеру Фридману, Лакшми Айер, Эндрю Ново, Хью Пиллу, Митчу Вейссу, и Джиму Вутена за ценные советы в процессе работы над книгой. Я искренне благодарен всем коллегам: от них я так много узнал о макроэкономике и особенностях ее преподавания.

Мой редактор из Harvard Business Review Press Джефф Ке-хоу дал множество ценных рекомендаций относительно того, как лучше преобразовать первоначальные заметки в книгу, интересную широкой аудитории.

Глава 5 о принципах учета ВВП подготовлена на основе деловой ситуации под названием «Система национальных счетов: прошлое, настоящее и будущее», разработанной мной в соавторстве с Сарой Бреннан для Гарвардской школы бизнеса. Большую часть своих знаний о тонкостях учета ВВП я получил, работая с Сарой, и бесконечно ей благодарен,

а также за неизменную поддержку проекта и за то, что она всегда была чудесным соавтором, другом и исследователем.

В подготовке второго издания огромную роль сыграл Джонатан Шлефер, оказав бесценную помощь в актуализации фактических данных во всей книге и в изучении нового подхода МВФ к ведению счетов платежного баланса. Он сделал отличную работу, и я чрезвычайно ценю его вклад: без него второго издания, наверное, не состоялось бы.

Наконец, я хотел бы поблагодарить своих родителей: они научили меня не упускать из виду главное и так содействовали появлению книги. Мою жену и дочерей Эбби, Юлию и Эмили — за безграничную поддержку и терпение, а также за умение сделать каждый день праздником!

# Об авторе

Дэвид А. Мосс — профессор Гарвардской школы бизнеса. Он получил степень бакалавра в Корнуэльском университете в 1986 г., степень PhD в Йельском университете (1992 г.). Окончив Йельский университет, Мосс работал старшим экономистом в компании Abt Associates, занимающейся политическим консалтингом и находящейся в Кембридже, штат Массачусетс. В Гарвардской школе бизнеса работает с июля 1993 г.

Профессор Мосс — автор еще двух книг: *Socializing Security: Progressive-Era Economists and the Origins of American Social Policy* (Harvard University Press, 1996) и *When All Else Fails: Government as the Ultimate Risk Manager* (Harvard University Press, 2002). Последняя посвящена ключевой роли правительства как риск-менеджера по широкому кругу вопросов — от законодательства о несостоятельности и ограниченной ответственности, социального страхования до способов борьбы с экономическими потрясениями на федеральном уровне. Мосс — соредактор трех книг по регулированию экономики, а также опубликовал множество статей, соавтор книг весьма широкой тематики — от экономической политики и финансовых рынков до политических организаций.

Профессор Мосс — основатель Tobin Project, некоммерческой исследовательской организации, находящейся в Кембридже. Он лауреат множества почетных наград, включая награду от студенческой ассоциации Гарвардской школы бизнеса за выдающееся преподавание, а также книжной премии Кулл-Райта «За книгу по экономике риск-менеджмента и страхования, оказавшую наибольшее влияние на общество»

# Где купить наши книги

## Специальное предложение для компаний

Если вы хотите купить сразу более 20 книг, например для своих сотрудников или в подарок партнерам, мы готовы обсудить с вами специальные условия работы. Для этого обращайтесь к нашему менеджеру по корпоративным продажам: +7 (495) 792-43-72, b2b@mapn-ivanov-ferber.ru

## Книготорговым организациям

Если вы оптовый покупатель, обратитесь, пожалуйста, к нашему партнеру — торговому дому «Эксмо», который осуществляет поставки во все книготорговые организации.

142701, Московская обл., г. Видное, Белокаменное ш., д. 1;  
+7 (495) 411-50-74; reception@eksмо-sale.ru

### Адрес издательства «Эксмо»

125252, Москва, ул. Зорге, д. 1;  
+7 (495) 411-68-86; info@eksмо.ru /  
www.eksмо.ru

### Санкт-Петербург

СЗКО Санкт-Петербург, 192029,  
г. Санкт-Петербург, пр-т Обуховской  
Обороны, д. 84е;  
+7 (812) 365-46-03 / 04; server@szko.ru

### Нижний Новгород

Филиал «Эксмо» в Нижнем Новгороде,  
603094, г. Нижний Новгород,  
ул. Карпинского, д. 29; +7 (831) 216-15-91,  
216-15-92, 216-15-93, 216-15-94;  
reception@eksmonn.ru

### Ростов-на-Дону

Филиал «Эксмо» в Ростове-на-Дону,  
344023, г. Ростов-на-Дону, ул. Страны  
Советов, 44а; +7 (863) 303-62-10;  
info@rnd.eksмо.ru

### Самара

Филиал «Эксмо» в Самаре, 443052,  
г. Самара, пр-т Кирова, д. 75/1, лит. «Е»;  
+7 (846) 269-66-70 (71...73);  
RDC-samara@mail.ru

### Екатеринбург

Филиал «Эксмо» в Екатеринбурге,  
620024, г. Екатеринбург,  
Новинская ул., д. 2щ;  
+7 (343) 272-72-01 (02...08)

### Новосибирск

Филиал «Эксмо» в Новосибирске,  
630015, г. Новосибирск, Комбинат-  
ский пер., д. 3; +7 (383) 289-91-42;  
eksмо-nsk@yandex.ru

### Хабаровск

Филиал «Эксмо-Новосибирск»  
в Хабаровске, 680000, г. Хабаровск,  
пер. Дзержинского, д. 24, лит. «Б», оф. 1;  
+7 (4212) 910-120; eksмо-khv@mail.ru

### Казахстан

«РДЦ Алматы», 050039, г. Алматы,  
ул. Домбровского, д. 3а;  
+7 (727) 251-59-89 (90, 91, 92);  
RDC-almaty@eksмо.kz

### Украина

«Эксмо-Украина», Киев, 000 «Форс  
Украина», 04073, г. Киев, Московский пр-т,  
д. 9; +38 (044) 290-99-44;  
sales@forsukraine.com



Если у вас есть замечания и комментарии к содержанию, переводу, редактуре и корректуре, то просим написать на be\_better@m-i-f.ru, так мы быстрее сможем исправить недочеты.



*Научно-популярное издание*

**Мосс Дэвид**

## **Краткий курс макроэкономики**

**Что нужно знать руководителю**

Руководитель редакции *Артем Степанов*

Шеф-редактор *Ренат Шагабутдинов*

Ответственные редакторы *Наталья Хоренко, Наталья Шульпина*

Литературный редактор *Вера Калмыкова*

Арт-директор *Алексей Богомолов*

Дизайн обложки *Антонина Байдина*

Верстка *Елена Бреге*

Корректоры *Лев Зелексон, Елена Бреге*

Подписано в печать 14.02.2020.

Формат 60×90 <sup>1</sup>/<sub>16</sub>. Гарнитура Minion.

Бумага офсетная. Печать офсетная.

Усл. печ. л. 14,0. Тираж 3000 экз.

Заказ А-375.

Изготовитель: ООО «Манн, Иванов и Фербер»

123104, Россия, г. Москва, Б. Козихинский пер., д. 7, стр. 2, оф. 24

[mann-ivanov-ferber.ru](http://mann-ivanov-ferber.ru)

[facebook.com/mifbooks](https://facebook.com/mifbooks)

[instagram.com/mifbooks](https://instagram.com/mifbooks)

[vk.com/mifbooks](https://vk.com/mifbooks)

Отпечатано в филиале АО «Татмедиа», ПИК «Идел-Пресс»

420066, Россия, г. Казань, ул. Декабристов, 2

[idel-press.ru](http://idel-press.ru)

